

证券研究报告 / 宏观专题报告

## 美联储转鸽不会引发中国降息——美联储3月会议点评

### 报告摘要:

北京时间3月21日凌晨2:00,美联储公布3月份利率决议。联邦基金目标利率区间维持在2.25%~2.5%不变。同时美联储预计在9月末结束缩表。美联储按兵不动,符合市场预期。以点阵图来看,2019年全年都将维持现有利率水平,不会加息;明年将加息一次,2021年不加息。美联储还确定了结束缩表的计划。自5月开始,美联储每月缩表规模由之前的300亿美元减少至150亿美元。鲍威尔在新闻发布会上表示,到2019年年底,美联储资产负债表可能略高于3.5万亿美元。

在美联储公布的经济预测中,美联储下调了对今年及明年的经济增长预期。与去年12月份的预测相比,美联储将2019年的经济增长预期由2.3%下调至2.1%,去年9月份对2019年的增长预期为2.5%,可以看出美联储已经连续下调经济增长预期,对经济状况的信心明显下降。美联储同时上调了失业率预期、下调了通胀预期。

在美联储公布决议之后,美元指数迅速下挫,跌破96关口。同时人民币汇率上扬,离岸人民币汇率一度升值至6.67。美元走弱与人民币的升值验证了我们此前的判断。目前中美谈判正处于胶着期,美国方面对人民币汇率有一定诉求。此时人民币若出现明显贬值,不利于中美贸易顺差的缩窄,进而不利于中美谈判的顺利进行。但同时,中美之间不会发生“广场协议”,中国也不会同意人民币过大幅度升值。我们认为人民币会保持区间稳定,若中美谈判达成一致,人民币兑美元汇率波动高点可能上探至6.0~6.5,于年中前后企稳。美元指数走弱,有利于以黄金为代表的美元计价资产。全球经济下行、货币政策转向宽松的背景下,资产配置中我们继续推荐避险属性强、且受益于计价机制的黄金。

随着美联储全面转鸽、全球流动性压力减缓,国内市场上又出现了央行是否会降息的争论。我们认为虽然美联储停止加息,但中国央行全面降息的可能性不大。原因一是国内通胀水平将开启上行模式;二是国内商业银行的贷款利率尚未达到利率区间的低点,降低基准利率尚无必要。若未来经济下行压力加大,可能会降低政策利率。但我们认为在二季度政策利率也难以下调,因为通胀压力主要集中在第二季度,同时中美贸易谈判尚未结束,若降息而造成人民币贬值,对贸易谈判将有较大负面影响。而基准利率是最后的手段,我们认为目前来看下调的概率很小。



### 相关报告

《美联储一致同意提前结束缩表,人民币汇率更具稳定基础——美联储1月会议纪要解读》(20190221)

《安内攘外,利民为本,令行为上——2019年宏观及大类资产配置展望》(20181130)

《2019年市场外因预判:美股走弱;美元转弱;人民币区间稳定》(20181126)

### 证券分析师: 沈新风

执业证书编号: S0550518040001  
18917252281 shenxf@nesc.cn

### 研究助理: 尤春野

执业证书编号: S0550118060022  
13817489814 youcy@nesc.cn

### 联系人: 曹哲亮

执业证书编号: S0550119010010  
18010018933 caozl@nesc.cn

## 目 录

1. 美联储按兵不动，美股不升反降.....	3
2. 美元年内预计不加息，9月末结束缩表.....	3
3. 美联储下调经济增长和通胀预期.....	5
4. 人民币有望稳定甚至升值，黄金迎来新一轮机会.....	6
5. 政策利率可能下调，全面降息概率不大.....	7

