

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

刘天天 执业证书编号：S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：政府性基金收入增速继续上升》
2019.09
- 2 《宏观：未来央行是否续作 MLF 是关键》
2019.09
- 3 《宏观：降息 QE 组合拳，难解生产要素困局》 2019.09

美联储研究扩表抑制全球负利率扩散

——美联储 9 月议息会议点评

美联储研究扩表抑制全球负利率扩散

鲍威尔在 9 月议息会议中明确表示负利率不是美联储工具箱中的首选，换句话说鲍威尔实际上是不想要美国走向负利率。但是在不扩表的情形下，如果贸易摩擦加剧，全球经济进一步下行，那么最终美国会向负利率发展。我们认为，在负利率时代渐行渐近的大背景下，美联储可能是全球第一个国家站出来抵抗负利率的趋势，大概率会进行扩表来抑制全球负利率的蔓延。那么美联储扩表的操作是否有效？我们认为，如果美国的财政政策能在货币政策的配合下走向积极，财政政策发力进行结构调整，生产要素发挥作用，那么就能够有效延缓利率的下行。

鹰派降息下反映的是美联储对于未来政策路径的分歧较大

我们认为，9 月议息会议虽然进行了降息操作，但是传递出的信息较为鹰派。其一、鲍威尔强调经济增长稳健，“适度”的政策行动应该足以维持美国经济增长。鲍威尔为必要时“更多次降息”的可能性留有余地，但强调这并非官员预期情形。其二、美联储调升了对于今年的 GDP 预测，由此前的 2.1% 升至 2.2%。点阵图中值显示官员认为今年剩余时间和明年将不再降息，基准利率稳定在 1.9%，并保持到 2020 年底不变，2021 年将升到 2.1%，2022 年升到 2.4%。会议声明公布后，美股先跌后涨，美元指数上涨 0.3%，在 98.6 附近震荡，十年期美国国债收益率上行 4BP 至 1.8%。

公司缴税+国债结算导致货币市场出现“钱荒”，但实质是系统流动性不足

9 月 17 日美国货币市场出现了“钱荒”，隔夜回购利率曾一度大涨到 10%，约为上周的四倍。有效联邦基金利率升至 2.3%，突破目标区间的上限。纽约联储进行了十年来首次隔夜回购操作，美联储也决定自 9 月 19 日起将超额准备金利率下调 30 个基点至 1.8%，并将隔夜逆回购利率下调 30 个基点至 1.7%，以增强对利率的有效控制。往常隔夜回购利率飙升可能出现的时间点是在季末或者月末，但是这次是发生在月中，我们认为主要原因如下：1) 9 月 16 日是公司缴税截止日期；2) 上周发行的美国国债结算在 9 月 16 日；3) 投资者在上周债市大幅下跌过程中将债券卖回给交易商。

“被捆绑”的美联储：财政政策和贸易摩擦的双重“绑架”

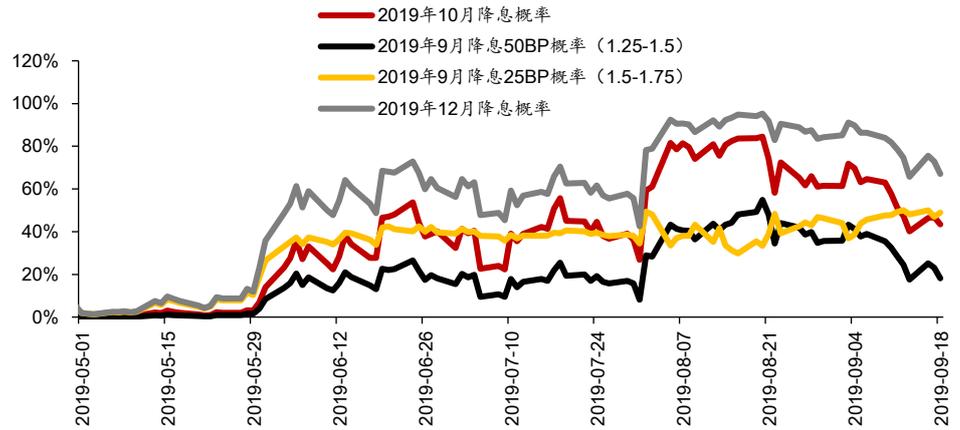
我们认为，在财政政策和贸易摩擦的双重“绑架”下，美联储会被倒逼放松货币政策。当前美国财政赤字不断扩大，为了弥补财政亏空，政府只能依靠不断发债。关键的问题在于市场没有足够的流动性来满足发债的需求，如若流动性不足，将导致利率快速上行。所以在财政发力的同时其实是会倒逼美联储释放更多的流动性。另外，鲍威尔曾表示将贸易政策不确定性纳入货币政策框架是新挑战。我们认为，贸易摩擦将加大经济下行风险，打开进一步降息窗口。而货币政策的进一步宽松又为特朗普更激进的贸易立场腾挪了空间。我们预计，今年可能还有一次降息，大概率在 12 月。

