

美联储调整加息立场，9 月末停止缩表

——美联储 3 月货币政策会议分析

✎ : 孙付 执业证书编号: S1230514100002 瞿黔超 (联系人)
 ☎ : 021-64718888-1308 021-80106023
 ✉ : sunfu@stocke.com.cn quqianchao@stocke.com.cn

报告导读

➤ 北京时间 3 月 21 日凌晨 3 点美联储公布货币政策声明，将联邦基金目标利率维持在 2.25%-2.5% 之间。

相关报告

投资要点

□ 美联储暂停加息

如市场预期，美联储决定将联邦基金利率目标区间维持在 2.25%-2.5% 之间，预计美联储全年不加息，明年加息一次。去年 12 月的加息有可能是本轮加息周期的最后一次加息，因为参考历史情况，在加息末期，如果长端利率进入下行轨道，美联储一般都会终结加息操作。

□ 美联储下调 2019 年经济预期

美联储将 2019 年实际 GDP 增速的预测中值调低 0.2% 至 2.1%，将 2020 年数值调低 0.1% 至 1.9%。2021 年实际 GDP 增速的预测中值和中长期的经济增速中值保持不变，分别为 1.8% 和 1.9%。表明美联储预计美国经济增速将逐渐向长期均值水平靠拢。

美联储上调了 2019 年和 2020 年的失业率中值，分别为 3.7% 和 3.8%，但下调了中长期失业率数值。美联储将 2019 年、2020 年和 2021 年 PCE 通胀率中值分别下调至 1.8%、2.0% 和 2.0%，维持中长期 PCE 通胀率预测数据不变。美联储维持 2019、2020、2021 以及中长期的核心 PCE 通胀率中数不变，均为 2.0%。

□ 美联储更新缩表计划

美联储计划放慢缩表节奏，从 2019 年 5 月开始每月减持国债规模上限从 300 亿美元下降至 150 亿美元，预计于 2019 年 9 月底停止缩表。美联储计划继续减持机构债 (agency debt) 和机构 MBS，未来将主要持有国债。截止 2019 年 3 月 13 日，美联储资产负债表规模大约为 3.97 万亿美元，预计到 2019 年底将降至 3.7-3.8 万亿美元左右，美联储资产负债表占 GDP 比重约为 17%，而峰值为 25%。

□ 美股、美债和美元指数走势

美联储加息立场的急剧变化给美元指数和美债施加了向下的压力，但我们认为美元指数不会明显走弱，目前美强欧弱经济基本面的相对关系，或支撑美元指数在 95-97 区间波动。美国经济的韧性和油价的上涨，使得美债收益率仍然有一定的反弹空间。近期融资成本下移和贸易谈判的反复，美股或仍在高位盘整。

报告撰写人：孙付

数据支持人：瞿黔超

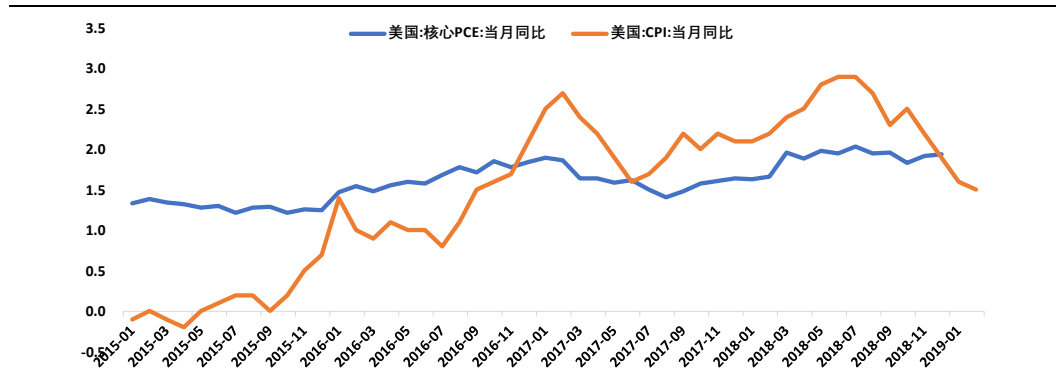
1. 美联储暂停加息

如市场预期，美联储3月货币政策会议决定将联邦基金利率目标区间维持在2.25%-2.5%之间，预计美联储全年不加息，明年加息一次。而此前预期是今年会有两次加息。去年12月的加息有可能是本轮加息周期的最后一次加息，因为参考历史情况，在加息末期，如果长端利率进入下行轨道，美联储一般都会终结加息操作。而预计美国明年经济下行压力会更大，加息的可能性也较小。

