

3月联储例会：走向MMT？

摘要

- 联储结束3月例会，点阵图中位数大幅下调加息预期，预期2019年不再加息，2020年加息1次，并下调今明2年经济增长预期，上调失业率预期。此外，缩表将于9月底结束，从10月开始，联储将再度转为美债的净买入方。
- 例会后10年期美债收益率下跌将近9bp，美元指数下跌0.6%，利率期货市场预期今年降息概率上升到35%。
- 本次例会事实上是联储完全向市场投降，去年9月例会以来的6个月的时间里，联储预期向市场预期大幅回归。主要央行却纷纷转向“放松”，反映央行越来越为增长的目标所束缚。如果说央行诞生时的使命是熨平经济波动，今天的央行使命重心更多表现在了维持增长。未来一年，主要国家的政策有相当可能性出现近期欧美市场讨论最热烈的当代货币理论（Modern Monetary Theory）的场景，财政政策更加扩张。

兴业研究海外研究团队
联储观察第49期

苏畅 博士

首席分析师

电话：021_22852780

邮箱：880901@cib.com.cn

张仁俊

分析师

电话：021_22852773

邮箱：880912@cib.com.cn



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

3 月例会：联储超预期鸽派

联储结束 3 月例会，如预期的维持利率区间不变。本次例会主要看点在于会后释放出关于未来利率途径和资产负债表政策的信号，结果可以说是非常鸽派：

1. 3 月例会点阵图中位数显示 2019 年不再加息，2020 年加息 1 次。去年 12 月点阵图中位数显示今明 2 年各加息 2 次，本次一举下调了 3 次。委员们对于 2019 年利率预期相当一致，17 位委员中有 11 位倾向今年不加息。
2. 下调今明 2 年经济增长预期，上调未来 3 年失业率预期（详见图表 2）。
3. 宣布今年 5 月开始将最高每月缩减 300 亿美元国债的速度降至最高每月缩减 150 亿美元（MBS 缩减速度不变），且缩表整体将于 9 月底结束。根据测算，联储资产负债表最终规模大约是在 3.75 万亿。从 10 月份开始，MBS 到期的本金（200 亿美元以下的部分）将转投资于美国国债（和存量国债相同的期限结构），联储将再度转为美债的净买入方。

主席鲍威尔在例会结束后的记者会上表示联储将“继续保持耐心”，且“可能需要较长的时间才会改变货币政策看法”（It may be some time before the outlook for jobs and inflation calls clearly for a change in policy）。换句话说，若是通胀、就业没有明显上升的迹象，加息周期很有可能已经结束。

本次例会事实上是联储完全向市场投降，去年 9 月例会以来的 6 个月的时间里，联储预期向市场预期大幅回归，显示经济学家对于未来的预测并不比市场更可靠。联储去年 12 月的转鸽还可以说是金融市场剧震和国际经济下行带来的压力，年初以来股票市场普涨，主要央行却纷纷转向“放松”，反映央行越来越为增长的目标所束缚。如果说央行诞生时的使命是熨平经济波动，今天的央行使命重心更多表现为了维持增长。未来一年，主要国家的政策有相当可能性出现近期欧美市场讨论最热烈的当代货币理论（MMT, Modern Monetary Theory）的场景，财政政策更加扩张。

所谓的当代货币理论即是认为，只要一个国家举债的币别是本国货币（如美国），那为了促进经济增长和达到充分就业，政府可以扩大财政支出，大胆的实施财政赤字，且不会出现无法偿还债务的问题，因为可以一直“印钞票”。若是通胀大幅提升，那政府可以通过提高税率、举债等措施将多余货币回收，抑制通胀。因此，财政政策是支持经济增长和就业的主要手段，而不是货币政策。唯一会遇到的问题是政治上的阻碍，如债务上限、央行不愿意配合财政部门等。

