

美联储走在鸽派的路上

——美联储3月议息点评

宏观专题报告

2019年03月21日

报告摘要:

美联储预计2019年全年不加息,释放明显鸽派信号,中国货币政策空间进一步扩大。

● 美联储承认经济放缓,预计2019年全年不加息

联储承认家庭支出和商业固定资产投资放缓,致美国经济有所放缓,表示整体通胀由于能源价格的下跌而下行,预计2019年全年不加息,释放明显鸽派信号。

● 下调经济增速预期和通胀预期,上调失业率预期

2019-2020年经济增速预期较去年12月不同程度下调;PCE通胀预期也有所下调,核心PCE预期保持不变;上调未来三年失业率预期,下调长期失业率预期。

● 2019年美国虽然经济放缓,但下半年有超出市场预期的可能

2月,美国ISM制造业PMI新出口订单指数出现小幅回升,叠加中美经贸从“对抗式再平衡”转向“调和式再平衡”是大概率事件,下半年美国出口、企业盈利和投资都有边际改善的空间。

● 缩表计划中,国债和信用债减持计划迥异值得关注

提前结束国债减持计划,有利于国债收益率继续走低,对债市构成利好;继续减持MBS,则可能进一步推高住房贷款利率,美国房地产市场将继续承压。

● 中国货币政策空间进一步扩大

我们预计,央行将通过利率市场化改革和金融供给侧改革的方式引导实际利率下降,这对于宽信用见效、经济企稳、资本市场表现都构成利好。

● 风险提示:

美联储政策态度重新转鹰。

民生证券研究院

分析师:伍艳艳

执业证号: S0100513070007

电话: 010-85127654

邮箱: wuyanyan@mszq.com

研究助理:毛健

执业证号: S0100119010023

电话: 021-60876720

邮箱: maojian@mszq.com

相关研究

事件：美联储 3 月份 FOMC 会议决定不加息，将联邦基金利率目标区间维持在 2.25%-2.5% 不变，且预计年内都不加息，释放鸽派信号。随后鲍威尔召开新闻发布会。美股先涨后跌，美元指数明显回落，美债收益率走出新低。

正文：

会议声明和新闻发布会的主要内容：

1) 关于经济：承认美国经济有所放缓，FOMC 指出经济活动增长从稳定的速度有所放缓，家庭支出和商业固定投资放缓，前次会议称家庭支出继续上涨；

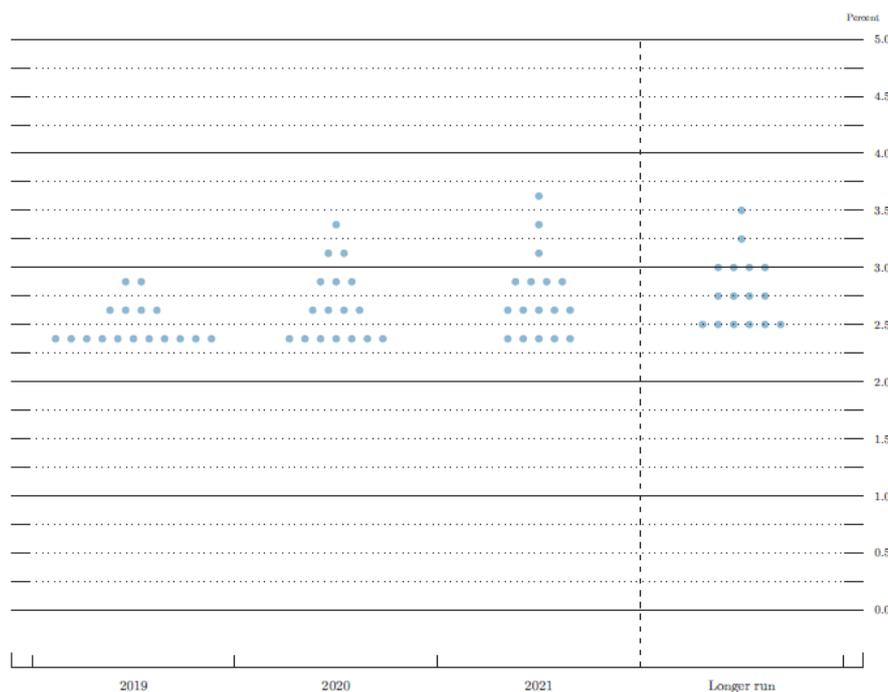
2) 关于通胀：表示通胀有所下行，整体通胀由于能源价格的下跌而下行，核心通胀接近 2%，短期通胀补偿指标持续处在低位，长期通胀预期指标几乎未变；

