

# 鸽声阵阵

## --3月美联储议息会议简评

### 报告摘要

- 美国东部时间2019年3月20日下午，美联储召开议息会议，保持联邦基金利率目标在2.25%-2.5%的区间不变，预计今年全年不加息，明年加息一次，9月末停止缩表。无论对于加息还是缩表，美联储较市场预期都更偏鸽派。利率决议公布后，美股迅速由跌转涨，但随后再次下跌，反映了对美国经济放缓的担忧。后市表现上，我们更加看好新兴市场的资产表现，美股波动加剧反复调整的可能性更高。
- 一、**美联储鸽派表态，美股先涨后跌。**美国东部时间2019年3月20日下午，美联储召开议息会议，保持联邦基金利率目标在2.25%-2.5%的区间不变。本次会议的主要关注点包括：（1）美联储预计今年全年不加息，明年加息一次，超出了市场预期；（2）美联储公布了缩表计划，到9月末停止缩表，此前普遍预计的是12月份停止缩表，也是超预期鸽派；（3）美联储对美国经济的评估逊于前次会议；（4）美联储下调了今明两年的GDP增速和PCE通胀预期。
- 二、**经济前景不佳是美联储鸽派的主因。**美联储鸽派的主因在于经济下行的预期。2019年美国经济增长放缓是比较确定的事情，主要原因包括：税改对经济的拉动效应减弱、房地产行业的下滑以及外部环境的不确定性。
- 三、**2020年加息与否仍存不确定性。**本次会议上美联储提出预计今年全年不加息，明年加息一次，今年9月末停止缩表。缩表主要影响的是长端利率，停止缩表后长端利率上行空间有限；而加息对短端利率的提振作用更为明显，因此如果在缩表结束之后继续选择加息，这会加大收益率曲线倒挂的风险。目前，10年期与2年期美债收益率之间的利差仅为15个BP，如果美联储选择在2020年加息25BP，那么美债收益率倒挂的可能性是比较高的，而收益率倒挂将会通过银行信贷途径影响到实体经济。从这个角度来看，2020年美联储是否加息仍然存在很大的不确定性，**2019年6月的会议是一个比较重要的时间窗口：如果6月份不加息，后续加息的可能性也是很小的；而如果美联储想保证货币政策的操作空间，6月份加息可能是最好的一个操作时间。**
- 四、**大类资产将如何表现？对于美股而言，**目前估值水平已经处于偏高位置，在美国经济放缓的背景下，难以再有大幅上升空间，同时今年美国经济衰退的可能性也不高，下行风险相对可控，因此美股波动加剧反复调整的可能性更高些；**对于美元而言，**各国汇率实际上进入了“比差”模式，美元指数的走势并不能确定；**对于新兴市场而言，**当前美国经济和货币政策的组合对于新兴市场而言是比较有利的，资金正在大规模抛售美国资产并流入新兴市场。

### 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

姚世泽

[szhao@cebm.com.cn](mailto:szhao@cebm.com.cn)



## 主要观点

美国东部时间2019年3月20日下午，美联储召开议息会议，保持联邦基金利率目标在2.25%-2.5%的区间不变，预计今年全年不加息，明年加息一次，9月末停止缩表。无论对于加息还是缩表，美联储较市场预期都更偏鸽派。利率决议公布后，美股迅速由跌转涨，但随后再次下跌，反映了对美国经济放缓的担忧。后市表现上，我们更加看好新兴市场的资产表现，美股波动加剧反复调整的可能性更高。

### 一、美联储鸽派表态，美股先涨后跌

美国东部时间2019年3月20日下午，美联储召开议息会议，保持联邦基金利率目标在2.25%-2.5%的区间不变。本次会议的主要关注点包括：

(1) 美联储预计今年全年不加息，明年加息一次。从点阵图来看，2019年底联邦基金利率为2.4%，前次预计为2.875%；2020年底联邦基金利率为2.6%，前次预计为3.125%；2021年底联邦基金利率为2.6%，前次预计为3.125%；更长周期的联邦基金利率为2.8%，前次预计为2.750%（图表1）。这意味着美联储预计今年不会加息，明年最多加息1次。在此之前，市场对美联储今年不加息的预期十分强烈，但近期关于加息1-2次的讨论声音又多了起来，本次美联储的鸽派表态一定程度上超出了市场预期。