中国逆周期操作与联储暂缓加息总体上对于全球风险资产非常有利，考虑到 2020 年是美国大选年，特朗普可能给鲍威尔主管的美联储更大的压力，2020 年联储即便加息恐怕窗口期非常有限，在这样的环境下，需要特别关注商品价格出现

大幅波动的可能性。从金融市场的表现来看，10 年期美债收益率下跌将近 9bp，美元指数下跌 0.6%，联邦基金期货隐含今年降息概率上升到 35%。从过去 1-2 个月美债收益率在风险资产大涨的同时没有显著上升可以发现，美债投资人本来已经对经济较为悲观，本次例会之后 10 年期和 2 年期美债期限利差更是从 14bp 缩小到 12.6bp。

图表 1 FOMC 会议声明用词对比

议息会议	2019 年 3 月	2019 年 1 月	2018 年 12 月
对前期情况评估			
就业情况	稳健成长 (solid)		强劲 (strong)
劳动力市场条件	保持强劲 (strong)	维持强劲 (continued to strengthen)	
经济活动	放缓 (slowed)	稳健上行 (solid)	强劲上行 (strong)
失业	保持低位 (remained low)		
家庭开支	较缓慢的增长 (slower growth)	强劲增长 (grow strongly)	
商业固定资产投资		增速放缓 (moderated)	
核心通胀	维持在 2%附近 (remain near 2%)		
以市场为基础的通胀补偿指标	维持较低 (remained low)	改变轻微	大体上改变轻微 (little
调查得出的长期通胀预期	改变轻微	(little changed)	changed on balance)
联储预期			
货币政策	在当前的全球金融经济环境和较不显著的通胀压力 (muted inflation pressures) 下，将保持耐心 (patient)		些微渐进加息 (some further gradual increases)
经济活动	持续扩张 (sustained expansion)		
劳动市场条件	强劲 (strong)		
通胀同比增速	预计在中期会接近联储对称 2%的目标		
近期对经济前景有影响的風險	(移除)		大致平衡，但会持续关注全球经济和金融环境及其对经济前景的影响
票委投票情况	一致通过	一致通过	一致通过

资料来源：Federal Reserve，兴业研究

图表 2 联储理事会成员和地方联储主席经济预测值的中位数

		2019	2020	2021	长期
GDP 增长率	本次	2.1	1.9	1.8	1.9
	去年 12 月	2.3	2.0	1.8	1.9
	去年 9 月	2.5	2.0	1.8	1.8
失业率	本次	3.7	3.8	3.9	4.3
	去年 12 月	3.5	3.6	3.8	4.4
	去年 9 月	3.5	3.5	3.7	4.5
PCE	本次	1.8	2.0	2.0	2.0
	去年 12 月	1.9	2.1	2.1	2.0
	去年 9 月	2.0	2.1	2.1	2.0

核心 PCE	本次	2.0	2.0	2.0	-
	去年 12 月	2.0	2.0	2.0	-
	去年 9 月	2.1	2.1	2.1	-
联邦基金利率	本次	2.4	2.6	2.6	2.8
	去年 12 月	2.9	3.1	3.1	2.8
	去年 9 月	3.1	3.4	3.4	3.0

