

相关研究

《工业开局较弱，投资消费暂稳——19年1-2月经济数据点评》2019.03.14  
《社融增速回落，稳杠杆而非加杠杆——2月金融数据点评》2019.03.10  
《物价降幅趋缓，3月有望回升——19年2月物价数据点评》2019.03.10

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

# 今年或不加息，缩表9月结束 ——3月美联储议息会议点评

## 投资要点:

- **事件:** 北京时间3月21日凌晨，美联储3月议息会议决定维持联邦基金目标利率区间 2.25%-2.50% 不变。我们的点评如下：
- **美联储按兵不动，下调经济预期。** 美联储议息会议决定维持 2.25%-2.50% 的联邦基金目标利率不变。会议进一步下调了经济和通胀预期，将今明两年 GDP 增速分别从 2.3%、2.0% 下调至 2.1%、1.9%，将今明两年 PCE 增速分别从 1.9%、2.1% 下调至 1.8%、2.0%。会后美元指数从 96.5 回落到 96 以下，十年期美债收益率从 2.6% 跌至 2.53% 附近。
- **经济增速放缓，通胀短期稳定。** 此次会议认为 1 月议息会议以来，就业仍强劲、失业率低位，但经济有进一步放缓迹象，对“经济活动”的表述由 1 月会议的“稳固”改为“从稳定的速度有所放缓”，并提到“家庭支出和固定投资放缓”，油价下跌拖累近期通胀，但剔除食品和能源价格的核心 PCE 同比仍接近 2.0%。
- **今年或不加息，缩表 9 月结束。** 此次会议美联储的表态转变得十分鸽派。会议公布的点阵图表明，大多数委员认为 2019 年美联储将不加息、2020 年或加息 1 次，而去年 12 月会议时还是认为今年会加息两次。同时美联储公布了结束缩表的安排，计划将每月减少国债的规模上限从目前的 300 亿美元降至 5 月开始的 150 亿美元，并在今年 9 月末结束减持国债，而 10 月起将每月减持的 MBS 的规模用于重新投资国债。新闻发布会上，鲍威尔对今年美国经济前景预期依然正面，但也提到部分数据显示增速放缓，因而将对加息保持耐心，预期到今年底美联储资产负债表占 GDP 比重约为 17%。
- **汇率短期稳定，疏通利率传导。** 19 年以来美元指数震荡，而中国、巴西、墨西哥等主要新兴市场货币相对美元小幅升值，随着美联储转鸽，叠加国内融资有望企稳以及贸易摩擦担忧缓解，人民币汇率短期稳定。而国内货币政策的外部约束大为减轻，释放未来的操作空间，流动性将维持合理充裕。过去一年无风险利率已经明显降低，当前难点是降低小微和民营企业的实际贷款利率，因而要着力解决的是降低风险溢价和疏通货币政策传导。未来降准等传统的宽松工具仍有可能，但同时也会更注重推进结构性货币政策工具和利率市场化改革。

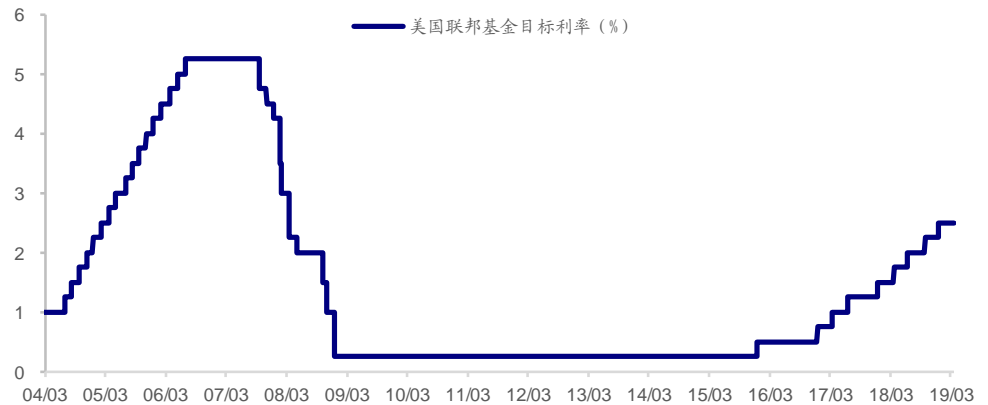
北京时间 3 月 21 日凌晨，美联储 3 月议息会议决定维持联邦基金目标利率区间 2.25%-2.50% 不变。我们的点评如下：

