

宏观快评

联储紧缩接近尾声，全球货政协同趋松

■ 核心摘要

- 1) 3月美联储未进行联邦基准利率的调整，并暗示2019年不加息，有意在5月份放慢缩表速度，在9月份停止缩表。
- 2) 在2019年加息可能性接近于零的背景下，若经济持续走弱，市场对降息的预期会逐渐加强。
- 3) 在扩张性财政政策面临严峻压力的背景下，逐渐放宽货币政策成为逆周期调节唯一抓手，美联储放鸽有其必然性。
- 4) 全球货币政策转宽趋势明显，非美经济体央行的货币政策宽松空间进一步加大，全球经济体逆周期调节的力度与同步性也得到加强，但我们对于此轮全球货币转宽趋势下经济企稳回升并不抱有过高预期。
- 5) 美国目前境况与2018年相比已大相径庭，美国2019年的对外政策将有所软化，白宫的政策着力点将从对外转至对内。随着2020年美国大选逐渐临近，共和党与民主党的博弈也将升级。
- 6) 市场的关注点将回归基本面。新兴市场风险资产走势将好于美欧市场，美股将面临越来越大的波动风险，2019年甚至可能成为美股走熊的第一年，全球风险资产波动率也将显著增大。日元、瑞郎及黄金等避险资产的中长期配置价值仍存。

3月21日凌晨2点，美联储发表声明，决定维持联邦基准利率在2.25% - 2.50%不变，预计2019年不加息，有意在5月份放慢缩表速度，并在9月份停止缩表。

■ 美联储声明放鸽：年内不再加息，停止缩表进度超预期

美联储此次议息会议维持基准利率区间不变符合市场预期，并暗示年内不再加息，这与此前市场的主流观点一致，也取得了大多数委员的认可。另外在市场关注的停止缩表进度上，美联储有意在2019年5月放慢缩表速度，并在9月份停止缩表。这一表述超出了市场此前的预期，市场此前的普遍预期为2019年底停止加息。另外，美联储仍维持了2020年加息一次的预测，但在2019年加息可能性接近于零的背景下，若经济持续走弱，市场对降息的预期会逐渐加强。

■ 美联储放鸽在美国当前经济政策环境下存在必然性

进入2019年后，在税改边际效应趋弱叠加外围市场持续走弱的背景下，美国经济下行压力渐显，市场对美国经济高位回落的担忧也有所加强。作为传统的逆周期调节的两大政策组合之一——扩张性财政政策却面临着严峻的压力。自民主党控制众议院之后，民主党领袖佩洛西领导的众议院就屡次对白宫的扩张性财政政策施加阻碍；持续上行的财政赤字也制约了美国政府施加扩张财政政策的空间；加大发行国债会提升市场的无风险利率，进而对私人投资产生挤出效应，所以通过加大国债发行筹资实施扩张财政的空间也很小。所以，在扩张性财政政策受限的背景下，逐渐放宽货币政策成为了美国逆周期调节的唯一抓手，在当前美国经济高位回落的大背景下，美联储暗示年内不加息并在9月停止缩表虽然略超市场预期，但仍有其必然性。预计2019年美联储加息次数为零。若美国经济下行压力不断增大，2020年美联储加息一次的预期也将落空，未来有更大可能进行降息操作。

■ 全球货币政策转宽趋势确立，预计难阻经济下行

2008 年全球金融危机爆发之后，全球央行开展了史无前例的量化宽松政策，持续 7-8 年的宽松周期终于止住了全球经济的颓势，全球经济在 2017 年出现同步复苏，美联储也在 2015 年 12 月开启了加息周期，并于 2017 年加快了加息步伐。但 2018 年全球经济出现分化，美国经济一枝独秀，而其他主要经济体则面临复苏趋弱态势。进入 2019 年后，美国经济也出现回落态势，全球经济体再次共同面临下行压力。

在全球经济共同面临下行压力的背景下，2018 年全球货币政策周期的扭曲得到纠偏。进入 2019 年，美联储接连放鸽，全球各大央行也纷纷重启宽松周期，在 3 月美联储声明暗示年内不加息后，全球货币政策转宽趋势确立，非美经济体央行的货币政策宽松空间进一步加大，全球经济体逆周期调节的力度与同步性也得到加强。

但是，我们对于此轮全球货币宽松趋势下经济企稳回升并不抱有过的预期。理由如下：第一，此轮全球经济下行与 2008 年明显不同，2008 年金融危机始于 2007 年美国的次贷危机的蔓延升级，来势迅猛突然；而此轮经济下行更多是长期货币宽松后边际效应递减，叠加生产率并没有显著提升，全球经济内生增长乏力带来的，趋势缓慢渐进。货币政策转宽对于短期的经济下行有较强的支撑效果，而在持续缓慢的经济下行周期长期效果并不明显。第二，此轮全球经济下行虽然是在 2017 年全球经济同步复苏之后发生，但之前全球经济已经经历了长达 7-8 年的高强度量化宽松周期，从货币政策有效性递减的角度看，此次全球货币政策转宽也难以阻挡经济下行的长期趋势。第三，当前全球债务规模庞大，尽管宽松的货币政策可以缓解债务压力，但债务规模继续攀升的空间已经不大，且会给经济带来更大的潜在风险，所以货币政策转宽难以给经济带来较强支撑。

