

证券研究报告 / 宏观数据

美联储会议纪要重申年内不加息，中国不会因而降息——美联储3月会议纪要点评

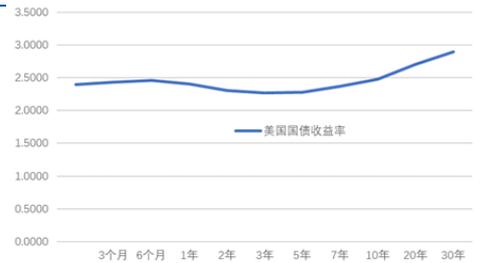
报告摘要：

北京时间4月11日凌晨，美联储公布3月份会议纪要。会议纪要的内容与此前3月份会后公布内容及新闻发布会上鲍威尔透露的内容基本一致，符合市场预期，故而未引起市场明显波动。当日美股三大指数小幅上涨，标普500指数收涨0.35%，道指收涨0.03%，纳指收涨0.69%。美元指数短线跳涨后区间震荡。

3月美联储会议决议的未来预测上已经可以看出，美联储多数官员赞同今年年内不加息。从纪要的内容来看，美联储官员对于未来合理的利率水平尚有较大分歧，但均同意视经济的发展状况而定。市场上已无年内加息预期，但对于降息的预期亦较纪要公布前有所下降。根据CME Group“美联储观察”显示，美国6月份维持利率不变的概率为88.7%；全年维持利率不变的概率为51.4%。

在此前公布的美联储对未来经济展望中，已经将今年经济增速预期从2.3%下调至2.1%。会议纪要显示，一些美联储官员主要担忧在于外部国际形势，尤其是对外贸易谈判和英国脱欧的不确定性；其它下行风险在于中国和欧洲经济的超预期下行，居民消费能力放缓以及财政刺激的减弱。一些与会者提到，如果美国经济出现衰退，则衰退会因为很多公司的债务问题而放大。但同时与会者们也提到了经济向上的可能。包括外部不确定性的消除，消费者和商业活动的情绪修复；近期劳动生产率的提高拉升潜在增长率。通胀的上升风险在于薪资水平的超预期提升。一些与会者提及了对美债收益率曲线过于平坦的担忧。历史经验来看，收益率曲线倒挂通常预示着危机的发生。但是讨论结果也表明，收益率曲线平坦主要是因为长期利率的溢价太少，与历史上以往的经验不同，故而用以往的经验来分析未必可靠。

虽然美联储本次会议纪要依然偏鸽，使得中国央行货币政策可操作性更大，但我们认为央行不会因此降息。一是因为国内通胀水平已开启上行模式。二是因为国内商业银行的贷款利率尚未达到利率区间的低点，降低基准利率尚无必要。而且因为通胀压力主要集中在第二季度，同时中美贸易谈判尚未结束，若降息而造成人民币贬值，对贸易谈判将有较大负面影响。所以二季度降低政策利率的概率也较小。但货币政策总体相对宽松的基调不会变化，货币“量”的工具仍可能被使用。若后续经济数据不乐观、经济下行压力加大，货币政策则会加大宽松力度。



相关报告

《通胀上行暂不会引起货币政策紧缩——3月物价数据点评》(20190412)

《美国就业数据喜忧参半，中美第九轮磋商顺利结束——海外宏观周度观察(2019年第14周)》(20190407)

《美联储转鸽不会引发中国降息——美联储3月会议点评》(20190321)

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 美联储会议纪要符合预期，市场波动较小.....	3
2. 多数官员支持年内不加息.....	3
3. 收益率曲线平坦引起忧虑.....	4
4. 美联储放鸽，央行不会因此降息.....	5

图 1: 美元指数区间震荡.....	3
图 2: 6月维持利率不变的概率为 88.7%.....	4
图 3: 全年维持利率不变的概率为 51.4%.....	4
图 4: 国债收益率曲线趋平.....	4

1. 美联储会议纪要符合预期，市场波动较小

北京时间 4 月 11 日凌晨，美联储公布 3 月份会议纪要。会议纪要的内容与此前 3 月份会后公布内容及新闻发布会上鲍威尔透露的内容基本一致，符合市场预期，故而未引起市场明显波动。当日美股三大指数小幅上涨，标普 500 指数收涨 0.35%，道指收涨 0.03%，纳指收涨 0.69%。美元指数短线跳涨后区间震荡。

图 1: 美元指数区间震荡



数据来源：东北证券，Wind

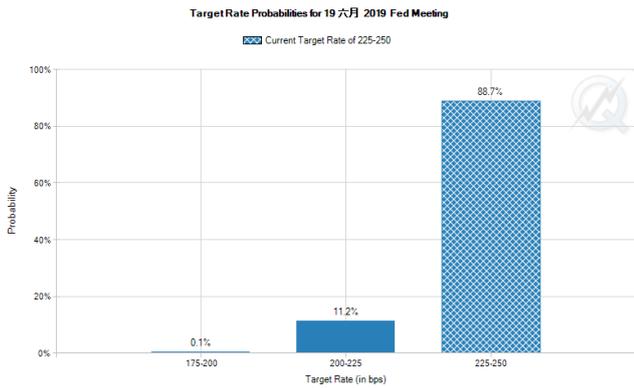
2. 多数官员支持年内不加息

3 月美联储会议决议的未来预测上已经可以看出，美联储多数官员赞同今年年内不加息。纪要里更详细地阐述了官员们的分歧：大多数与会者认为年内应该维持利率不变；一些官员认为美国利率已经达到中性利率水平。与会者们强调，未来对于美国利率的态度会取决于未来经济的实际变化；一些人表示未来利率转向两个方向均有可能；一些人表示如果经济能如预期一样高于潜在增长率，则可以加息。

