

固定收益研究/动态点评

2019年03月21日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究: 招路转债: 新花“路”放, 优质标的》2019.03
- 2《固定收益研究: 岱勒转债: “切”出来的光伏题材》2019.03
- 3《固定收益研究: 迪森转债: 煤改气标的, 可浅尝》2019.03

Powell Put 能否一直持续?

3月FOMC议息会议点评

核心观点

美联储接连转型鸽派, 市场相信 Powell Put, 成为了风险资产年初至今涨势较好的重要原因。G10 纷纷放松, 欧央行更是将加息计划推迟了整整一年的情况下, 美国将面临一个难得外部环境(外需)较好的窗口期, 这个时候再加一次息, 对内经济的影响会比对外小, 而为下一次衰退再提高一点基准利率的安全垫确是非常有长期现实意义的, 所以我们认为不能排除加息可能, 市场或许低估了加息的可能性。对国内市场而言, 我们的货币政策空间的扩大有一定益处, 也可能对外需变化产生一定影响。在 2019 年末或者 2020 年初, 美联储“变脸”预期差需要在后续数据中加以观察。

联储的目标的转换

在鲍威尔时期(加息末期), “金融稳定”(即不要让金融波动冲击实体经济)被提到了非常重要的高度。为了不“惊扰”市场, 为了“金融稳定”美联储在大局让步。当然, 也不能简单说是让步, 今天的美国经济基本面没有明面上的风险, 但是由于股市和债市之间微妙关系, 发债-回购-垃圾债堆积的链条可能成为重大风险, 这是美联储不敢严重冲击资本市场的重要原因。

加息与否的理论依据

自从 15 年 10 月第一次加息起, 每一次行动的背后都是有着严格理论基础和规则支持的(即美联储自己反复强调的 framework)。在对经济形势判断转弱的大背景下, 联储一方面在努力呵护经济, 另一方面又为何不放弃似乎已经没有最后一次的加息? 因为问题又回到了 framework 上, 新的美联储行动框架大概率还未确定, 但是毋庸置疑的是任何一次 framework 的更新都是基于长期的, 而不是 2019-2020 这一两年经济的问题。因此长期利息终点可能比 2019 年是否加息更加重要。

缩表与否的理论依据

之所以认为停止“缩表”相对缺乏理论依据, 其实是对比而言, 加息有模型有指标, 而缩表背后的理论依据是什么呢? 可以说是联邦基准利率从走廊系统向地板系统的转变, 联邦基金利率近期与超额准备金利率(IOER)之差缩, 令市场开始担忧由于“缩表”, 导致了准备金的不足, 利率走廊可能被突破。这也成为了美联储这次提起结束“缩表”的公开原因, 但是美联储多次加息、美联储缩表以及美国国债供应量增加都是有效联邦基金利率上行的原因。美联储停止缩表的目前可能还在于“呵护经济”。

风险提示: 贸易谈判结果影响全球经济; 美联储货币政策超预期调整。

3 月 FOMC 会议点评

3 月 FOMC 会议传递了哪些信息？

美联储 3 月 20 日（当地时间）公布了 2019 年 3 月 FOMC 议息会议的公告，主要信息包含：

第一，3 月会议决定暂不加息。

第二，联储官员们对 2019 年加息次数的预期，从去年 12 月预测的 2 次降至 0 次，2020 年还是预期加息一次。

第三，下调 2019 和 2020 年的经济增速预期，下调 2019 至 2021 年的 PCE 通胀预期，但对这三年的核心 PCE 通胀预期保持在 2% 不变。

第四，今年 9 月末停止缩表。具体方法是：5 月起，将每月削减美国国债持有的规模砍半，降至 150 亿美元，9 月末停止缩减国债持有。10 月起继续缩减 MBS 持有，最多 200 亿美元每月的规模不变，并都投入来买各期限国债。

