

加息结束缩表停止，美联储政策进入宽松期

摘要

- 北京时间今日凌晨，美联储 3 月议息会议决定不加息，2019 年也或不再加息，联储本轮加息周期结束。此外，联储表示自 5 月开始减少国债缩减规模，并在 9 月末停止缩表，10 月开始对 MBS 到期收回的资金用于再投资国债。
- 联储结束缩表的时点比市场预期要提前，鸽派程度小幅超市场预期。联储货币政策进入宽松周期，对国内货币政策放松的掣肘减弱。中美利差结束持续收窄，人民币汇率将保持在较高位置，资本流入加速将增加国内资本市场资金供给，对股市利好。债市短期将维持震荡，一方面短期经济悲观预期消解，社融震荡回升，债市上涨空间有限。另外，货币政策将保持宽松，短端利率将保持低位，这意味着债市调整空间不大。
- 风险提示：联储年内重启加息。

西南证券研究发展中心

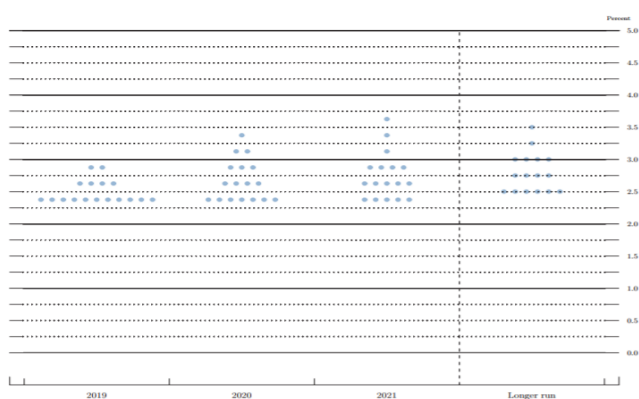
分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

前期报告

1. 经济弱平稳，基建待发力 (2019-03-18)
2. 经济弱平稳，但需求端隐忧仍在 (2019-03-14)
3. 全球经济共振下行，会走入衰退吗？——全球央行追踪第 6 期 (2019-03-13)
4. 猪肉难以驱动大幅通胀，货币政策也不会对之反应 (2019-03-11)
5. 风物长宜放眼量——如何看待融资数据 (2019-03-11)
6. 实体弱势环境下融资改善是趋势 (2019-03-10)
7. 关于当前财政状况的几个重要问题 (2019-03-09)
8. 出口继续走弱，内需呈现改善迹象 (2019-03-09)
9. 咬文嚼字看政策：更为务实的坚持发展——评 2019 年政府工作报告 (2019-03-05)
10. 可转债的溢价率择券策略 (2019-03-05)

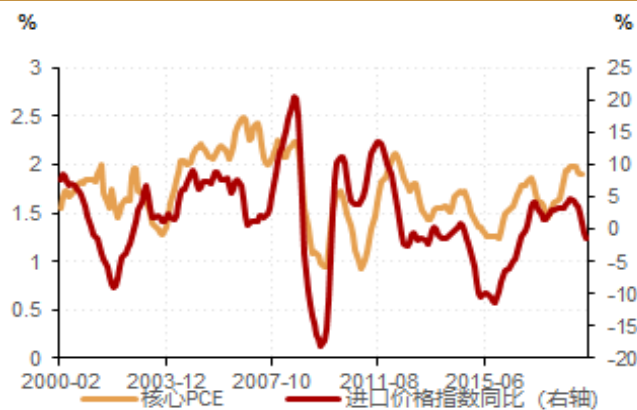
联储加息周期结束，2019 年或不再加息，鸽派程度小幅超市场预期。北京时间今日凌晨，FOMC 委员一致投票赞成维持联邦基准利率在 2.25%-2.50% 不变。从点阵图来看，联储本轮加息周期面临结束，未来的加息决策将取决于经济和通胀数据。2019 年将加息 0 次（12 月预测为 2 次），2020 年加息 1 次（12 月预测为 1 次）。近期公布的 2 月非农就业数据远低于预期，中国和欧洲经济放缓对美国出口的拖累也正在显现，2 月美国 ISM 指数进一步走弱，这些均意味着美国经济将放缓。从经验来看，核心 PCE 与美国进口价格增速有较好的同步性，而美国进口价格增速年初以来继续下行，这意味着核心 PCE 在年初或也将下行，核心 PCE 难以长期处于 2% 以上。经济走弱，通胀不达标是联储不再加息的主要考虑因素。总体来看联储向市场释放鸽派态度小幅超预期，利率决议公布后，美元走弱，标普 500 先走强后走弱，美债利率下行，黄金大涨。