从纪要的内容来看，美联储官员对于未来合理的利率水平尚有较大分歧，但均同意视经济的发展状况而定。市场上已无年内加息预期，但对于降息的预期亦较纪要公布前有所下降。

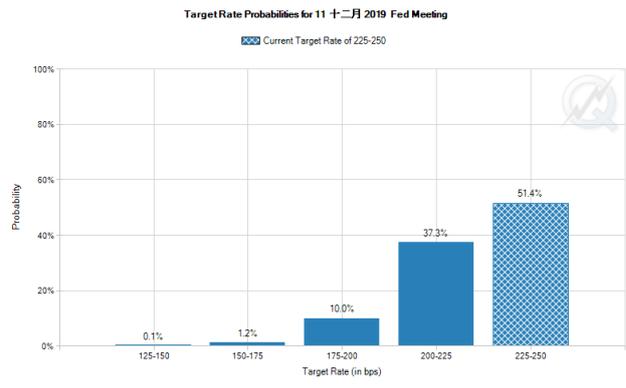
根据 CME Group “美联储观察”显示，美国 6 月份维持利率不变的概率为 88.7%；全年维持利率不变的概率为 51.4%。

图 2: 6月维持利率不变的概率为 88.7%



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 全年维持利率不变的概率为 51.4%



数据来源: 东北证券, Wind

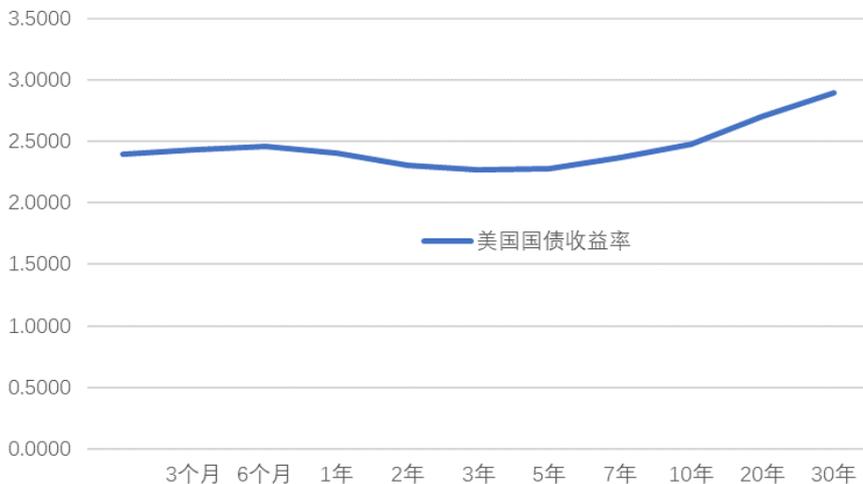
3. 收益率曲线平坦引起忧虑

在此前公布的美联储对未来经济展望中, 已经将今年经济增速预期从 2.3% 下调至 2.1%。会议纪要显示, 一些美联储官员主要担忧在于外部国际形势, 尤其是对外贸易谈判和英国脱欧的不确定性; 其它下行风险在于中国和欧洲经济的超预期下行, 居民消费能力放缓以及财政刺激的减弱。一些与会者提到, 如果美国经济出现衰退, 则衰退会因为很多公司的债务问题而放大。

但同时与会者们也提到了经济向上的可能。包括外部不确定性的消除, 消费者和商业活动的情绪修复; 近期劳动生产率的提高拉升潜在增长率。通胀的上升风险在于薪资水平的超预期提升。

一些与会者提及了对美债收益率曲线过于平坦的担忧。历史经验来看, 收益率曲线倒挂通常预示着危机的发生。但是讨论结果也表明, 收益率曲线平坦主要是因为长期利率的溢价太少, 与历史上以往的经验不同, 故而用以往的经验来分析未必可靠。

图 4: 国债收益率曲线趋平



数据来源: 东北证券, Wind

4. 美联储放鸽，央行不会因此降息

虽然美联储本次会议纪要依然偏鸽，使得中国央行货币政策可操作性更大，但我们认为央行不会因此降息。

第一，国内通胀水平已开启上行模式。3月份CPI同比上升0.8个百分点至2.3%，通胀重回“2”时代。且根据我们的测算，未来CPI同比将逐渐上涨至年中达到高点。近期猪肉价格上涨明显，如果非洲猪瘟的影响持续、生猪补栏量持续减少，则猪价会迅速上行，进一步拉动CPI走高。在通胀上行的背景下，国内全面降息的压力较大。

第二，国内商业银行的贷款利率尚未达到利率区间的低点，降低基准利率尚无必要。根据我们测算，目前国内商业银行贷款利率并未达到区间下限，故而货币政策应首先注重疏通传导。市场利率会率先下降；若未来经济下行压力加大，也可能会降低政策利率。但我们认为在二季度政策利率也难以下调，因为通胀压力主要集中在第二季度，同时中美贸易谈判尚未结束，若降息而造成人民币贬值，对贸易谈判将有较大负面影响。而基准利率是最后的手段，我们认为目前来看下调的概率很小。

当前国内经济有一定企稳迹象，不必通过大水漫灌来进行强刺激。我们认为全面降息的可能性不大。但货币政策总体相对宽松的基调不会变化，货币“量”的工具仍可能被使用。若后续经济数据不乐观、经济下行压力加大，货币政策则会加大宽松力度。

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_13238