## 1. 美联储按兵不动，下调经济预期

美联储 3 月 FOMC 会议决定维持联邦基金目标利率区间 2.25%-2.50% 不变。此次会议认为 1 月议息会议以来，就业仍强劲、失业率低位，但经济有进一步放缓迹象，对“经济活动”的表述由 1 月会议的“稳固”改为“从稳定的速度有所放缓”，并提到“家庭支出和固定投资放缓”，油价下跌拖累近期通胀，但剔除食品和能源价格的核心 PCE 同比仍接近 2.0%。

美联储在预测中进一步下调了经济和通胀预期。将今明两年的 GDP 增速预期分别从 2.3%、2.0% 下调至 2.1%、1.9%，将今明两年的 PCE 增速预期分别从 1.9%、2.1% 下调至 1.8%、2.0%。3 月会议的声明，反映了美联储更加鸽派的立场。会后美元指数从 96.5 回落到 96 以下，十年期美债收益率从 2.6% 跌至 2.53% 附近。

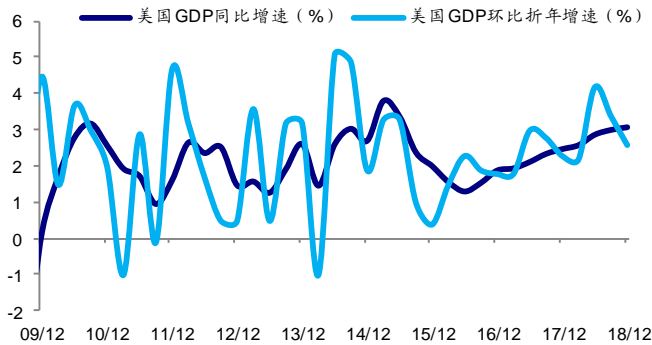
图1 美国联邦基金目标利率水平 (%)



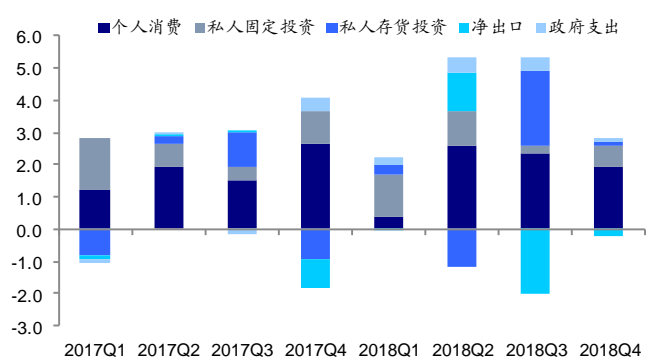
资料来源：美联储，海通证券研究所

## 2. 经济增速放缓，通胀短期稳定

18 年四季度美国 GDP 环比折年增速放缓。18 年 4 季度，美国实际 GDP 同比延续上升至 3.1%，而环比折年增速连续两个季度回落到了 2.6%。从环比看，18 年四季度美国经济增速回落，主要是由私人投资中存货投资放缓所致，其对 GDP 的环比拉动率由第三季度的 2.3% 降至四季度的 0.1%；经济中最主要的私人消费增速也连续两个季度放缓，环比拉动率 1.9%，较三季度降低 0.5 个百分点；此外，虽然四季度净出口较三季度有明显改善，但对环比增速仍是拖累。