美联储暂停加息，一方面是因为目前美国通胀压力较小，2018年12月PCE核心通胀率接近2%，2019年2月CPI同比1.5%，均低于2%的通胀目标。另外一方面，2018年12月和2019年1月零售数据较为疲软，表明美国家庭支出正在放缓，而之前商业投资放缓现象较为明显，目前开始蔓延到消费领域。此外，美联储也考虑到了全球经济放缓、贸易摩擦等外围风险因素。

与2019年1月份货币政策声明比较，美联储下调经济描述，从“稳健”(solid)变成“有所放缓”，特别指出“家庭支出和商业固定投资放缓”，之前描述为“家庭支出继续上涨，商业固定投资从去年早些时候的快速增长后放缓”。“同比来看，整体通胀有所下滑，主要是由于能源价格的下跌。”

图 1：目前美国通胀压力较小



资料来源：WIND、浙商证券研究所

2. 美联储下调 2019 年经济预期

美联储更新了经济预测数据和联邦基金利率预计的变化路径。

美联储将 2019 年实际 GDP 增速的预测中值调低 0.2%至 2.1%，将 2020 年数值调低 0.1%至 1.9%。2021 年实际 GDP 增速的预测中值和中长期的经济增速中值保持不变，分别为 1.8%和 1.9%。表明美联储预计美国经济增速将逐渐向长期均值水平靠拢。

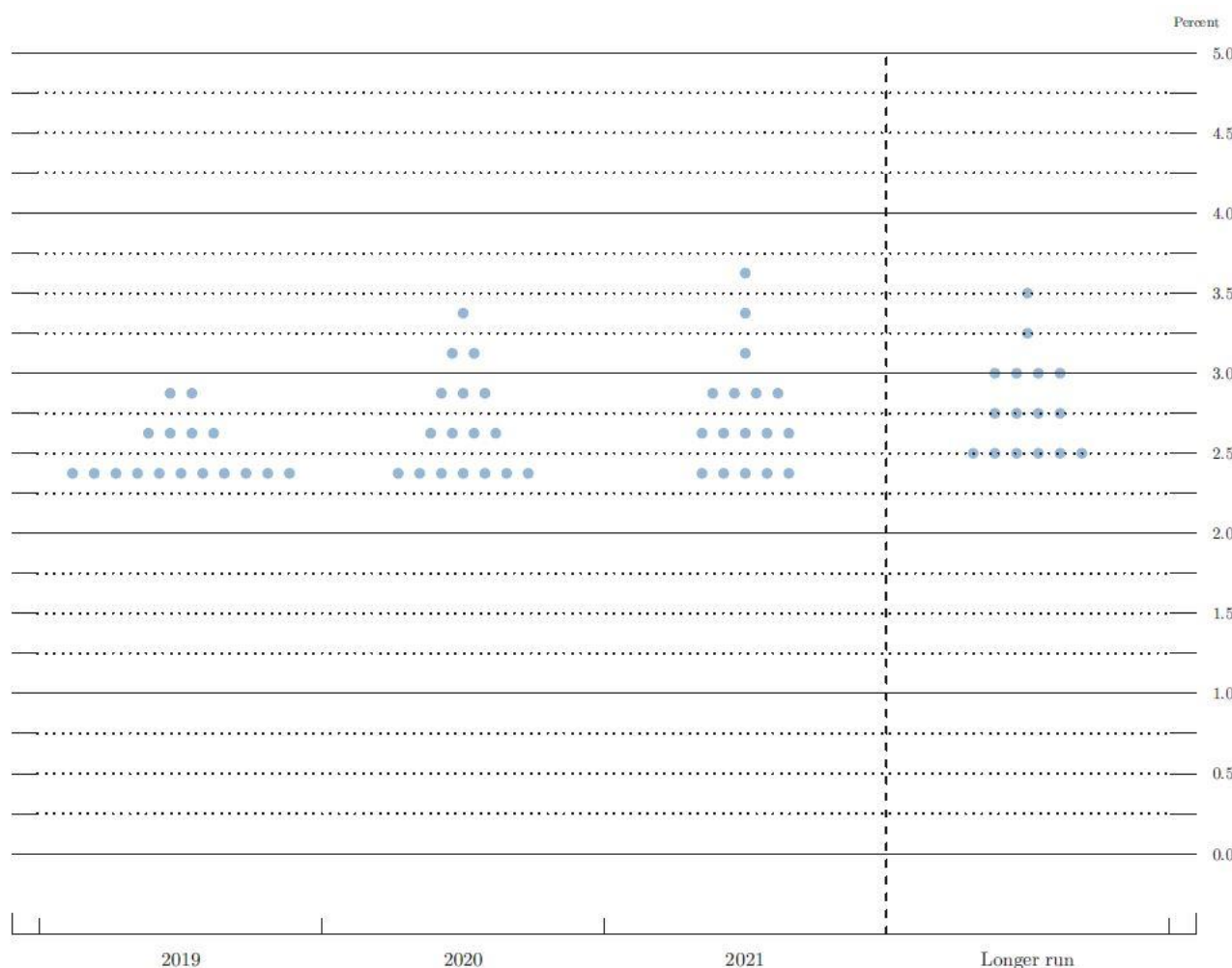
美联储上调了 2019 年和 2020 年的失业率中值，分别为 3.7%和 3.8%，但下调了中长期失业率数值。美联储将 2019 年、2020 年和 2021 年 PCE 通胀率中值分别下调至 1.8%、2.0%和 2.0%，维持中长期 PCE 通胀率预测数据不变。美联储维持 2019、2020、2021 以及中长期的核心 PCE 通胀率中数不变，均为 2.0%。2019 年和 2020 年联邦基金利率预期中值分别为 2.4%和 2.6%，美联储预计 2019 年和 2020 年加息次数分别为 0 次和 1 次。

