

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

联系人：贺晨

✉ hechen@evergrande.com

相关研究：

1. 全面透视美联储缩表：背景、原因、方式和影响
2017-09-26
2. 《美国经济见顶，贸易战重塑全球——2019年世界经济展望》
2019-01-11

事件：

北京时间3月21日凌晨，美联储宣布维持联邦基金利率目标区间2.25%-2.5%不变，并声明将于2019年9月底停止缩表，随后美联储主席鲍威尔发表讲话。

图表目录

图表 1: 全球制造业 PMI 仍趋势下行	4
图表 2: 美国消费下行	4
图表 3: 欧盟经济景气度下行	4
图表 4: 日本商业销售及出口同比放缓	4
图表 5: 各国央行接连放鸽	5
图表 6: 历史上美联储 5 轮加息周期结束后, 均迎来部分资产价格上涨	5
图表 7: 美联储联邦基金利率预期	6
图表 8: 美联储主要经济指标预期	6
图表 9: 17 位联储官员中, 有 11 位投票支持 2019 年不加息	7
图表 10: CME 预计 2019 年不加息为大概率事件	7
图表 11: 美联储自 2017 年四季度开始缩表	8
图表 12: 联储银行准备金于 2018 年快速下降	8
图表 13: 美联储历史上 5 轮加息周期	9
图表 14: 美国已进入主动去库存	10
图表 15: 美国房地产销售持续下行	11
图表 16: 全美房价景气度下行	11
图表 17: 美股估值已重回均值线以上	11
图表 18: 住宅、设备投资及消费增速放缓应减弱	11
图表 19: 中美利差重新走扩	12

点评:

1、2018 年全球经济见顶回落，2019 年初以来美欧日中澳加等主要央行接连放鸽，全球新一轮货币宽松开启，引发资产价格上涨，新兴经济体市场和货币贬值风险基本解除。

前期流动性收紧效果显现，叠加贸易摩擦影响，世界经济周期性回落压力加大。我们前期报告曾指出，伴随全球流动性收紧，利率中枢上行，全球贸易摩擦升级，全球经济将见顶回落。2018-2019 年各类指标正逐步验证我们的判断：1) 全球制造业 PMI 趋势下行，OECD 领先指标持续下滑，2 月 PMI 指数 50.6%，较上月回落 0.2 个百分点，自去年 5 月持续下行；2) 反映全球贸易活动的 BDI 指数自 2018 年 8 月初持续下行，尽管 2 月以来有所反弹，但仍维持在 2016 年 4 月以来低点；3) 美欧日经济数据显示其经济增长放缓：美国 12 月核心零售同比 1.1%，创 2016 年 7 月以来新低，2 月 CPI 同比走低至 1.5%，连续 4 个月下行；欧元区经济景气指数连续 8 个月下行，其中德国工业生产指数持续放缓；日本 1 月出口、商业销售额创 2016 年四季度以来新低，同比分别为 -8.5%、-0.6%。

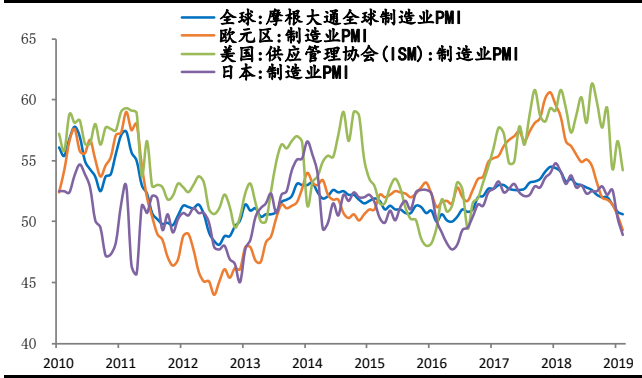
近期全球央行接连放鸽，货币收紧基本结束。伴随全球经济放缓迹象逐渐明显，近期中美欧日澳加等央行货币政策均出现较为明显的转向，或预示本轮全球流动性收紧周期进入尾声。从央行官员表态来看，美联储方面，联储主席鲍威尔在多次公开发言表示美联储将采取耐心的态度观望经济数据，进一步加息的理由及必要性有所减弱，并于 3 月议息会议指出 2019 年 9 月底将结束缩表；欧央行方面，3 月议息会议已决定自 2019 年 9 月起，开启新一轮定向长期再融资操作 (TLTRO)，通过向银行提供低利率的长期贷款达到宽松货币的目的；日本央行方面，央行行长黑田东彦表示当前海外市场减速使得日本出口疲软，若日元急涨导致日本经济受损，将准备进一步扩大刺激政策。中国央行方面，央行行长易纲答记者问指出，“货币政策要以国内为主”。央行四季度货币政策执行报告指出 2019 年将实行稳健的货币政策的立场，不提“中性”。继 2018 年 4 次降准后，2019 年 1 月再次下调金融机构存款准备金率 1 个百分点。2019 年政府工作报告更注重“稳健”、“松紧适度”，不提“保持中性”。

