

## 去"长"补"短"，一箭双雕 ——2019年3月美联储议息会议点评

宏观简报

- ◆ 3月美联储 FOMC 会议决定按兵不动，符合市场预期，同时确定缩表将在9月底结束，之后将继续减持 MBS，并重启国债购买，但在期限选择上更偏向短期限国债。利率点阵图中值下移，多数委员预期今年不再加息，明年加息一次，这一变化比市场预期更为鸽派。1月以来可供参考的数据较少令联储保持“耐心”，而长期（中性）利率预期中值未变或预示加息周期还未结束。联储下调 GDP 增长预期不算意外，小幅下调通胀预期表明其暂不视工资上行为通胀威胁。
- ◆ 降低加息预期或令美元短期承压，对美国利率债和风险资产相对利好。相对而言，在购买美债时去"长"补"短"有利于防止期限利差下滑，降低市场对经济前景的担心，也是货币正常化的体现之一，毕竟直接购买长期国债是危机时期的政策而非常态。

### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebsecn.com](mailto:zhangwenlang@ebsecn.com)

### 联系人

刘政宁  
021-52523806  
[liuzn@ebsecn.com](mailto:liuzn@ebsecn.com)

美联储 FOMC 会议决定按兵不动，符合市场预期。联邦基金利率保持在 2.25~2.5% 的区间。但在缩表、加息预期、经济预测方面均作出调整。

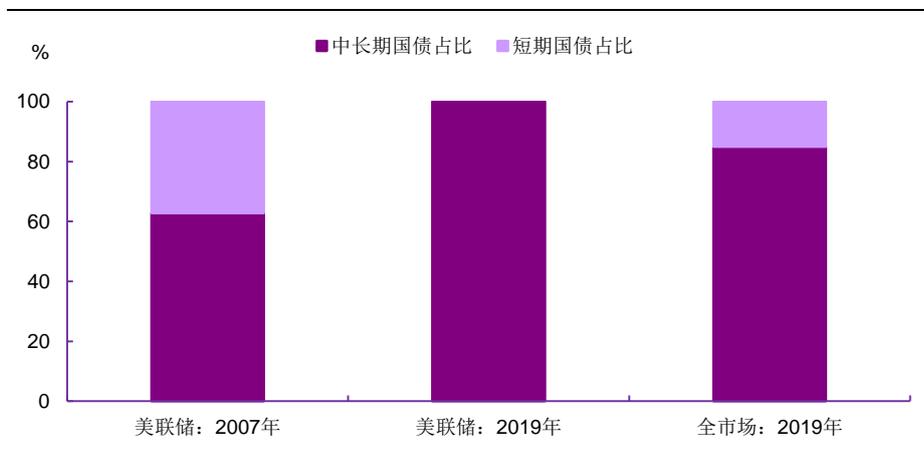
**首先，确定缩表将在 9 月底结束，之后将继续减持 MBS，同时增加国债投资，所购国债的期限与市场匹配。**具体来看：

- 从 2019 年 5 月开始，将每月赎回的国债上限从目前的 300 亿美元减少到 150 亿美元；
- 2019 年 9 月后，停止缩减系统公开市场账户 (SOMA) 中的总证券持有量，但继续减持机构债和 MBS；这一减持以自然到期收回本金为主，联储暂不会主动出售 MBS，如有变化将提前公告；
- 2019 年 10 月开始，从到期机构债和 MBS 收到的本金将再次投资于美国国债，每月不超过 200 亿美元，其期限将大致匹配市场中未偿还的国债期限结构；任何超过该最高金额的本金将继续再投资于 MBS，后续联储还将对其资产的长期结构进行审议。
- 停止缩表后的准备金规模仍将高于合意水平，之后将依靠非储备负债 (non-reserve liabilities) 的增长来逐步降低准备金规模，使之最终达到合意水平。

以上计划表明，为保证准备金的充足，**美联储将重启国债购买，但在期限选择上更偏向短期限国债。**在 9 月后的一段时间内，美联储资产负债表的总规模将不变，但机构债和 MBS 持有量将下降，国债持有量将上升，其中短期限国债占比增加。如图 1 显示，当前美联储资产端中长期国债占比为 100%，较危机前大幅提高，这也导致美联储资产组合久期（约为 6 年）高于市场平均水平（图 2）。按美联储所述，未来所持国债期限将向市场“靠拢”，这或意味着联储资产组合的久期将会进一步收缩。我们预计未来联储还将对资产结构进行调整，整体上会更倾向于持有短期限国债。

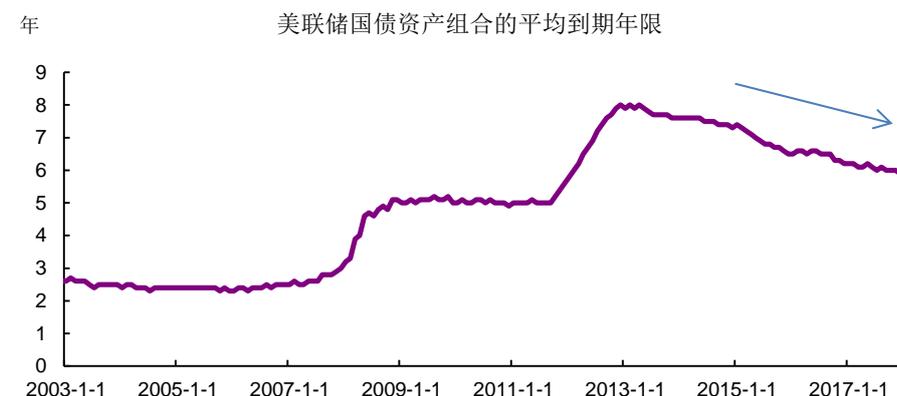
相对而言，**国债去“长”补“短”将有利于防止期限利差下滑，降低市场对经济前景的担心，也是货币正常化的体现之一，毕竟购买长期国债是危机时期的政策而非常态。**

图 1：美联储所持国债的期限结构变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：停止缩表后，美联储还将致力于降低国债组合的久期



资料来源：美联储

其次，利率点阵图中值下移，多数委员预期今年不再加息，明年加息一次。17名委员中，11人预期今年内不再加息，另有6人预期将加息至少一次。展望2020年，10人预期将至少再加息一次，其他人预期将保持利率不变。

这一变化比市场预期的更为鸽派，我们认为这更多体现了美联储的“耐心”，而非加息周期完全结束。这是因为：（1）点阵图暗示有超过半数的委员预期明年至少再加息一次，并且长期（中性）利率预期中值仍在保持在2.8%，较去年12月的预期没有变。

（2）正如鲍威尔所说，美联储对美国经济前景仍持正面态度，但1月以来可供参考的数据较少（部分因为政府关门推迟了数据发布），加上海外经济的表现比预期更弱，联储很难在当前做出进一步加息或降息的决定，保持耐心是最好的选择。短期来看，降低加息预期或令美元阶段性承压，对美国利率债和风险资产也相对利好。

第三，下调全年GDP增长预期至2.1%（前值2.3%），小幅下调PCE通胀预期至1.8%（前值1.9%），保持核心通胀预期不变。货币政策声明方面，与1月相比，声明指出劳动力市场依旧稳固，但一季度家庭支出和投资有所放缓，通胀总体温温和。声明重申美联储将继续保持耐心。

如我们之前所述，在全球经济疲软、中美贸易谈判和英国脱欧问题仍存不确定性的背景下，联储下调经济增加预期不算意外。不过，联储下调整体通胀预期表明其暂不视工资加速上行为通胀的威胁。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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\\_13592](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13592)