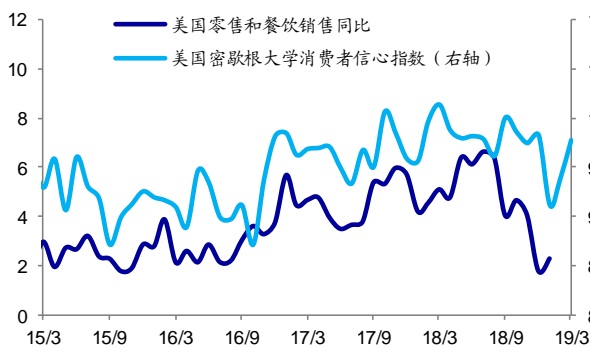
**图2 美国实际 GDP 同比和环比增速 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

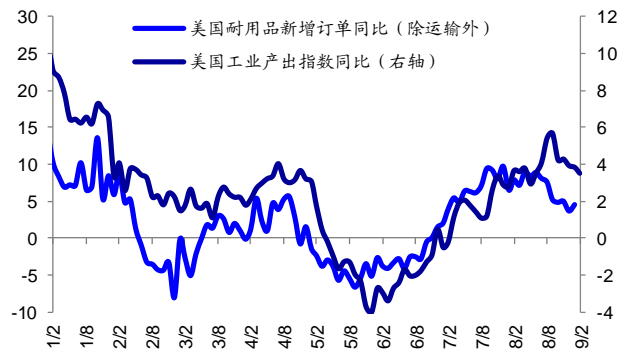
**图3 各分项对 GDP 的环比拉动率 (百分点)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

美联储在3月议息会议的声明中提到了经济增速放缓的迹象,这也在近期高频数据得到印证。需求方面,美国零售和餐饮销售1月同比增速2.3%,仍低于去年前三季度的平均水平5.3%,受政府关门影响,1月消费者信心指数大幅降至91.2,3月回升至97.8,但也不及18年第三季度的水平;生产方面,工业产出指数同比从18年9月的5.7%一路下行至2月的3.5%,耐用品新订单同比持续处在2%左右的低位。

**图4 美国零售和餐饮销售同比及消费者信心指数 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

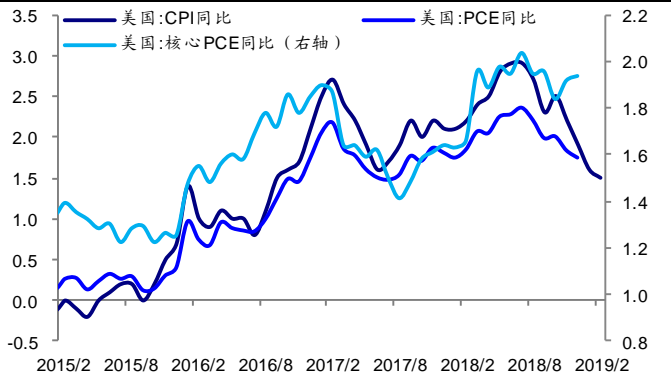
**图5 美国耐用品新订单和工业产出同比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

美国通胀近期相对稳定。油价拖累的影响持续,美国CPI同比19年以来降至1.5%,但一方面国际油价近期企稳,1月以来油价已回升了接近30%,另一方面就业数据反映出薪酬增速不低,2月美国非农时薪同比和环比分别为3.4%和0.4%,意味着通胀回落幅度将会放缓,通胀的缓慢上行短期仍有支撑。