资料来源：Federal Reserve，兴业研究

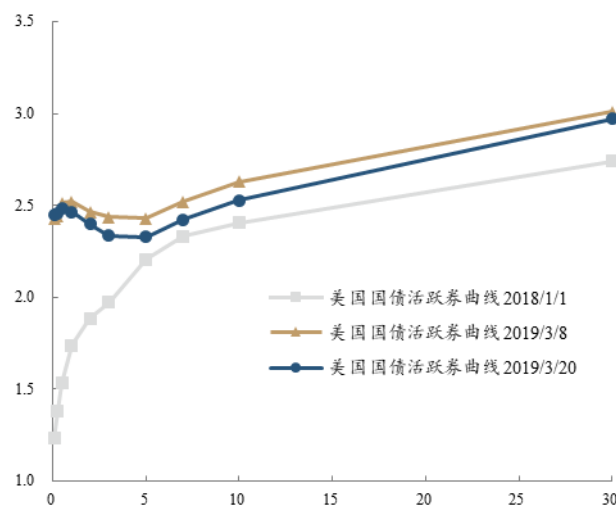
图表 3 三大经济体扩散指数 - 几个时间点的比较

时间点	美国	中国	欧日	全球
2019/3/15	-7.57	7.87	-16.47	-6.92
两周前	-6.70	7.69	-15.63	-6.33
四周前	-6.20	5.42	-16.35	-7.01
2018 年初	6.45	-23.60	12.86	0.92
2017 年初	9.43	0.89	14.66	7.81
2016 年初	-12.66	14.10	9.48	2.00

注：扩散指数编制详情请参阅海外市场 8 月月报

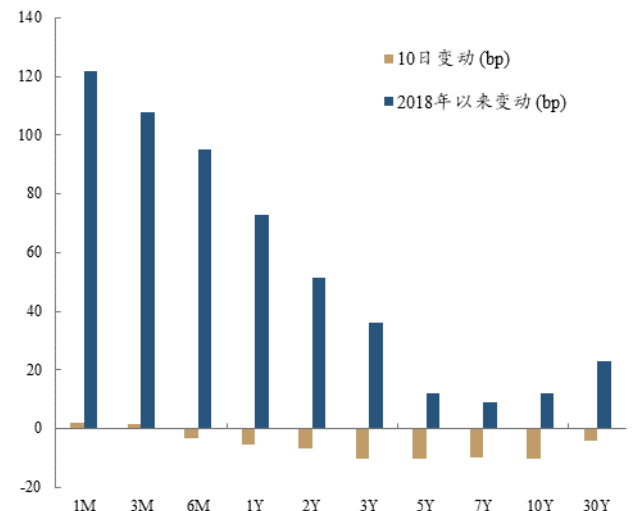
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 4 美债收益率短端倒挂



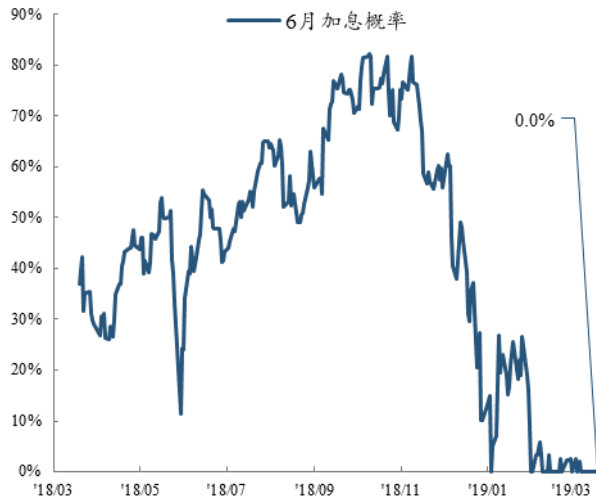
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 5 美债中长端收益率下滑



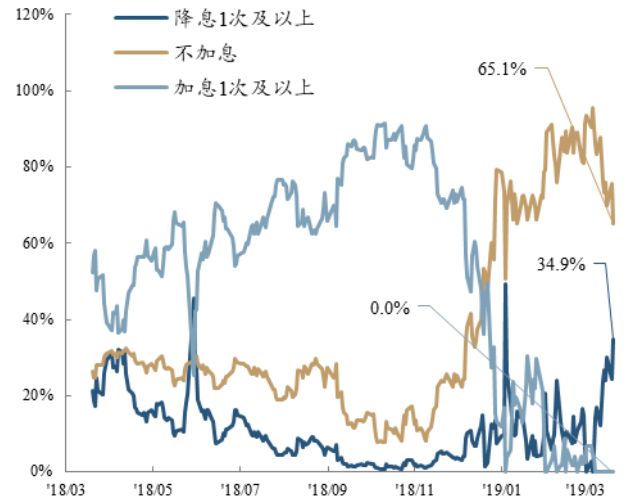
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表6 联邦基金期货隐含3月加息概率