3) 关于加息：加息态度较之前明显软化，决定 3 月不加息，且点阵图显示预计 2019 年全年不加息、2020 年加息一次（图 1），而去年 12 月会议上还预计 2019 年加息 2 次，本次释放出明显的鸽派信号；

4) 关于缩表：国债和信用债减持计划迥异，计划从今年 5 月起，将每月国债减持规模从当前的 300 亿美元降至 150 亿美元，到 9 月末停止减持国债，同时继续允许减持机构债和住房抵押贷款支持证券（MBS），计划 5 月提供更多市场操作的细节。

图 1：点阵图显示美联储预期 2019 年内不加息

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Wind，民生证券研究院

美联储下调经济增速预期和通胀预期，上调失业率预期。2019 年以来，几大国际权威机构都在调低世界经济增长的预期。本次会议，美联储也不例外，其经济展望显示（图 2）：2019-2020 年经济增速预期较去年 12 月不同程度下调，其中 2019 年预期下调 0.2 个百分点至 2.1%，2020 年预期下调 0.1 个百分点至 1.9%；通胀预期也有所下调，2019-2021 年 PCE 预期分别为 1.8%、2.0%、2.0%，均较去年 12 月下调 0.1 个百分点，核心 PCE 预期保持不变；上调未来三年失业率预期，2019-2020 年失业率预期分别为 3.7%、3.8%、3.9%，分别较去年 12 月上调 0.2 个、0.2 个、0.1 个百分点，但下调长期失业率预期 0.1 个百分点至 4.3%。

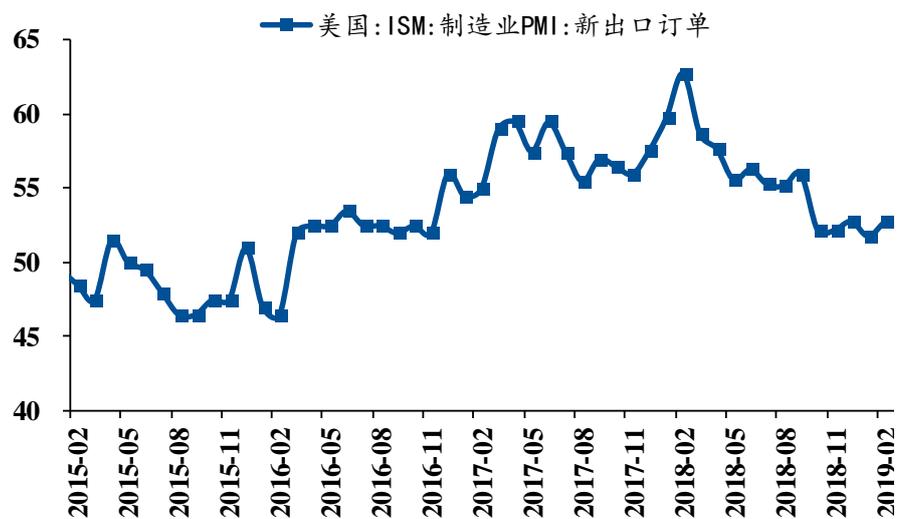
图 2：美联储下调经济增速预期和通胀预期，上调失业率预期

Variable	Median ¹				Central tendency ²			
	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
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
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
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
PCE inflation	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.1	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
Core PCE inflation ⁴	2.0	2.0	2.0		1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.1	
December projection	2.0	2.0	2.0		2.0-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1	
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
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