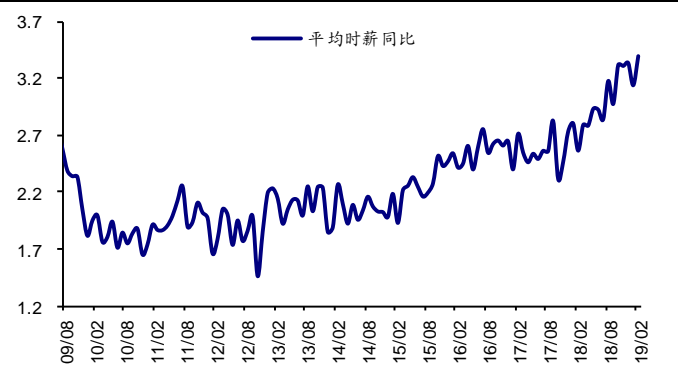
去年底以来,美联储在与市场的沟通中反复强调,利率政策将依据数据表现决定。而美国18年的经济数据经历了上半年的“经济强劲、通胀抬升”到年底的“经济稳固、通胀放缓”,美联储态度也由“鹰”转“鸽”,未来一段时间美国经济数据可能进一步演变为“经济放缓、通胀稳定”,这促使美联储对加息更加保持耐心。

图6 美国通胀走势 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 美国非农就业平均时薪同比 (%)

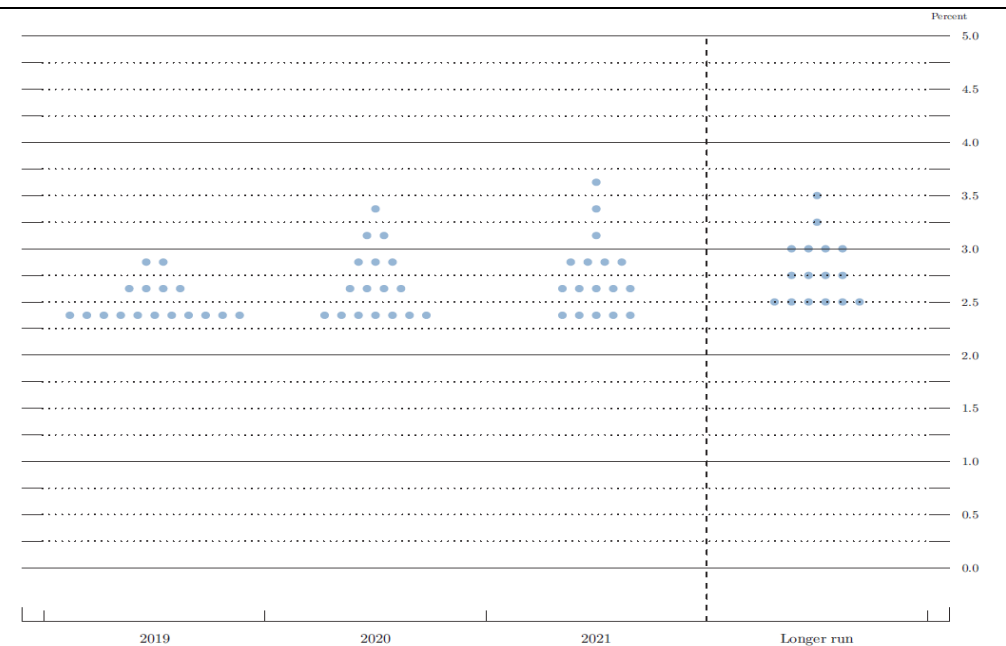


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 今年或不加息, 缩表 9 月结束

此次会议美联储的表态变得十分鸽派。会议公布的点阵图表明, 大多数委员认为**2019 年美联储将不加息、2020 年或加息 1 次**, 而去年 12 月议息会议时, 委员们还是认为今年会加息两次, 反映了更加谨慎的态度。在随后的新闻发布会上, 鲍威尔对今年**美国经济前景预期依然正面, 但也提到部分数据显示增速放缓, 因而将对加息保持耐心**。他表示, 目前就业市场强劲, 通胀接近 2% 目标, 预期 2019 年美国**经济增速尽管小于 2018 年过于强劲的涨势, 但依旧坚实**。他提到, 18 年 12 月过于疲软的零售销售数据和不及目标的通胀是保持耐心的主要理由, 将继续观察未来的数据。