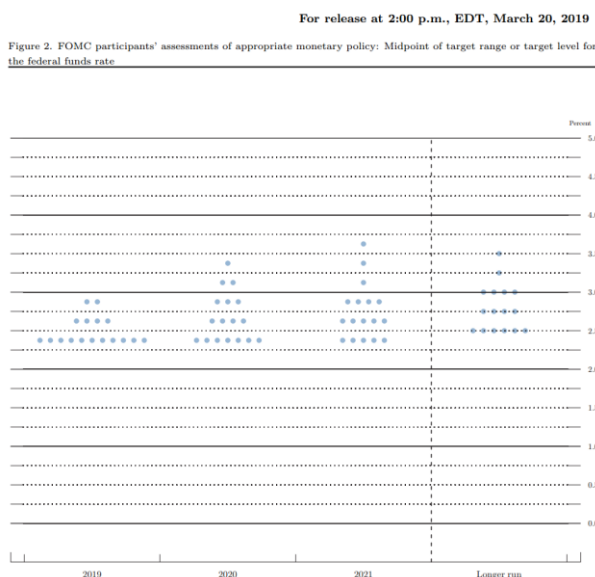
(2) 美联储公布了缩表计划。美联储表示有意从今年5月起，将每月缩减资产负债表计划的美国国债最高减持规模从当前的300亿美元降至150亿美元，到9月末停止缩表。联储计划继续允许缩减所持的机构债和住房抵押贷款支持证券，以便与长远来看主要持有美国国债的目标一致，计划5月提供更多市场操作细节。市场此前普遍预计的是12月份停止缩表，因此美联储在缩表上的表态也是超预期鸽派。

(3) 美联储对美国的评价逊于前次会议。此次美联储对美国经济的表述为“经济活动增速较去年四季度放缓，家庭支出和企业固定投资的增速放慢”，而上次为“四季度经济活动增长稳健，家庭支出继续强劲增长，企业固定投资增长相对去年早些时候迅猛增长而言变得温和。”

(4) 美联储下调了今明两年的GDP增速和PCE通胀预期。会后美联储公布了经济预期，本次美联储对2019年实际GDP的预期从2.3%下调至2.1%，对PCE的预期从1.9%下调为1.8%，核心PCE保持2.0%不变，失业率从3.5%上调至3.7%；对2020年实际GDP的预期从2.0%下调至1.9%，对PCE的预期从2.1%下调为2.0%，核心PCE保持2.0%不变，失业率从3.6%上调至3.8%（图表2）。

图表 1：美联储公布的利率点阵图

图表 2：美联储公布的美国经济数据预期



来源：美联储，莫尼塔研究

Variable	Median <sup>1</sup>				Central tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2019	2020	2021	Longer run	2019	2020	2021	Longer run	2019	2020	2021	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9-2.2	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	1.6-2.4	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
December projection	2.3	2.0	1.8	1.9	2.3-2.5	1.8-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	2.0-2.7	1.5-2.2	1.4-2.1	1.7-2.2
Unemployment rate	3.7	3.8	3.9	4.3	3.0-3.8	3.6-3.9	3.7-4.1	4.1-4.5	3.5-4.0	3.4-4.1	3.4-4.2	4.0-4.6
December projection	3.5	3.6	3.8	4.4	3.5-3.7	3.5-3.8	3.6-3.9	4.2-4.5	3.4-4.0	3.4-4.3	3.4-4.2	4.0-4.6
PCE inflation	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0	1.6-2.1	1.9-2.2	2.0-2.2	2.0
December projection	1.9	2.1	2.1	2.0	1.8-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0	1.8-2.2	2.0-2.2	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0	1.8-2.2	1.8-2.2	1.9-2.2	2.0
December projection	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0	1.9-2.2	2.0-2.2	2.0-2.3	2.0
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	2.4	2.6	2.6	2.8	2.4-2.6	2.4-2.9	2.4-2.9	2.5-3.0	2.4-2.9	2.4-3.4	2.4-3.6	2.5-3.5
December projection	2.9	3.1	3.1	2.8	2.6-3.1	2.9-3.4	2.6-3.1	2.5-3.0	2.4-3.1	2.4-3.6	2.4-3.6	2.5-3.5