重温 3 月议息会议声明，现已接近联储即将扩表的临界点

3 月议息会议在关于资产负债表的声明中曾提及：缩表结束后，美联储可能会在一段时间内保持 SOMA 公开市场操作账户的规模不变。当委员会认为资产负债表规模已经缩减到，SOMA 账户的证券量仅保留能够维持货币政策有效性时，委员会将增加其证券持有量，以跟上非准备金部分的增长，并维持系统适当的准备金水平。而此次鲍威尔讲话暗示美联储可能很快会恢复扩表，鲍威尔表示：“目前存在真正的不确定性，我们当然有可能需要比想象的更早恢复资产负债表的自然扩大。”我们认为，现已接近美联储此前提到的临界点，美联储可能扩表在即。

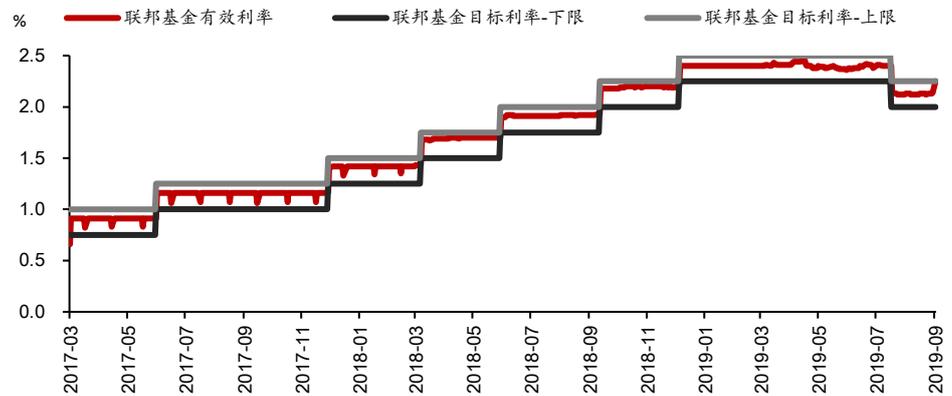
风险提示：美联储货币政策宽松不及市场预期，贸易摩擦事态升级或反复冲击市场风险偏好。

图表1：9月鹰派降息导致市场对年内降息预期进行再调整，2019年底前降息3次的概率从议息会议前的47%升至48.9%，降息4次的概率从此前的23.1%降至18.2%，12月降息概率从由72.9%略微下降至会议后的66.9%



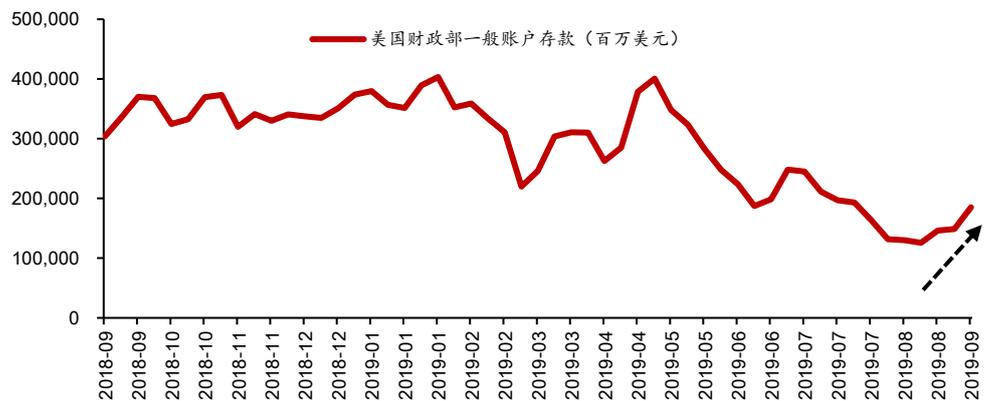
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表2：美国货币市场出现“钱荒”，有效联邦基金利率升至2.3%，突破联邦基金利率目标区间的上限