图 1: S&P 500 与道指跳涨后回落.....	3
图 2: 纳指跳涨后回落.....	3
图 3: 美元指数下挫.....	3
图 4: 金价短线跳涨.....	3
图 5: 3 月份公布的加息预测点阵图.....	4
图 6: 去年 12 月份公布的加息预测点阵图.....	4
图 7: 美联储资产负债表规模.....	4
图 8: 市场预期 6 月份利率不变的概率为 88.2%.....	5
图 9: 市场预期全年降息的概率达到 37%.....	5
图 10: 美联储下调经济预期.....	5
图 11: 美国零售销售下滑明显.....	6
图 12: 通胀趋势下行.....	6
图 13: 人民币明显升值.....	7
图 13: 人民币明显升值.....	7

## 1. 美联储按兵不动，美股不升反降

北京时间3月21日凌晨2:00，美联储公布3月份利率决议。联邦基金目标利率区间维持在2.25%~2.5%不变。同时美联储预计在9月末结束缩表。

决议公布后，美股三大股指短线跳涨，后均回落。标普500与道指最终收跌0.29%和0.55%；纳指小幅收涨0.07%。美元指数迅速下挫跌破96关口，人民币跳升。黄金价格短线跳涨。

图 1: S&P 500 与道指跳涨后回落



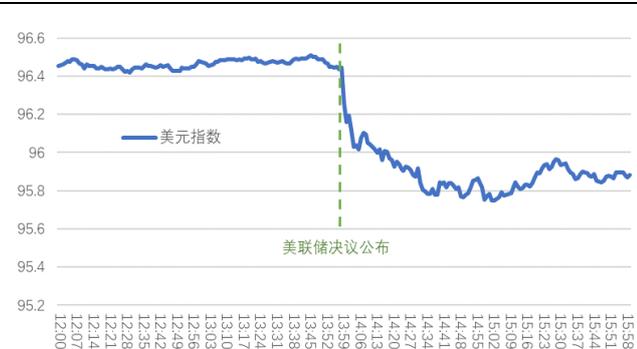
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 纳指跳涨后回落



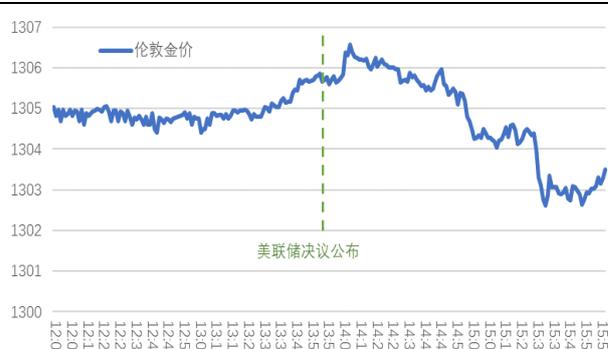
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 美元指数下挫



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 金价短线跳涨



数据来源：东北证券，Wind

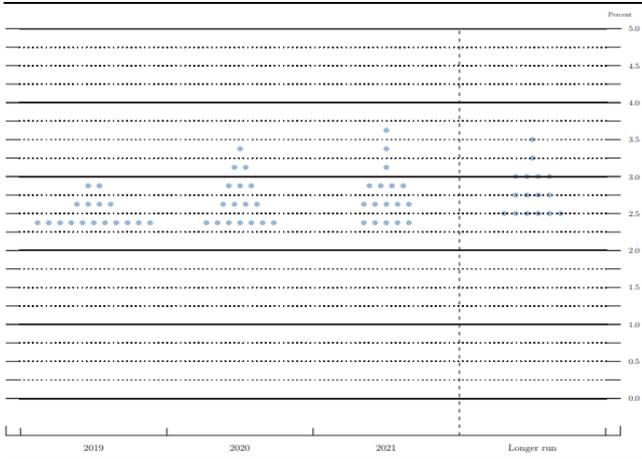
## 2. 美元年内预计不加息，9月末结束缩表

美联储在其决议声明中表示，自一月份的会议以来，美国的经济数据显示就业市场依然强劲，但经济活动的增速与去年4季度比有所放缓。近期的数据表明美国居民支出和商业固定投资增速减缓；由于能源价格走低，通胀水平下降，但核心通胀仍维持在2%的目标附近。综合以上信息，美联储决定维持利率区间在2.25%~2.5%不变。