若各国货币政策正式转向宽松，可能引发新一轮全球资产价格上涨，新兴经济体市场和货币贬值风险基本解除。美元在全球贸易活动、金融活动中的主导地位，使得美联储货币政策的变化也如潮汐引导着全球资本流动与贸易活动扩张收缩。若以历史上美联储货币政策转向作为参考，美国过去 5 轮加息周期结束后，以股市和房地产为代表的资本市场均出现不同程度的繁荣与扩张。若全球经济下行压力加大，导致各国央行货币政策正式转向持续性宽松，或将迎来新一轮全球资产价格上涨。此外，2018 年由于美联储货币政策收紧而汇率暴跌的新兴市场国家，也将迎来喘息之机。

我们维持中国经济年中触底、资本市场否极泰来的判断。

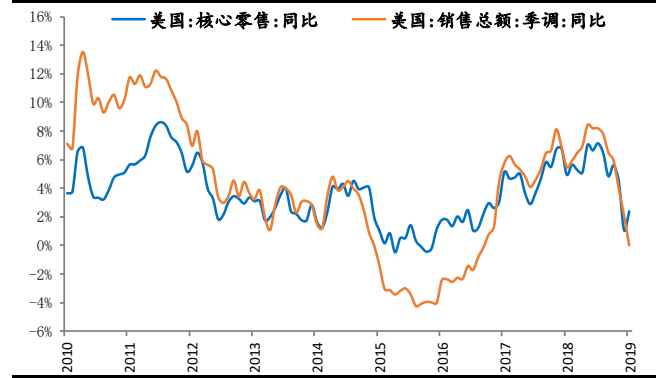


图表1：全球制造业 PMI 仍趋势下行



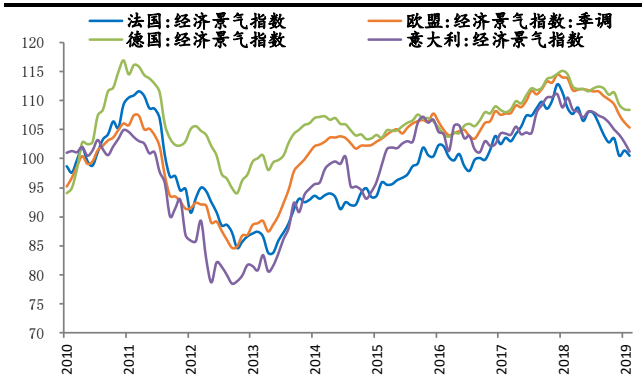
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表2：美国消费下行



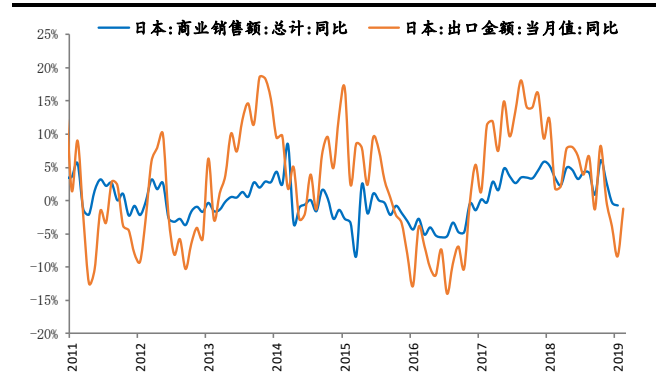
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表3：欧盟经济景气度下行