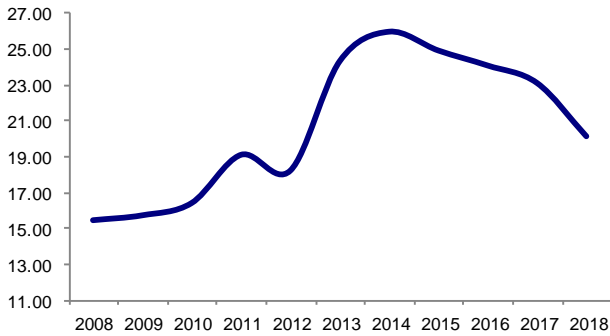
图8 美联储 19 年 3 月 FOMC 会议预测的利率点阵图



资料来源: 美联储, 海通证券研究所

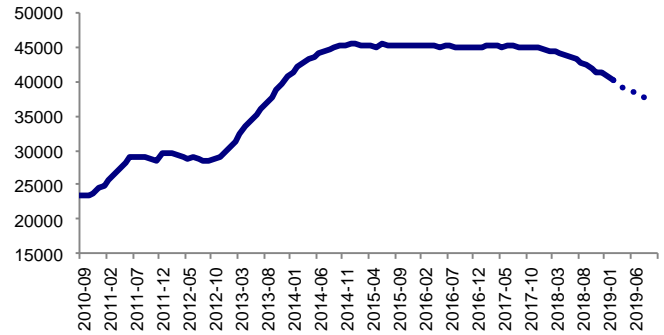
除了暗示今年不加息, 美联储同时还公布将于**9 月结束缩表**。美联储计划将每月减少国债的规模上限从目前的 300 亿美元降至 5 月开始的 150 亿美元, 并在今年 9 月末结束减持国债, 而 10 月起将每月减持的 MBS 的规模用于重新投资国债。鲍威尔提到, 预期到今年底美联储资产负债表占 GDP 比重约为 17%, 而峰值时期占比为 25%。

图9 美联储资产负债表规模占 GDP 比重 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 美联储资产负债表规模及预测 (亿美元)

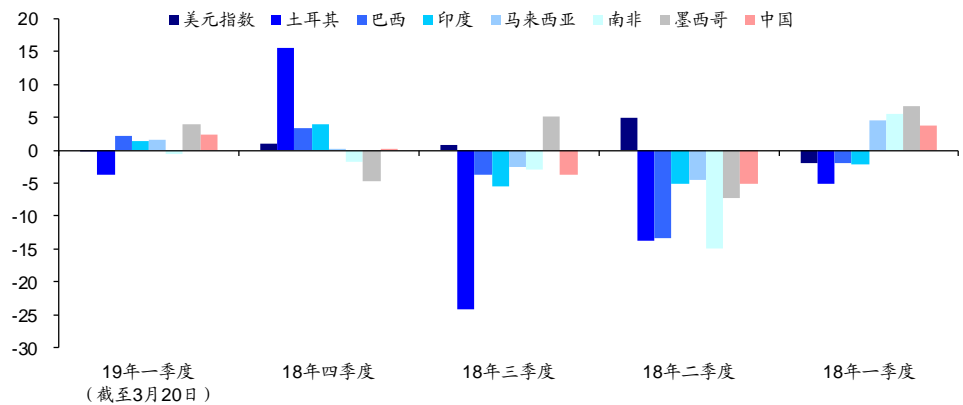


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 4. 汇率短期稳定, 疏通利率传导

19 年以来, 美元指数震荡, 而除土耳其里拉、南非兰特相对美元分别小幅贬值 3.7%、0.5%外, 中国、巴西、墨西哥等主要新兴市场货币相对美元小幅升值。

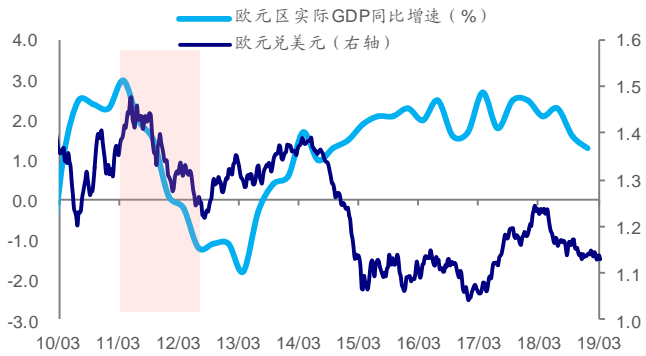
图11 美元指数和部分新兴市场货币汇率相对美元涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