图 1：联储加息点阵图显示 2019 年不再加息



数据来源：FED，西南证券整理

图 2：美国进口价格指数与核心 PCE 同比比较同步



数据来源：wind、西南证券整理

联储将在 9 月末停止缩表，最终资产负债表的规模将维持在 3.75 万亿左右，10 月开始到期 MBS 资金将再投资于国债。联储表示，从今年 5 月开始，将每月缩减的国债规模由当前的每月 300 亿美元降至每月 150 亿美元，MBS 则继续缩减每月的上限是 200 亿美元。至 9 月末联储资产负债表还将压缩大约 1900 亿美元，最终联储资产负债表的规模将保持在 3.75 万亿美元左右。10 月开始，到期的 MBS 将继续缩减，而为了保持资产负债表规模不变，联储会将 MBS 到期资金（不超过 200 亿美元）投资于国债，超过 200 亿美元部门将继续购买 MBS。因为持有 MBS 会造成信用政策的扭曲，导致对地产行业的宽信用，未来联储的资产负债表中将不会持有 MBS。

在新闻发布会上，鲍威尔也谈到了缩表，他认为到年末的时候，美联储资产负债表规模将占到 GDP 的 17% 左右。因此如果按照 2019 年 4% 的名义 GDP 增长测算，2019 年的联储资产负债表规模将达到 3.5 万亿左右。这一测算出自他近期的报告《Monetary Policy: Normalization and the Road Ahead》。在报告中他指出，当资产负债表达到与有效执行货币政策相一致的最小水平时，对应的资产负债表规模被视为正常化水平。具体需要多大的资产负债表规模取决于负债的需求，这主要指的是银行对储备货币的需求。标准情况下 2019 年年末资产负债表的规模将达到 GDP 的 16.5%，其中银行储备占在 GDP 中占比 5.7%，公共货币持有量占比 7.9%，是最大的两项。不能认为 3.5 万亿是最终的资产负债表规模，这只是一种参考标准。而他给出的负债结构具有较高参考意义，说明危机后银行业对作为高流动性的储备金需求仍然明显上升。

图 3：联储下调经济预测

		预测中值			
		2019	2020	2021	长期
实际GDP增速	18M12预测	2.3	2.0	1.8	1.9
	19M3预测	2.1	1.9	1.8	1.9
失业率	18M12预测	3.5	3.6	3.8	4.4
	19M3预测	3.7	3.8	3.9	4.3
PCE	18M12预测	1.9	2.1	2.1	2.0
	19M3预测	1.8	2.0	2.0	2.0
核心PCE	18M12预测	2.0	2.0	2.0	
	19M3预测	2.0	2.0	2.0	
联邦基准利率	18M12预测	2.9	3.1	3.1	2.8
	19M3预测	2.4	2.6	2.6	2.8

数据来源：FED，西南证券整理

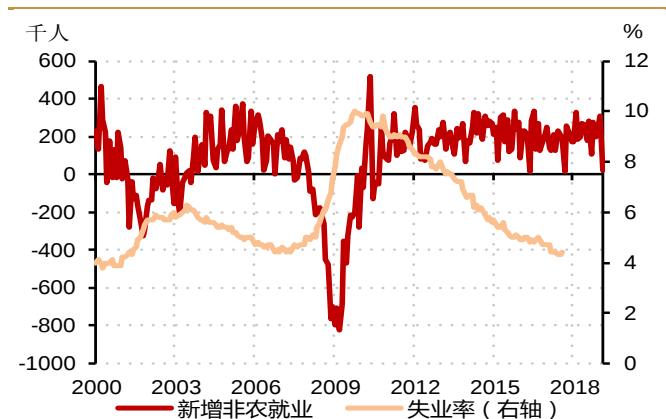
图 4：鲍威尔对联储负债规模和结构的预测

联储负债的GDP占比				
	2006	2014	2019	2019年较2006年的变化
银行储备	0.1	14.6	5.7	5.6
公共货币持有量	5.5	7.1	7.9	2.4
财政一般账户	0	0.6	1.4	1.4
其他负债	0.3	2.5	1.4	1.1
总负债	5.9	24.8	16.5	10.6