受此影响，美元指数大幅深跌，一举跌破 96 关口，至 95.806，创今年 2 月 4 日以来最低。10 年期美债收益率日内累跌 8 个基点，跌至 2.54%，2 年期美债收益率跌近 8 个基点，跌破 2.39%。美股三大指数在决策公布后明显跌幅收窄，纳指和标普 500 大盘率先转涨，道指一度转涨随即转跌。芝加哥商交所 CME 根据联邦基金利率期货，2019 年降息一次的概率涨至 39%，预期今年不会加息。基于此，我们认为 2019 年大概率不加息。但是不排除在 2019 年 12 月或者 2020 年初，美联储超预期最后一次加息的可能。

图表1：美联储会议公告 1 月和 3 月对比

Information received since the Federal Open Market Committee met in ~~December~~ January indicates that the labor market ~~has continued to strengthen and remains strong but~~ that growth of economic activity has ~~been rising at a slowed from its~~ solid rate. ~~Job in the fourth quarter. Payroll employment was little changed in February, but job~~ gains have been ~~strong~~ solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. ~~Household~~ Recent indicators point to slower growth of household spending ~~has continued to grow strongly, while growth of and~~ business fixed investment ~~has moderated from its rapid pace earlier last year, in the first quarter.~~ On a 12-month basis, ~~both~~ overall inflation ~~and has declined, largely as a result of lower energy prices;~~ inflation for items other than food and energy ~~remain~~ remains near 2 percent. ~~Although~~ On balance, market-based measures of inflation compensation have ~~moved lower~~ remained low in recent months, and survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.

资料来源：美联储，华泰证券研究所

美联储的目标转换

通胀永远是美联储的第一目标，在耶伦时期（加息初期）失业情况会被提升到同样的高度，因为长期零利率的经济可能不适应突然加息。在鲍威尔时期（加息末期），“金融稳定”（即不要让金融波动冲击实体经济）被提到了非常重要的高度。显而易见的例子是，12 月 20 日 FOMC 会议给出了一份“鸽派但是不够鸽”的公告，因为对缩表保持了坚定态度，随即引发美股大跌。在不到 2 个星期后的 AEA 年会中，鲍威尔和耶伦、伯南克同台，立即松口说“缩表是否提前结束视经济和市场情况而定”。

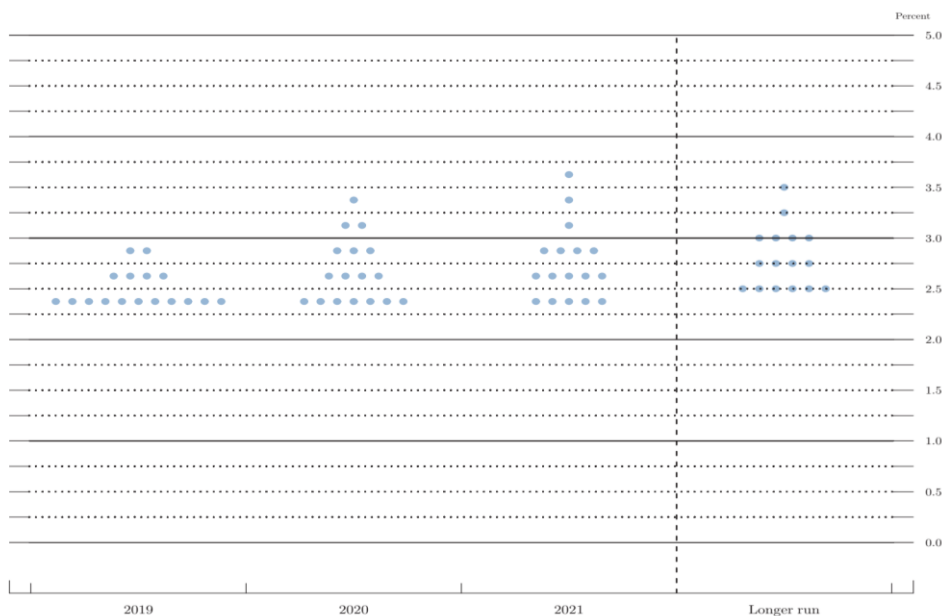
后续我们接连看到，1 月 FOMC statement，1 月 FOMC minutes（2 月发布），以及今天 3 月 FOMC statement 对停止缩表的表述越来越清晰，可见为了不“惊扰”市场，为了“金融稳定”美联储在大局让步。当然，也不能简单说是让步，今天的美国经济基本面没有明面上的风险，但是由于股市和债市之间微妙关系，发债-回购-垃圾债堆积的链条可能成为重大风险，这是美联储不敢严重冲击资本市场的重要原因。