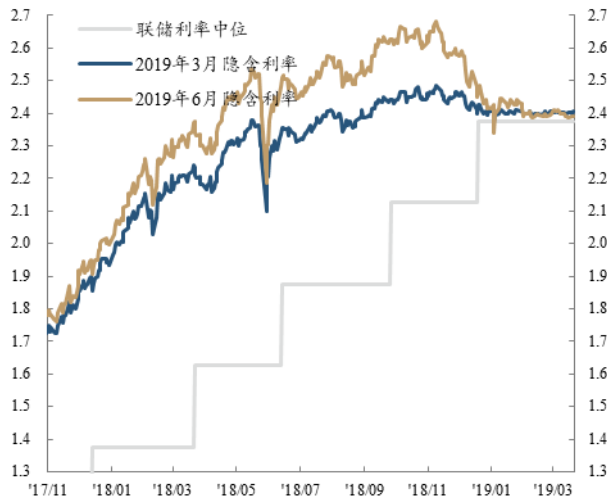
资料来源：CME，兴业研究

图表7 联邦基金期货隐含2019全年加息次数



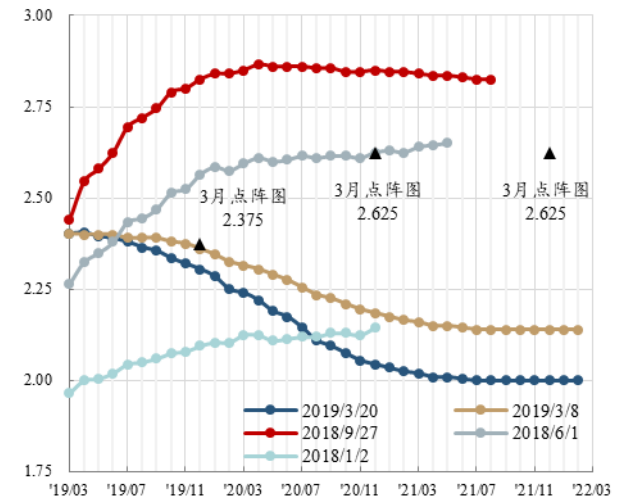
资料来源：CME，兴业研究

图表8 联邦基金期货隐含3月和6月利率水平



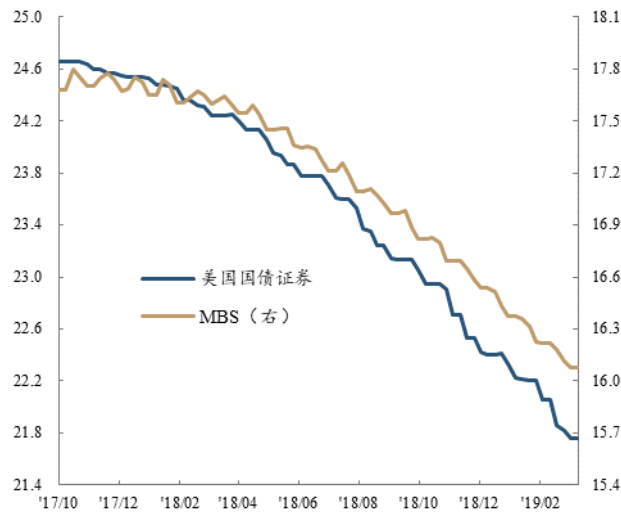
注：联邦基金利率期货的结算价格为当月平均利率
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表9 联邦基金期货隐含利率曲线