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表3：美国财政部发债发行增加，吸纳了银行系统部分流动性



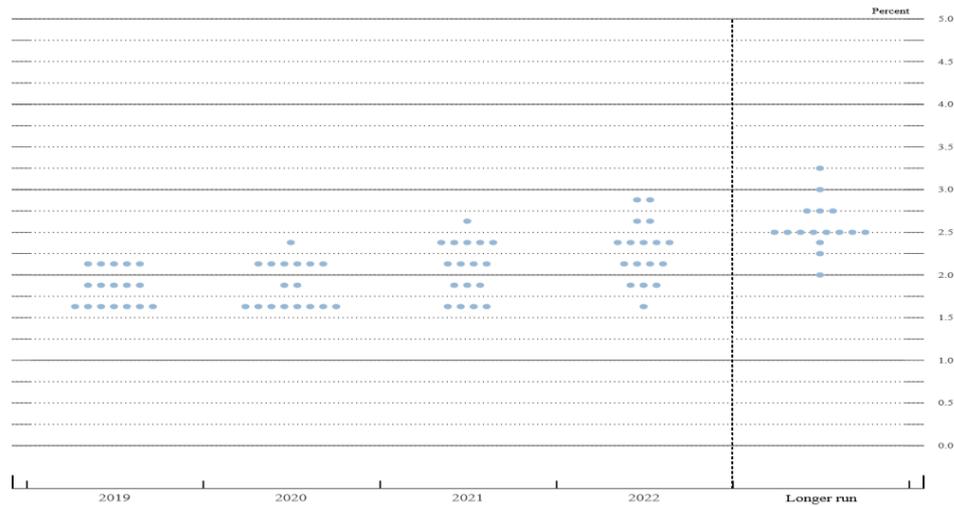
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表4：经济预测方面，美联储调升了对于今年的GDP预测，由6月议息的2.1%上升至9月议息的2.2%，可见美联储对于经济增速依然较为乐观

Variable	Percent															
	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³					
	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run	
Change in real GDP	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	2.1-2.4	1.7-2.3	1.7-2.1	1.6-2.1	1.7-2.1	
June projection	2.1	2.0	1.8		1.9	2.0-2.2	1.8-2.2	1.8-2.0		1.8-2.0	2.0-2.4	1.5-2.3	1.5-2.1		1.7-2.1	
Unemployment rate	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2	3.6-3.7	3.6-3.8	3.6-3.9	3.7-4.0	4.0-4.3	3.5-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.3-4.2	3.6-4.5	
June projection	3.6	3.7	3.8		4.2	3.6-3.7	3.5-3.9	3.6-4.0		4.0-4.4	3.5-3.8	3.3-4.0	3.3-4.2		3.6-4.5	
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5-1.6	1.8-2.0	2.0	2.0-2.2	2.0	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0	
June projection	1.5	1.9	2.0		2.0	1.5-1.6	1.9-2.0	2.0-2.1		2.0	1.4-1.7	1.8-2.1	1.9-2.2		2.0	
Core PCE inflation ⁴	1.8	1.9	2.0	2.0		1.7-1.8	1.9-2.0	2.0	2.0-2.2		1.6-1.8	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2		
June projection	1.8	1.9	2.0			1.7-1.8	1.9-2.0	2.0-2.1			1.4-1.8	1.8-2.1	1.8-2.2			
Memor: Projected appropriate policy path																
Federal funds rate	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5	1.6-2.1	1.6-2.1	1.6-2.4	1.9-2.6	2.5-2.8	1.6-2.1	1.6-2.4	1.6-2.6	1.6-2.9	2.0-3.3	
June projection	2.4	2.1	2.4		2.5	1.9-2.4	1.9-2.4	1.9-2.6		2.5-3.0	1.9-2.6	1.9-3.1	1.9-3.1		2.4-3.3	

资料来源：美联储官网，华泰证券研究所

图表5：点阵图中值显示官员认为今年剩余时间和明年将不再降息，基准利率稳定在1.9%，并保持到2020年底不变，2021年将升到2.1%，2022年升到2.4%



资料来源：美联储官网，华泰证券研究所

风险提示

美联储货币政策宽松不及市场预期，贸易摩擦事态升级或反复冲击市场风险偏好。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10021