加息与否的理论依据

自从 15 年 10 月第一次加息起,每一次行动的背后都是有着严格理论基础和规则支持的(即美联储自己反复强调的 framework)。加息的终点应该是 neutral rate 的附近(背后有 L&W Model 等一些列模型支持),每次是否加息依据的是当时核心 PCE 和失业率的指标,有点阵图和 projections 的指引,因此我们可以说加息是有充分理论依据的。在目前的时点上来看,关键的问题不是近期加不加息,而是 patience 的深刻含义。

从语言表述看:1 月声明称四季度经济活动增长稳健,本次称经济活动增速放缓;上次称家庭支出继续强劲增长、企业固定投资增速变得温和,这次称家庭支出和企业固定投资的增速集体放缓。在这样的对经济形势判断转弱的大背景下,联储一方面在努力呵护经济,另一方面又为何不放弃似乎已经没有最后一次的加息?因为问题又回到了 framework 上,新的美联储行动框架还未确定,但是毋庸置疑的是任何一次 framework 的更新都是基于长期的,而不是 2019-2020 这一两年经济的问题。最后我们会谈长期 framework 问题。

图表2: 加息的依据——点阵图(2019 年 3 月)

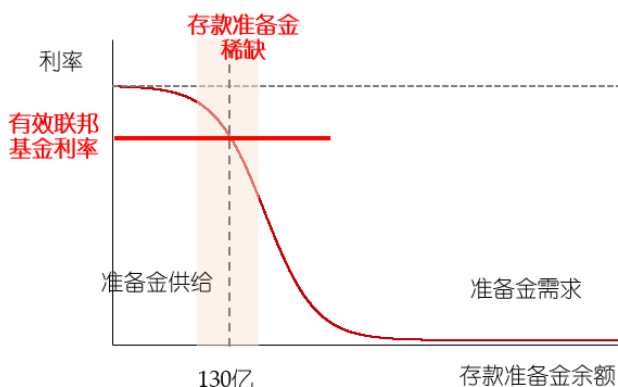


资料来源: 美联储, 华泰证券研究所

缩表与否的理论依据

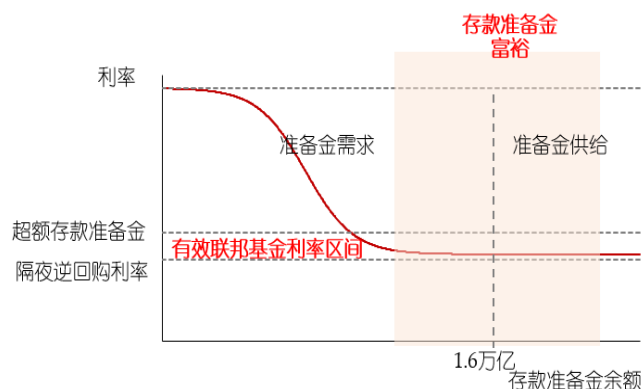
之所以认为停止“缩表”相对缺乏理论依据,其实是对比而言,加息有模型有指标,而缩表背后的理论依据是什么呢?可以说是联邦基准利率从走廊系统向地板系统的转变,最紧的事件是 2018 年 10 月 22 日,联邦基金利率达到 2.19%,与超额准备金利率 (IOER) (2.20%) 之差缩至 1 个基点,令市场开始担忧由于“缩表”,导致了准备金的不足,利率走廊可能被突破。这也成为了美联储这次提起结束“缩表”的公开原因,但是坦白讲:美联储多次加息、美联储缩表以及美国国债供应量增加都是有效联邦基金利率上行的原因。这个问题很复杂,也没有完全研究透彻,完全归结于“缩表”,在学术界和投资圈,都没有达成共识。某种意义上成为了联储提前缩表的“借口”。