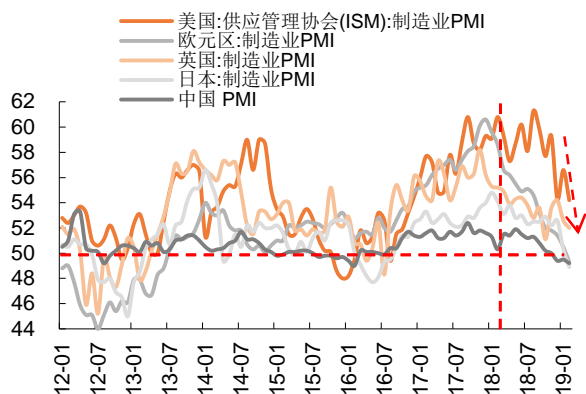
■ 美国政策着力点将从对外转至对内，两党博弈将升级

美国目前境况与 2018 年相比已大相径庭，不仅体现在其经济从一枝独秀转为高位回落，而且体现在其内部斗争升级上，近期两党博弈升级不仅分散了特朗普对外施压的精力，也压缩了美国对外政策的自由度。随着美国经济高位回落、美联储鸽派的背景下，美国对外施压的能力将有所减弱，而中、欧、日等主要经济体逆周期调节的自由度与空间均增大，谈判的底气也有所加强。俄罗斯方面，在特朗普“通俄门”调查仍悬而未决的背景下，美俄关系改善难度极大，俄罗斯对美强硬也将是可预期的大概率事件，沙特、伊朗、土耳其等国的独立性也有所加强，美国在中东等地缘问题上的把控能力也将持续受到冲击。朝鲜问题也存在反复的可能。整体看，无论是贸易谈判，还是地缘问题，美国在 2019 年的把控力均有所下滑，这也决定了美国在 2019 年的对外政策将较 2018 年有所软化，无论是白宫还是特朗普，其精力与政策着力点均将从对外逐渐转至对内，可以预期的是，随着 2020 年美国大选逐渐临近，共和党与民主党的博弈也将升级，近期关于国家紧急状态的博弈就是一个很好的观察窗口。

■ 风险资产价格走势将逐渐回归基本面

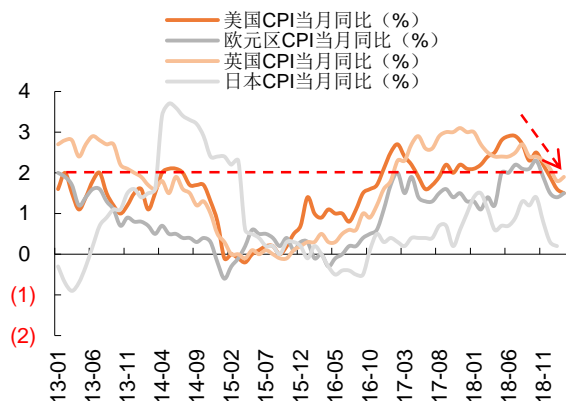
在美联储鸽派声明公布之后，美元指数从会前的 96.5 快速回落至 95.7 附近，COMEX 黄金则从 1300 美元/盎司攀升至 1317 美元/盎司，美国三大股指经历巨震，先涨后跌；10 年期美债收益率下行至 2.52% 附近。随着美联储年内不断释放鸽派声明，市场风险偏好获得的提振逐渐趋弱。在此次议息会议后，美联储鸽派声明已难以有效持续提振市场，全球风险资产市场的关注点将从对流动性转松预期的释放逐渐回归至基本面。全球资本从美国流出的趋势恐仍将继续，新兴市场风险资产走势将大概率好于美欧市场，美股在估值高企、盈利下滑的背景下将面临越来越大的波动风险，2019 年甚至可能成为美股走熊的第一年。在美股走弱的环境下，全球风险资产波动率也将显著增大。日元、瑞郎及黄金等避险资产的中长期配置价值仍存。

图表1 全球主要经济体景气度均趋回落 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 发达经济体通胀水平平均趋回落 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 美联储鸽派声明当日主要金融品种表现

标的	表现	标的	表现	标的	表现
美元指数	-0.17%	十年期美国国债收益率	-6.6bp	COMEX 黄金	1.22%
欧元兑美元	0.19%	道琼斯工业指数	-0.55%	布伦特原油	-0.03%
英镑兑美元	0.25%	标普 500	-0.29%	WTI 原油	0.76%
美元兑人民币	-0.32%	纳斯达克指数	0.07%	LME 铜	0.87%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

资格及联系方式说明:

证券分析师:

陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001

电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)

魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001

电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)

研究助理:

薛威 一般从业资格编号: S1060117080079

电话 (021-20667920) 邮箱 (XUEWEI092@PINGAN.COM.CN)

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_13583