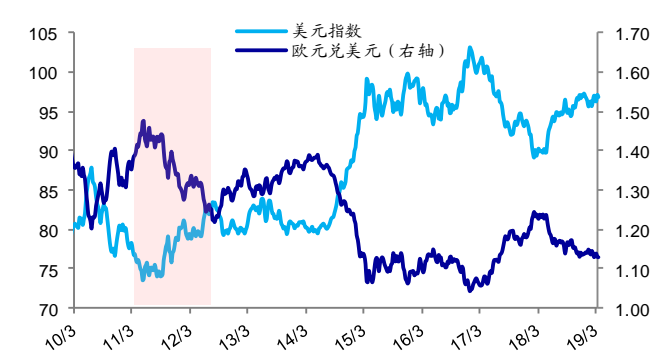
随着美联储释放超预期的鸽派态度, 今年美元将难以重现强势, 如果今年欧元更弱, 虽然不排除美元指数被动上升, 但对新兴市场的压力比较有限。09-10 年欧债危机后, 欧元区经济曾大幅回落, 欧元兑美元汇率由 1.45 贬值至 1.22。同时美联储于 11 年 6 月结束第二轮 QE, 美元指数由 73.5 升至 82.3。即便在当时欧债危机和美国暂时退出 QE 的双重影响下, 美元指数也仅上升了 10% 左右。当前欧洲经济疲软但并非危机, 美联储更是暂缓加息, 因而美元指数即便被动上行, 预计幅度也将远低于此前, 对新兴市场货币的压力将较为可控。

图12 欧元区经济增速及欧元兑美元汇率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 欧元兑美元汇率及美元指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

**外部约束减弱，流动性维持充裕。**随着美联储态度转鸽，叠加国内融资有望企稳以及贸易摩擦担忧缓解，人民币汇率短期稳定。国内经济依然承压，货币政策仍需加大逆周期调节，美联储今年暂停加息和结束缩表，我国货币政策的外部约束将大为减轻，释放了未来的操作空间，流动性将维持合理充裕。

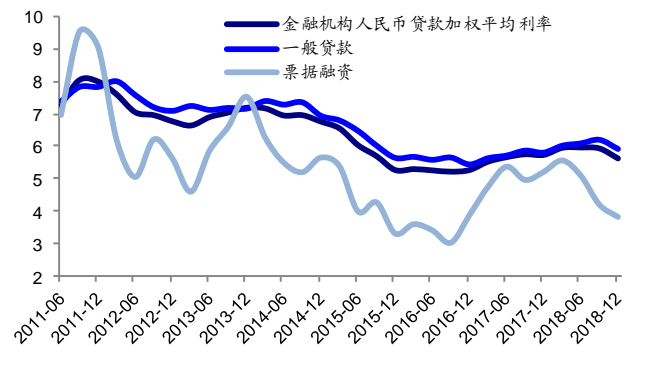
《政府工作报告》提到，未来要适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放，降低贷款成本。易纲行长表示，过去一年无风险利率已经明显降低，当前难点是降低小微和民营企业的实际贷款利率，因而要着力解决的是降低风险溢价和疏通货币政策传导。这意味着未来货币政策重心将放在疏通货币传导机制上，降准等传统的宽松工具仍有可能，但同时也会更注重推进结构性货币政策工具和利率市场化改革。

图14 美元兑人民币中间价



资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 金融机构人民币贷款平均利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

姜超 宏观经济研究团队  
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。