图表3：准备金走廊系统



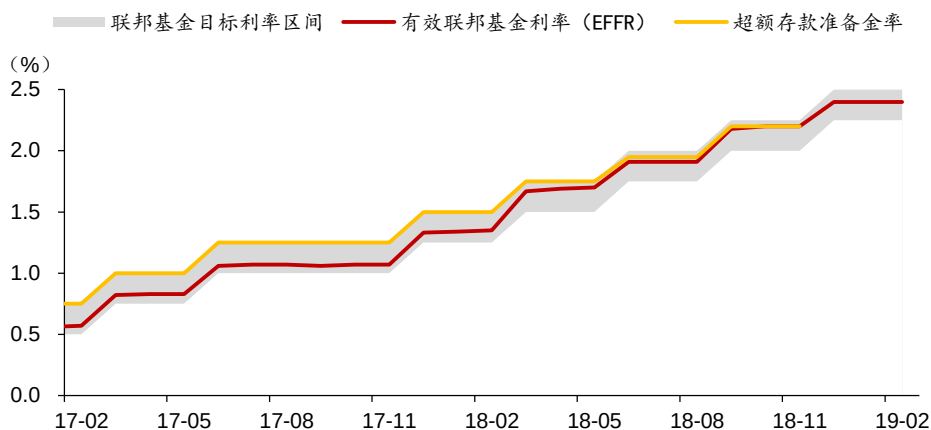
资料来源：华泰证券研究所

图表4：准备金地板系统



资料来源：华泰证券研究所

图表5：EFFR 向超额存款准备金率靠近的迹象



资料来源：Wind，华泰证券研究所

令人担忧的 Powell Put

美股年初至今涨势较好,除了空头回补等,一个很重要的原因就是市场非常相信 Powell Put,只要有下跌就有人通过“宽松”来托底,那么市场下行风险就被大大的削弱了。但是虽然我们承认美联储在 3 个月内大转向,虽然加息、缩表两大政策都得到了修正, G10 基本也都在跟随美国的货币政策,但是美联储鸽派的空间已经不多了,市场的可能又将出现预期差。我们对 Powell Put 不能给予过高确信度。最后一次美联储超预期加息如果出现,可能成为市场的一个预期差和风险点。因为任何美联储 framework 必定着眼于长远,而且美国经济下半年确实也有企稳的可能性,在这个时候加息的最后一轮更应该关注的下一次危机的到来。

而当 G10 纷纷放松,欧央行更是将加息计划推迟了整整一年的情况下,美国将面临一个难得外部环境(外需)较好的窗口期,这个时候再加一次息,对内经济的影响会比对外小,而为下一次衰退再提高一点基准利率的安全垫确是非常有长期现实意义的,所以我们认为不能排除加息可能,市场或许低估了加息的可能性,仍需紧密跟踪美国经济和欧元区的分化情况。

对国内市场而言, G10 国家对美联储政策的追随,对中国货币政策空间的扩大有一定益处,风险资产和无风险资产短期都是受益者,也可能对外需变化产生一定影响。中期来看,美债等资产目前已经在反应 2020 年衰退预期,但在 2019 年末或者 2020 年初,美联储如果出现“变脸”,这种“预期差”风险需要在后续的数据中加以观察。

风险提示

美联储货币政策超预期调整。美联储在政策表述中更注重对数据作出反应而非前瞻指引，可能导致在基本面出现明显变化时政策的超预期调整，对市场形成冲击。

贸易谈判进展对全球经济的影响。中美贸易谈判进展对全球经济及通胀水平都有深远影响，值得密切关注。

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_13526