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表4：日本商业销售及出口同比放缓



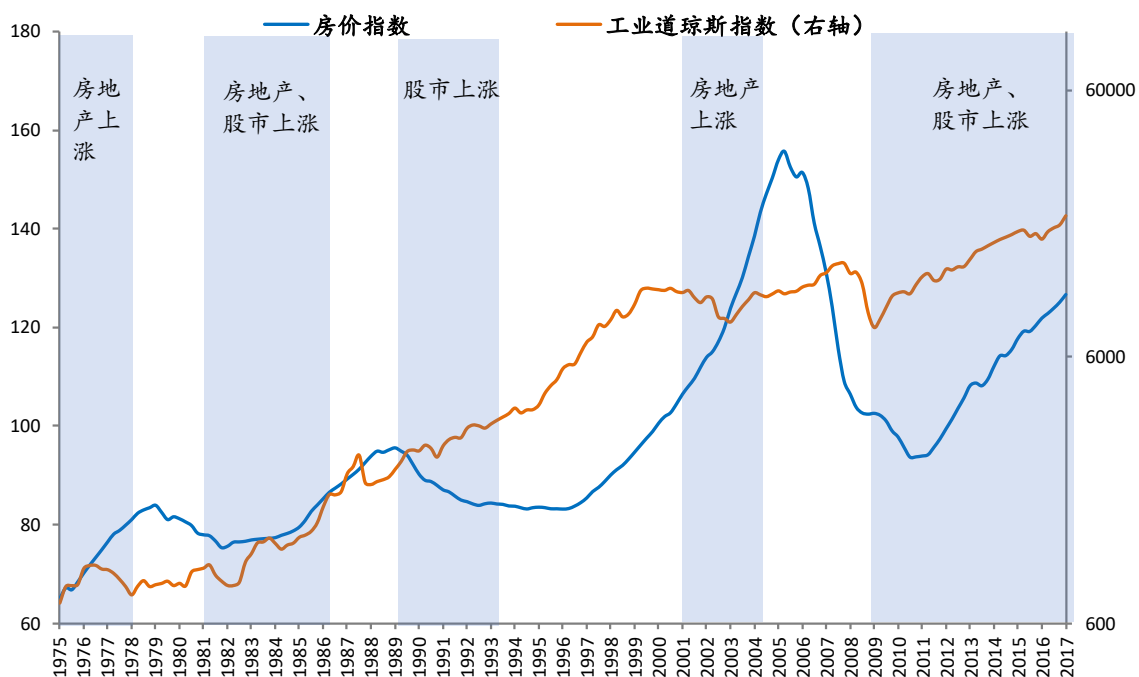
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表5：各国央行接连放鸽

国家	日期	表态或措施
中国	2019年1-3月	继2018年4次降准后，2019年1月央行再次下调金融机构存款准备金率1个百分点。 央行行长易纲答记者问指出，“货币政策要以国内为主”。央行四季度货币政策执行报告指出2019年将实行稳健的货币政策的立场，不提“中性”。2019年政府工作报告更注重“稳健”、“松紧适度”，不提“保持中性”。
美国	2019年1-3月	美联储主席鲍威尔于1月议息会议暗示加息进入尾声，美联储3月下调GDP增速和通胀预期，预计2019年全年不加息，同时9月将停止缩表。
澳大利亚	2019年2月	澳洲联储将经济增长预期下调，并暗示未来降息概率增大
印度	2019年2月	印度央行宣布下调回购利率25个基点至6.25%，同时大幅下调通胀预期，货币政策立场从之前的“经过校准的紧缩”调整为“中性”。
欧洲	2019年3月	欧央行3月议息会议宣布，2019年9月开启新一轮定向长期再融资操作（TLTRO），持续时间达3年。
日本	2019年3月	日本央行行长黑田东彦表示当前海外市场减速使得日本出口疲软，若日元急涨导致日本经济受损，将准备进一步扩大刺激政策。
加拿大	2019年3月	加拿大央行3月议息会议声明中放弃2019年1月份有关利率将随时间推移而上升至2.5%至3.5%的判断，认为2018年底经济增长步伐突然减速，全球经济和加拿大经济前景不明朗。