数据来源：FED，西南证券整理

联储继续下调 2019 年经济预测，联储对经济前景的态度保持谨慎。与 12 月的经济预测相比，联储在本次预测中分别下调了 2019 和 2020 年的经济增速预测 0.2 和 0.1 个百分点至 2.1% 和 1.9%。而联储维持 2019-2020 年的核心通胀预测不变，也即 2019 年核心通胀预测为 2%。联储对经济前景的态度继续保持谨慎，2019 年美国的经济将向其潜在增速回归。联储对 2019 年的核心通胀达到 2% 目标依然有耐心，主要依据还是来自强劲就业市场，换句话说，联储对菲利普斯曲线的修复保持耐心。

图 5：新增非农就业最近有所放缓，失业率保持低位



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：薪资增速对核心 PCE 的拉动依然偏弱



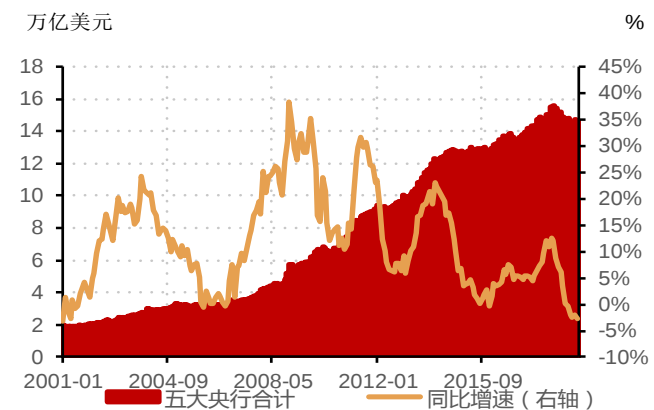
数据来源：FED，西南证券整理

鲍威尔认为美国经济依然稳健，未来加息路径将取决于经济数据。他表示美联储将保持耐心，并保持观望状态，希望维护美国经济强劲增长的前景。美国经济今年的前景是积极、正面的。这在一定程度上缓和了联储下调经济预测释放的对经济谨慎预期。当前的经济数据没有驱动在任何方向上调整利率政策。如果前景进一步明朗，联储也会随机而动。联邦基金利率接近中性利率，未来的加息路径不确定性提高。

全球货币政策进入宽松期，对国内货币政策不再形成制约。联储年内再加息可能性较小，缩表也将在 9 月末结束，联储货币政策收紧步伐减缓。欧央行则公布了新一轮 TLTRO，同时维持关键利率不变“至少持续至 2019 年年末”。主要央行货币政策均逐步转向边际宽松。对于中国来说，中美利差结束持续收窄，人民币汇率将保持在较高位置，资本流入加速将增加国内资本市场资金供给，对股市利好。债市短期将维持震荡，一方面短期经济悲观预期消

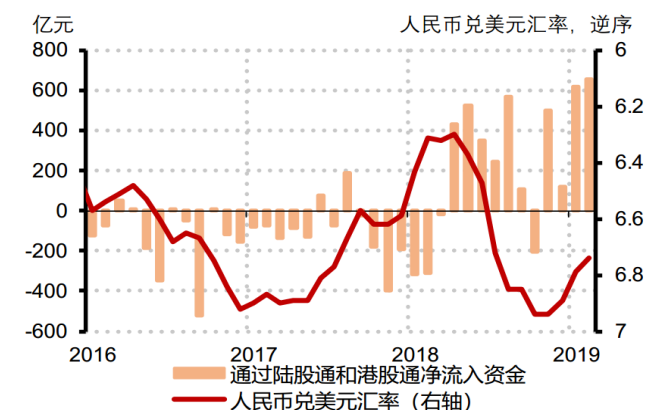
解，社融震荡回升，债市上涨空间有限。另外，货币政策将保持宽松，短端利率将保持低位，这意味着债市调整空间不大。

图 7：五大央行基础货币规模及增速变化



数据来源：Wind，西南证券整理。注：五大央行包括美中欧日英

图 8：鲍威尔对联储负债规模和结构的预测



数据来源：FED、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_13578