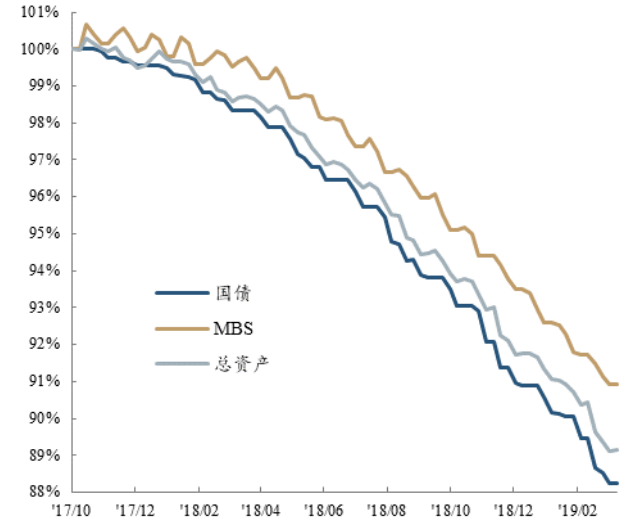


资料来源：Bloomberg，兴业研究

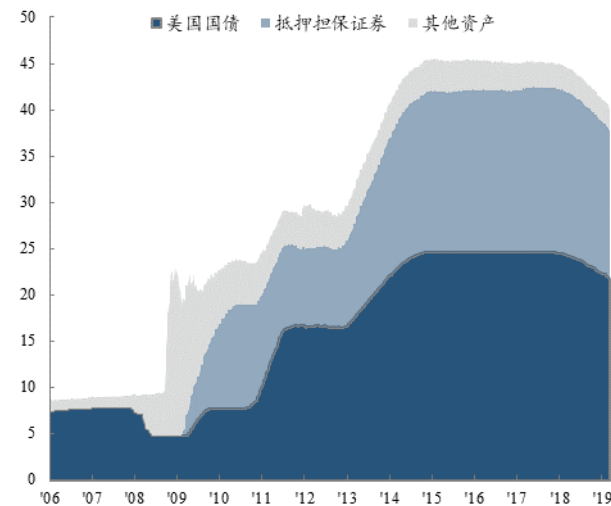
图表 10 美联储持有的国债和抵押担保证券



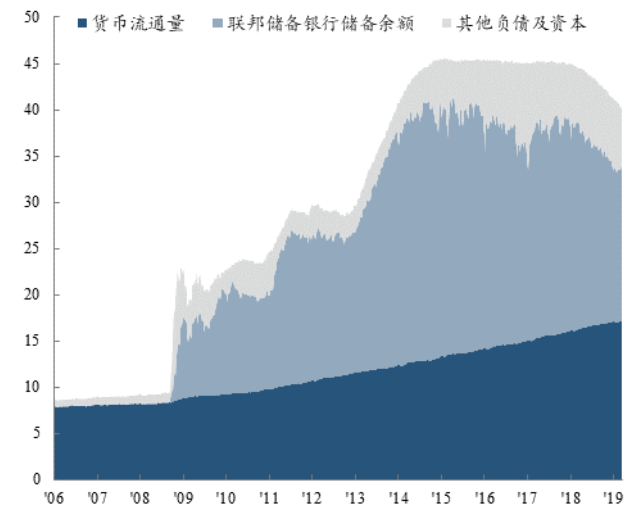
图表 11 美联储缩表比例



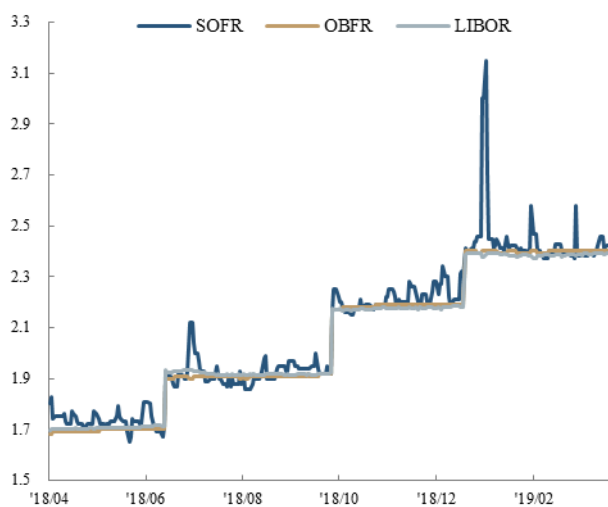
图表 12 美联储资产端主要构成及走势



图表 13 美联储负债端主要构成及走势

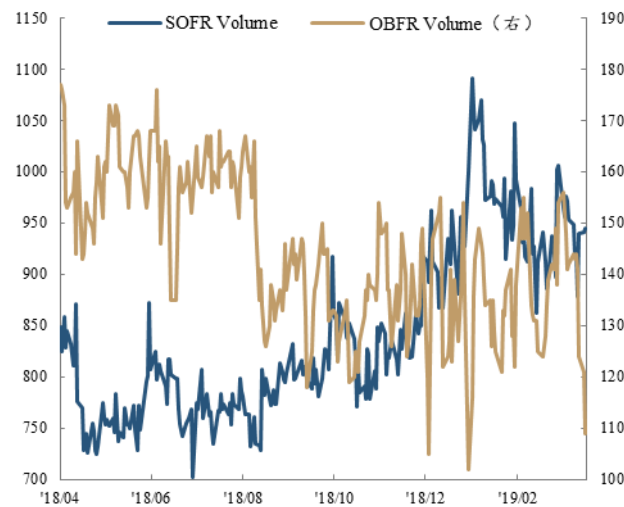


图表 14 纽约联储 SOFR、银行间隔夜利率