图 2：2019 年 3 月美联储经济数据预测

Variable	Median ¹				Central tendency ²				Range ³			
	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	3.6-3.8	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 ⁴	2.0	2.0	2.0		1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.1		1.8-2.2	1.8-2.2	1.9-2.2	
December projection	2.0	2.0	2.0		2.0-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1		1.9-2.2	2.0-2.2	2.0-2.3	
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

资料来源：美联储、浙商证券研究所

图 3：点阵图显示美联储预计 2019 年和 2020 年加息次数分别为 0 次和 1 次



资料来源：美联储、浙商证券研究所

3. 美联储更新缩表原则和计划

美联储公布和更新了货币政策正常化的原则和计划。美联储重申将保证银行准备金的充足供应，无需通过主动管

理银行准备金来控制联邦基金利率和其他短端利率。美联储打算放慢缩表节奏，从 2019 年 5 月开始每月减持国债规模上限从 300 亿美元下降至 150 亿美元，预计将于 2019 年 9 月底停止缩表。美联储计划继续减持机构债(agency debt)和机构 MBS，未来将主要持有国债。10 月开始，减持机构债和机构 MBS 得到的本金将再投资于不同久期的国债，购买国债的品种将与国债的久期结构大致匹配。每月投资规模不超过 200 亿美元，任何超过限额的部分将继续投资于 MBS。美联储未来还将调整再投资计划。减持机构 MBS 的时点和节奏将提前公之于众。

截至 2019 年 3 月 13 日，美联储资产负债表规模大约为 3.97 万亿美元，预计到 2019 年年底将降至 3.8 万亿美元左右，美联储资产负债表占 GDP 比重约为 17%，而峰值为 25%。

4. 美元、美债和美股前瞻

美联储加息立场的急剧变化给美元指数和美债施加了向下的压力，但我们认为美元指数不会明显走弱，目前美强欧弱经济基本面的相对关系，或支撑美元指数在 95-97 区间波动。美国经济的韧性和油价的上涨，使得美债收益率仍然有一定的反弹空间。近期融资成本下移和贸易谈判的反复，美股或仍在高位盘整。

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_13570