来源：美联储，莫尼塔研究

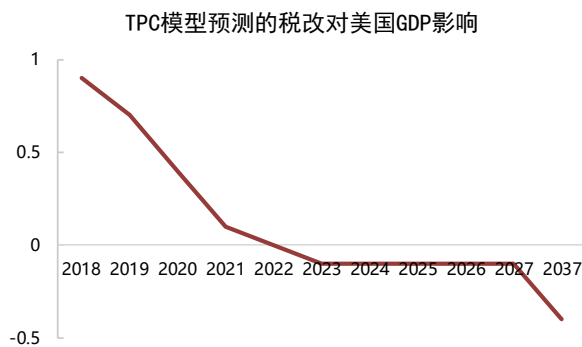
从会后资产表现上来看，美股市场迅速由跌转涨，但随后再次下跌；10年期美债收益率继续下跌，创2018年1月以来新低；美元指数大幅跳水，离岸人民币汇率一度涨近400点；黄金和原油价格均出现明显上涨。

## 二、经济前景不佳是美联储鸽派的主因

从最近公布的2018年经济数据来看，美国经济表现的并不差。美国2018年第四季度实际GDP年化季环比初值2.6%，较前值3.4%大幅回落，但高于预期2.2%。分项来看，个人消费者支出、非住宅固定资产投资、联邦政府支出、出口等方面拉动四季度GDP增长，但住宅投资、州和地方政府支出、进口等拖累当季GDP。同时，美国商务部公布了美国2018年全年的经济数据，全年经济增长2.9%，为2015年以来最高，略低于特朗普政府设定的3%的年度目标。尽管四季度美国经济有所放缓，但放缓幅度低于预期，叠加全年增速创三年来新高，实际上表现并不差。

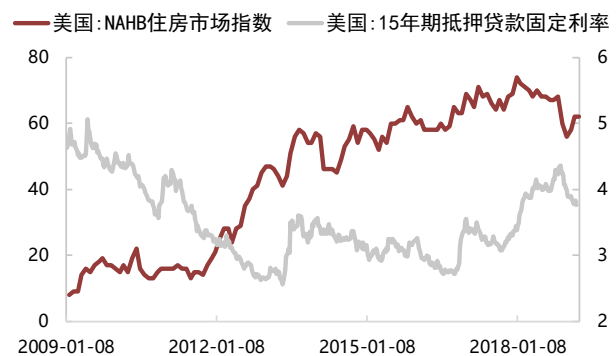
美联储暂缓加息的主因还是在于经济下行的预期。2019年美国经济放缓是比较确定的事情，主要原因包括：（1）**税改对经济的拉动效应减弱**。根据经验数据和TPC的模型计算，税改对经济的刺激效应大致在2-3年，且刺激效应呈递减趋势（图表3），而税改2.0版本由于赤字问题也难以推出；（2）**房地产行业的下滑**。房地产下滑的主要原因在于，抵押贷款利率中枢的上升。从历史数据看，抵押贷款利率上升后，房地产市场的景气度均会有所下滑，二者之间的时滞大概在2年以内，因此2016年3季度以来抵押贷款利率的上升将会反应在近期的房地产景气度上（图表4）；（3）**外部环境的不确定性**。欧洲日本的经济出现明显下滑趋势，英国脱欧的不确定性仍在存在，美欧贸易战的可能性在上升，这使得净出口成为美国经济很大的拖累项。

图表 3：税改对美国经济的拉动效应减弱



来源：TPC，莫尼塔研究

图表 4：美国抵押贷款利率中枢出现明显提高



来源：Wind，莫尼塔研究

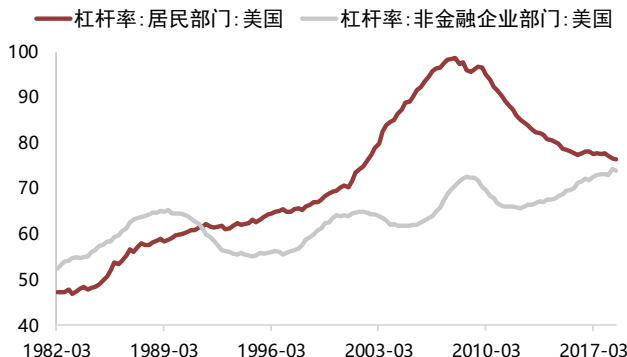
## 三、2020年加息与否仍存不确定性

本次会议上美联储提出预计今年全年不加息，明年加息一次，今年9月末停止缩表。缩表主要影响的是长端利率，停止缩表后长端利率上行空间有限；而加息对短端利率的提振作用更为明显，因此如果在缩表结束之后继续选择加息，这会加大收益率曲线倒挂的风险。目前，**10年期与2年期美债收益率之间的利差仅为15个BP**（图表5）。如果美联储选择在2020年加息25BP，那么美债收益率倒挂的可能性是比较高的，而收益率倒挂将会通过银行信贷途径影响到实体经济。从这个角度来看，2020年美联储是否加息仍然存在很大的不确定性，**2019年6月的美联储会议是一个比较重要的时间窗口：如果6月**