资料来源：Wind，民生证券研究院

2019 年美国经济增长虽然放缓，但下半年有超出市场预期的可能。受财政刺激政策效果逐渐减退、贸易保护主义和全球经济放缓等因素影响，2019 年美国经济增长放缓已成为各方共识。但值得注意的是，2019 年 2 月，美国 ISM 制造业 PMI 新出口订单指数出现小幅回升（图 3），叠加中美经贸谈判不断取得新的进展，下半年后中美经贸从“对抗式再平衡”转向“调和式再平衡”是大概率事件，这将对美国出口形成明确利好。进一步考虑出口对企业盈利和投资的溢出影响，这意味着下半年美国企业盈利和投资都有边际改善的空间。本次新闻发布会上，鲍威尔也多次强调，2019 年美国经济的的前景仍是积极、正面的。

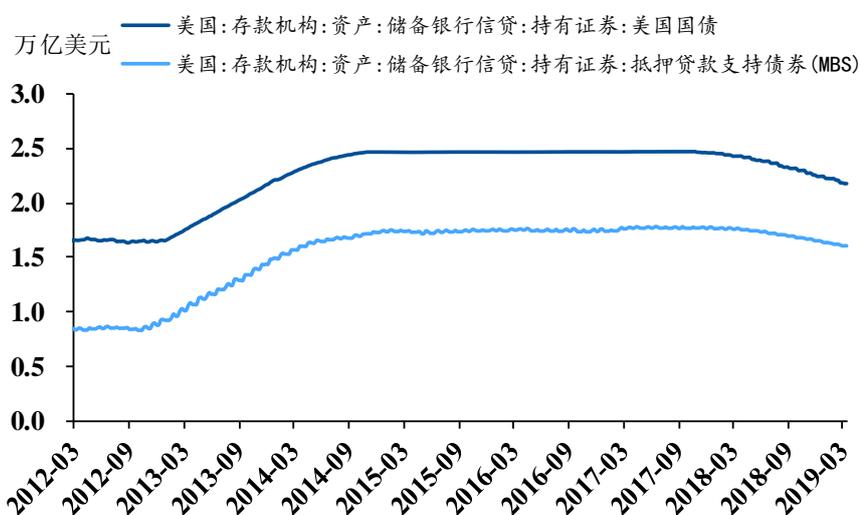
图 3：2 月美国 ISM 制造业 PMI 新出口订单指数小幅回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

缩表计划中，国债和信用债减持计划迥异值得关注。鲍威尔预期到 2019 年底，资产负债表占 GDP 比重大约为 17%，而峰值时期占比为 25%（图 4）。据此推断，到 2019 年底，美联储资产负债表总规模约为 3.5 万亿美元左右，高于缩表启动之初预期的 3.35 万亿美元。值得注意的是，尽管 9 月末将停止减持国债，但继续允许减持机构债和住房抵押贷款支持证券(MBS)，长远来看将达到主要持有美国国债的目标。国债和信用债减持计划迥异，对相关利率和资产价格将产生深刻的影响：提前结束国债减持计划，有利于国债收益率继续走低，对债市构成利好；继续减持 MBS，则可能进一步推高住房贷款利率，美国房地产市场将继续承压。

图 4：美联储资产负债表目前稳步缩减



资料来源：Wind，民生证券研究院

中国货币政策空间进一步扩大。央行行长易纲多次指出，在经济下行周期，货币条件要以内部经济为主，兼顾外部均衡，找到最优平衡点。此前，美联储政策态度不明朗，外部均衡始终是中国央行制订和实施货币政策需要考虑的因素之一。如今美联储政策态度趋于明朗，外部均衡对中国货币政策的制约减弱。我们认为，在“深化利率市场化和降低实际利率”的既定方向下，央行将避免“降基准”强化信贷市场的非市场化定价方式，而是将通过利率市场化改革和金融供给侧改革的方式引导实际利率下降，这对于宽信用见效、经济企稳、资本市场表现都构成利好。

风险提示

美联储政策态度重新转鹰。

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_13588