美联储按兵不动，符合市场预期。在美联储展示的参会者加息预期点阵图中，以中位数来看，2019年全年都将维持现有利率水平，不会加息；明年将加息一次，2021

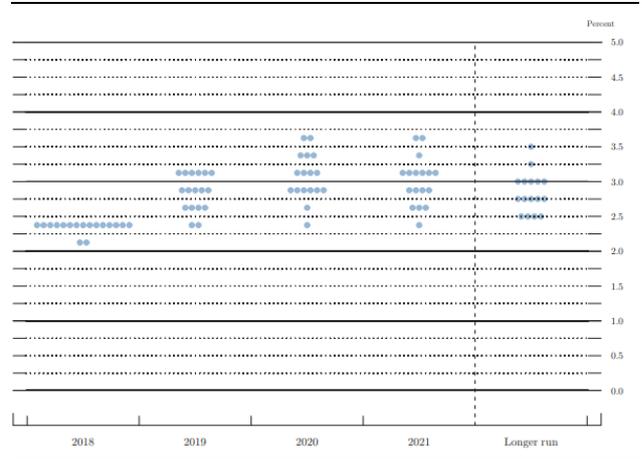
年不加息。这个结果与 12 月份的点阵图相比，美联储加息概率大幅降低，延续了 1 月份以来的鸽派倾向。但同时鲍威尔也在随后的新闻发布会上否定了降息的必要性。

图 5: 3 月份公布的加息预测点阵图



数据来源: 东北证券, 美联储

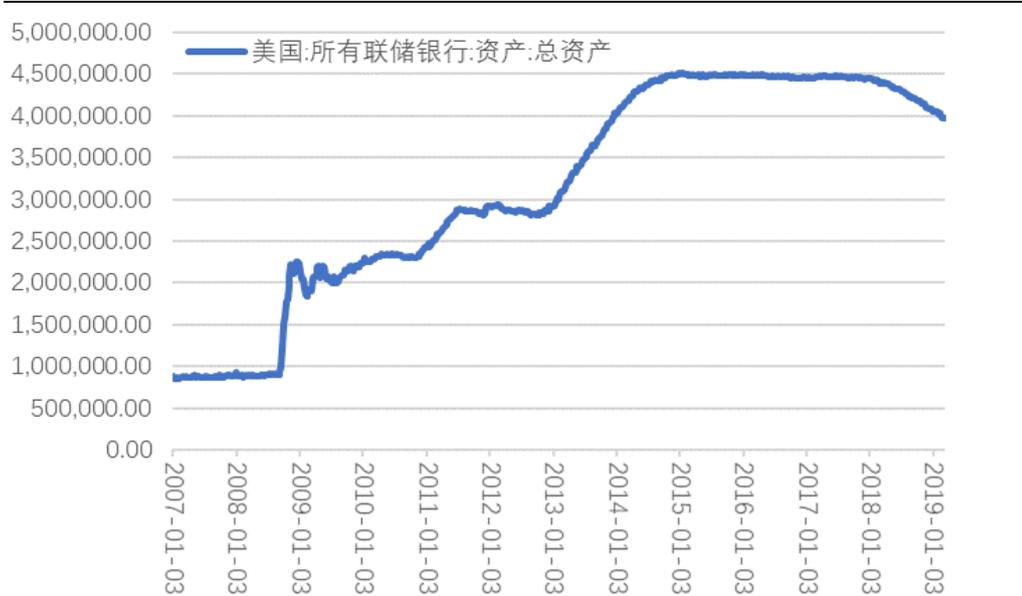
图 6: 去年 12 月份公布的加息预测点阵图



数据来源: 东北证券, 美联储

除了维持利率水平不变外，美联储还确定了结束缩表的计划。自 5 月开始，美联储每月缩表规模由之前的 300 亿美元减少至 150 亿美元。鲍威尔在新闻发布会上表示，到 2019 年年底，预计资产负债表占 GDP 比重大约为 17%，而峰值时为 25%；美联储资产负债表可能略高于 3.5 万亿美元。