资料来源：恒大研究院

图表6：历史上美联储5轮加息周期结束后，均迎来部分资产价格上涨



资料来源：BIS, Wind, 恒大研究院

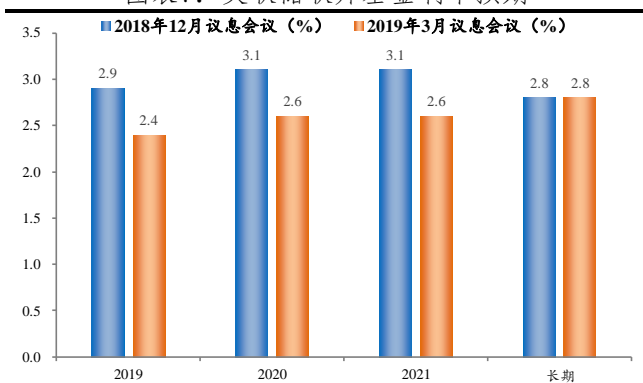
2、3月美联储议息会议维持基准利率不变，下调经济数据预测，再度超预期放鸽：1) 预计2019年不加息；2) 5月起放缓缩表速度，9月底结束缩表。

3月议息会议结束，美联储宣布维持联邦基金利率不变，目标区间仍为2.25%-2.5%。本次议息会议前，受2019年经济放缓悲观预期、联储官员多次鸽派发言影响，CME期货数据显示市场预期2019年美联储不会加息，但彭博及路透对经济学家调查显示2019年仍有1次加息。此外市场普遍预期缩表将会在年末结束。

美联储调整经济数据前瞻，包括下调GDP增速和通胀预期，上调失业率，经济边际放缓预期基本确立。GDP方面，美联储预计2019、2020年GDP增速分别为2.1%和1.9%，较2018年12月预测数据下调0.2和0.1个百分点，连续2次下调。2018年美国GDP实际增速为2.9%，美联储预计的2019年增速较之减少0.8个百分点，美国经济边际放缓预期已基本确立。通胀方面，2019年PCE与核心PCE预期分别为1.8%和2.0%，PCE数据较12月议息会议下调0.1个百分点。失业率方面，美联储预计2019年全年失业率为3.7%，较12月的预计提升0.2个百分点。

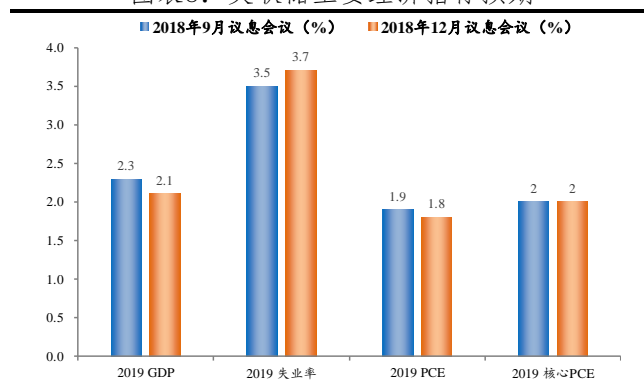
本次议息会议再度超预期放鸽主要体现在两个方面：其一是美联储预计2019年不加息。美联储预计2019年联邦基金利率目标区间将维持在2.25%-2.5%不变，即2019年不再加息，低于市场对经济学家调研得出的将加息1次的预期。3月点阵图显示，17位联储官员中，有11位投票支持2019年不加息；其二是5月开始放缓缩表速度，9月底结束缩表。美联储议息会议决定，自2019年5月起放缓缩表速度，5月起国债缩表上限自300亿美元降至150亿美元，但MBS仍保持其原有缩表安排；9月底停止缩表，10月起到期MBS资金将用于购买国债，超过200亿美元部分用于继续购买MBS。