份不加息，后续加息的可能性也是很小的；而如果美联储想保证货币政策的操作空间，6月份加息可能是最好的一个操作时间。

图表 5：美国国债期限利率接近倒挂

图表 6：美国居民部门和非金融企业杠杆率



来源：Wind，莫尼塔研究

来源：Wind，莫尼塔研究

#### 四、大类资产将如何表现？

##### 美股：波动加剧

对于美股而言，目前是“经济差+货币松”的组合。从历史经验来看，这种组合下股市上涨的概率不高。对于美股而言，目前盈利比估值是更为重要的变量，美联储边际宽松所带来的估值提升，可能难以抵消掉企业盈利下滑的影响。今天美股走势也在一定程度上说明了这一点：在美联储发表议息会议决议后，美股迅速由跌转涨，但是随后再次转为下行，反映了市场对于美国经济下行的担忧。

但同时，今年美国经济出现衰退的概率并不高。一方面，美国居民部门的杠杆率在次贷危机后出现大幅下滑，目前的杠杆率仅相当于2002年时候的水平；非金融企业部门的杠杆率虽然有一定提高，但利率降低使得企业的融资成本和偿债压力并不高（图表6）；另一方面，美国通胀率并不高，美联储货币政策的变化非常温和，不会出现类似于保罗-沃尔克时期的连续加息治理高通胀的情况。

对于美股而言，目前估值水平已经处于偏高位置，在美国经济放缓的背景下，难以再有大幅上升空间；同时今年美国经济衰退的可能性也不高，下行风险相对可控。美股波动加剧反复调整的可能性更高些。

##### 美元：走势不定

3月议息会议结束后，美元短线迅速走低。但对于中期走势来看，我们认为美元走势并不能确定。目前，各国汇率实际上进入了“比差”模式，美国、欧洲、日本的经济形势均在下行，货币政策均在转鸽，因此从各国经济和货币政策的差异来看，美元指数的走势并不能确定（我们继续不看好美元继续上行的动能，但美元向下调整的时点仍需观望）。从历史数据来看，美联储加息的末期，包括1989年2月、1995年2月、2000年5月、2006年6月，美元指数的走势也并不一致。

##### 新兴市场：继续看好

当前美国经济和货币政策的组合对于新兴市场而言是比较有利的。此前美联储加息、缩表令新兴市场承受了更高的无风险利率。目前，美国经济增速放缓，美联储加息缩表等行将结束，新兴市场有望获得资金流入；同时，美国经济发生衰退的风险很低，也不用担心资金出于避险需求重新流出新兴市场。



从资金流动角度看，外资正以10年来最快速度抛售美国资产。根据美国财政部公布的2019年1月的国际资本流动(TIC)数据，今年1月，长期证券、短期美国证券和银行业领域的外资净流出达到1436亿美元，其中国外私人资本净流出1236亿美元，国外官方资本净流出200亿美元。这是2016年9月以来的最大单月净流出，同时也是外资连续第二个月净流出美国。去年12月和今年1月，外资合计净流出2572亿美元美国资产，是2009年2月以来的最大两个月净流出。分资产类别看，外国居民减持美国国债125亿美元，减持美国长期证券72亿美元，减持短期美国证券和其他托管债务122亿美元，银行对外国居民以美元计价的净负债减少1117亿美元。具体到股市方面，美国财政部数据显示，外资在今年1月净卖出了312亿美元股票（私人净卖出319亿，官方净买入7亿）。

与此同时，资金正在大规模流入新兴市场。国际金融协会数据显示，今年以来，投资者已投入总计860亿美元购买新兴市场股票和债券，规模超过2018年4-12月9个月的总和。受此推动，MSCI新兴市场指数较去年低点上涨了近13%。这种对新兴市场的大笔买入同样反映在ETF市场上，新兴市场ETF屡次出现单笔大单申购。我们继续看好2019年新兴市场国家的资产表现，作为新兴市场中的佼佼者，中国资产会更受青睐。

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\\_13532](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13532)