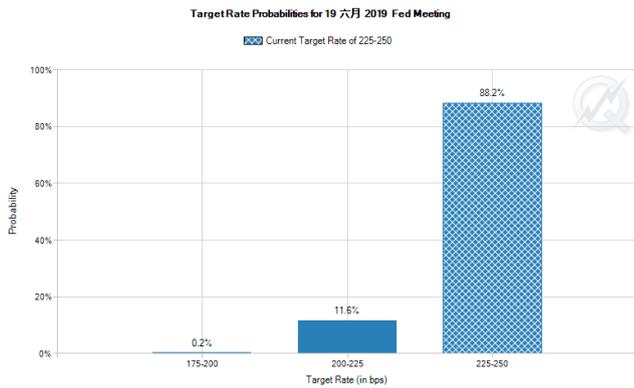
图 7: 美联储资产负债表规模



数据来源: 东北证券, Wind

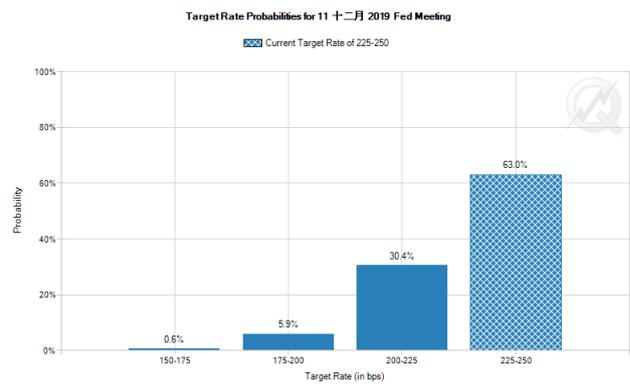
从 CME Group 的“美联储观察”所展示的市场预期来看，目前市场对于 6 月份利率不变的预期为 88.2%，降息预期较前日提高；对于全年利率维持不变的概率预期为 63%，而降息预期达到了 37%，远高于前日的 24%。可见此次美联储的鸽派态度在一定程度上超出市场预期。

图 8: 市场预期 6 月份利率不变的概率为 88.2%



数据来源: 东北证券, CME Group

图 9: 市场预期全年降息的概率达到 37%



数据来源: 东北证券, CME Group

### 3. 美联储下调经济增长和通胀预期

在美联储公布的经济预测中, 美联储下调了对今年及明年的经济增长预期。与去年 12 月份的预测相比, 美联储将 2019 年的经济增长预期由 2.3% 下调至 2.1%, 去年 9 月份对 2019 年的增长预期为 2.5%, 可以看出美联储已经连续下调经济增长预期, 对经济状况的信心明显下降。对于 2020 年的增速预期由之前的 2.0% 下调至 1.9%; 对 2021 年的 1.8% 及长期增速的 1.9% 维持不变。

图 10: 美联储下调经济预期

Variable	Median <sup>1</sup>				Central tendency <sup>2</sup>				2019
	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
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
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
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
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
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
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.0	2.0	2.0		1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1		1.8 - 2
December projection	2.0	2.0	2.0		2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1		1.9 - 2
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
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

数据来源: 东北证券, 美联储

同时美联储上调了对失业率的预期。对今年失业率的预期，由此前的 3.5% 调升至 3.7%，对明年的预期由 3.6% 上调至 3.8%，对 2021 年的预期由 3.8% 调升至 3.9%，但对长期的失业率下调 0.1 个百分点至 4.3%。美联储还将三年内的通胀预期均下调 0.1 个百分点。