(OBFR) 和隔夜 LIBOR



注：LIBOR 是透过每日调查 20 家大银行得到
资料来源：Bloomberg，兴业研究

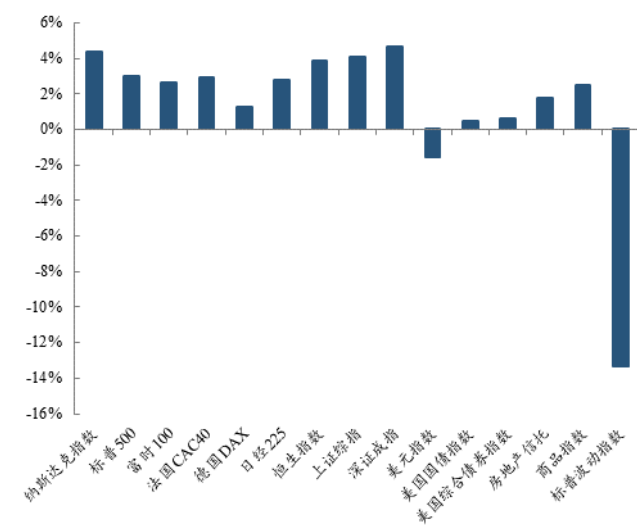
图表 15 SOFR 和 OBFR 所基于的交易成交金额



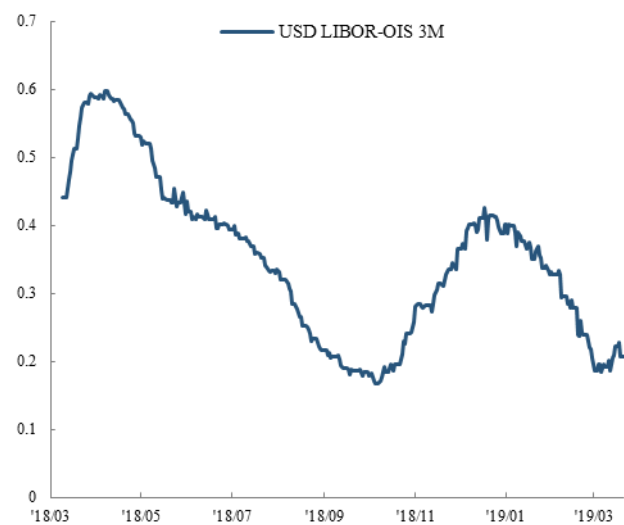
单位：十亿美元

资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 16 国外股市表现较好



图表 17 美元 LIBOR-OIS 稳定在 20bp 左右



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_13559