图表7：美联储联邦基金利率预期



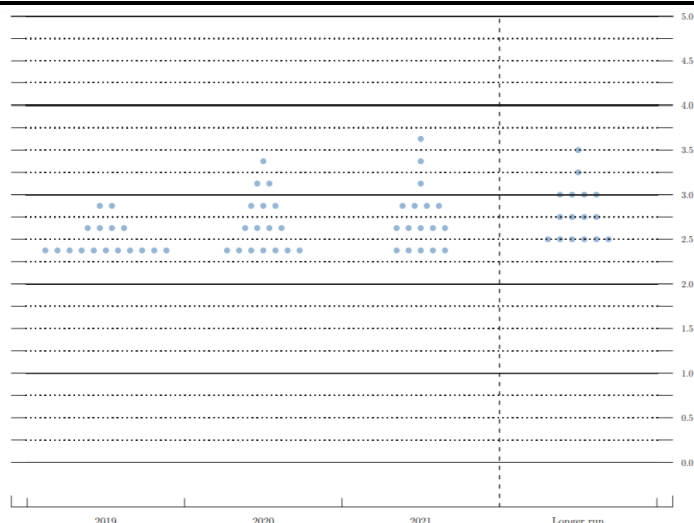
资料来源：美联储，恒大研究院

图表8：美联储主要经济指标预期



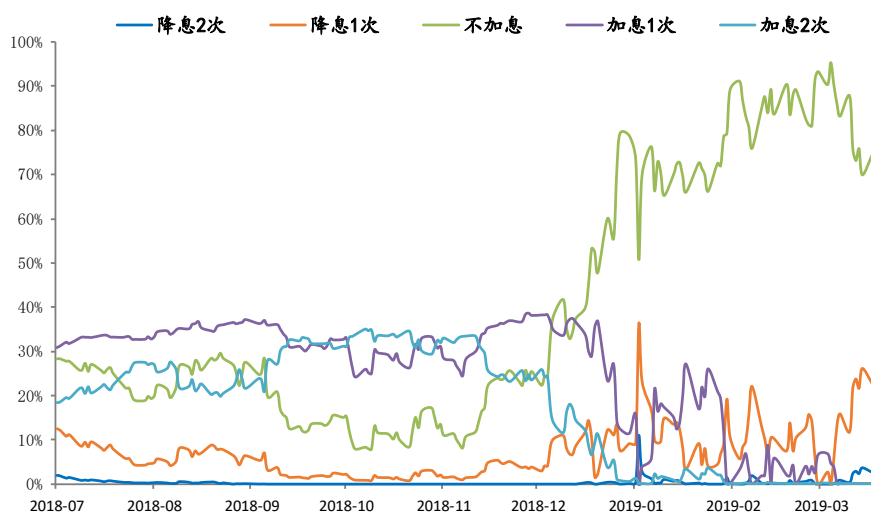
资料来源：美联储，恒大研究院

图表9: 17位联储官员中, 有11位投票支持2019年不加息



资料来源: 美联储, 恒大研究院

图表10: CME 预计 2019 年不加息为大概率事件



资料来源: CME, 恒大研究院

3、当前停止缩表计划表明美联储货币政策更关注利率期限结构。

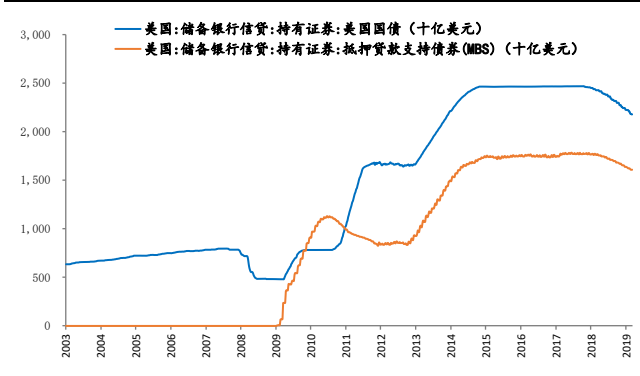
2018 年美联储缩表不及预期, 但其资产及储备金仍持续下降, 美联储预计 2019 年底资产负债表规模降至 GDP 的 17%。我们前期报告《全面透视美联储缩表: 背景、原因、方式和影响》曾指出, 在其他条件不变的情况下, 若美联储按计划缩表, 到 2017 年末相当于加息 4.2bp, 到 2018 年末相当于加息 17.3bp。尽管 2018 年缩表不及预期, 但仍部分提升长端收益率曲线。2018 年美联储实际资产负债表中的国债、MBS 分别缩减 2135 亿美元和 1278 亿美元, 较计划少减 385 亿美元、402 亿美元。此外, 美联储量化宽松时期, 作为蓄水池的储备金, 其规模也从 2014 年峰值 2.8 万亿美元降至 2019 年初 1.6 万亿美元水平。

鲍威尔在会后新闻发布会表示, 2019 年底美联储资产负债表将降至 3.5 万亿美元, 联储储备金将下滑至 1.2 万亿美元左右。这表明两者将分别较其高点减少 1.1 万亿和 1.6 万亿美元, 资产负债表规模降至 GDP 的 17%, 较 2014 年高点减少近 9 个百分点。



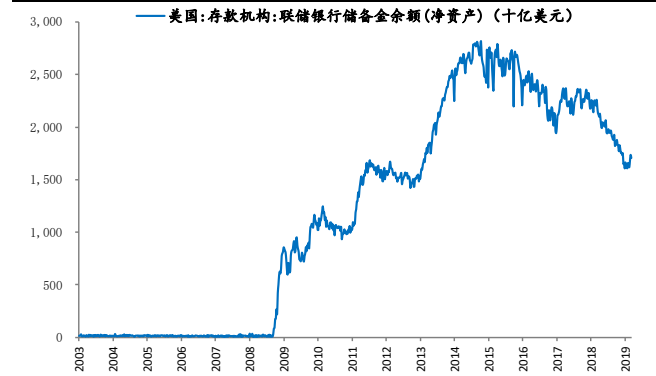
美联储停止缩减计划侧重增持国债规模,但减少机构债及MBS规模,或反映利率期限结构为当前美联储货币政策关注重点。2018年底出现的利率倒挂,一方面引发经济衰退担忧,加重美股持续暴跌;另一方面,利率倒挂将导致资金难以流入长期固定投资,拖累实体经济长期发展,抑制经济增长。本次议息会议美联储指出,10月起到期机构债及MBS资金将用于购买国债(国债期限构成暂未公布,但不限于长期国债),超过200亿美元部分用于继续购买MBS,该计划或与美联储当前更加关注利率期限结构有关:其一,联储暂缓加息,将放缓短端利率上涨速度;其二,通过到期MBS与国债置换,购买包括短期国债在内的一篮子国债,有利于增加国债短期需求从而压低国债短期利率,利率期限结构将因此改善。

图表11: 美联储自2017年四季度开始缩表



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表12: 联储银行准备金于2018年快速下降



资料来源: Wind, 恒大研究院

4、美联储历史上5轮加息周期具备三大特点: 1) 加息周期一般历时1-3年,并伴随预期引导; 2) 加息结束后,降息幅度均达到或超过前期加息幅度,总体上利率呈下降趋势; 3) 金融市场暴跌以及经济周期性衰退是影响美联储结束加息的主要原因。

自1970年以来,美联储主要经历了5轮加息周期,加息分别结束于1975年、1981年、1989年、2001年和2007年。

第一轮加息周期,由于70年代初价格管制叠加石油危机推升物价上涨,时任政府采用调节税率结构和偏紧货币政策来治理通胀,然而物价下行伴随经济萧条的进一步加剧,失业率快速上升,1975年美国失业率高达8.5%,GDP增速下滑至-0.2%。在经济周期性衰退的压力下,美联储停止加息,并将联邦基金利率下调至5%-6%历史低点,M2同比增速由5.4%快速上行至13.3%。

第二轮加息周期,为治理20世纪70年代美国滞胀问题,1979年美

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_13574