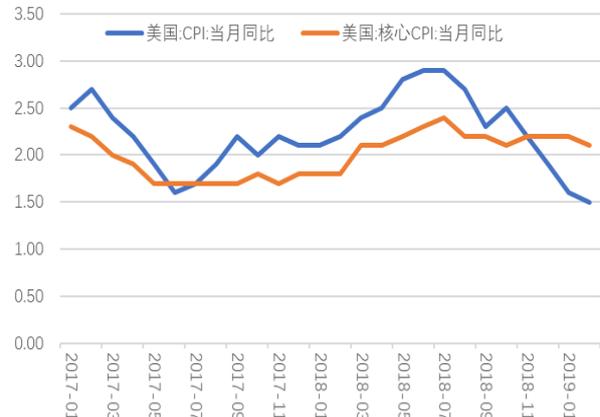
总体来说，美联储对美国经济的乐观程度有所下降，其部分原因是 12 月份零售销售数据大幅不及预期以及通胀走低等原因。不过鲍威尔强调不必对零售销售数据过于担心，美国家庭的基本面依旧向好。从美联储的表态来看，目前降息的可能性不大，降息需要依赖更多美国经济下行的证据。

图 11: 美国零售销售下滑明显



数据来源：东北证券，Wind

图 12: 通胀趋势下行



数据来源：东北证券，Wind

#### 4. 人民币有望稳定甚至升值，黄金迎来新一轮机会

在美联储公布决议之后，美元指数迅速下挫，跌破 96 关口。同时人民币汇率上扬，离岸人民币汇率一度升值至 6.67。美元走弱与人民币的升值验证了我们此前的判断。我们在《2019 年市场外因预判：美股走弱；美元转弱；人民币区间稳定》报告中指出，2019 年美元指数大概率会走弱，而人民币汇率则会稳定甚至升值。

我们认为人民币仍会保持区间稳定。目前中美谈判正处于胶着期，美国方面对人民币汇率有一定诉求。此时人民币若出现明显贬值，不利于中美贸易顺差的缩窄，进而不利于中美谈判的顺利进行。同时，中国经济有望在二季度企稳，基本面也不驱使人民币继续贬值。但同时，中美之间不会发生“广场协议”，中国也不会同意人民币过大幅度升值。我们认为人民币会保持区间稳定，若中美谈判达成一致，人民币兑美元汇率波动高点可能上探至 6.0~6.5，于年中前后企稳。

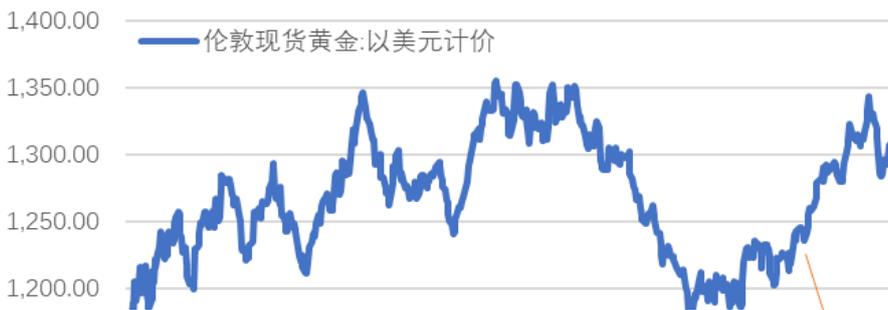
图 13: 人民币明显升值



数据来源: 东北证券, Wind

美元指数走弱, 有利于以黄金为代表的美元计价资产。目前全球经济下行趋势更加明显, 黄金作为避险资产也更易获得追捧。我们去年在年度策略报告中就推荐了黄金资产。现在除美联储外, 欧洲、日本和英国央行近期也纷纷出现鸽派表态。全球经济下行、货币政策转向宽松的背景下, 资产配置中我们继续推荐避险属性强、且受益于计价机制的黄金。

图 14: 人民币明显升值



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\\_13581](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13581)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn