

2019年3月17日

宏观经济



## 暂停加息，关注缩表的变化

### ——2019年3月美联储议息会议前瞻

宏观简报

1月议息会议以来，美国经济有所放缓，但基本面总体稳固。对联储而言，当前美国面临的风险主要来自于中、欧经济下行的外溢效应，以及美债利率曲线部分倒挂带来的负面情绪。在此背景下，我们预计美联储在3月议息会议上将暂不加息，同时小幅下调经济增长预期和年内预期加息次数，并公布提前结束缩表的具体计划。对市场而言，暂停加息和下调增长预期的影响不大，而如何结束缩表、何时结束缩表可能是关注的焦点。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

#### 联系人

刘政宁

021-52523806

[liuzn@ebcn.com](mailto:liuzn@ebcn.com)

1月议息会议以来，**美国经济有所放缓，但基本面总体稳固**。就业有所放缓，但失业率仍保持低位，且工资加速上行，劳动力市场依旧稳固。消费支出和投资均放缓，但部分是受暂时性因素影响。通胀温和，基于调研的通胀预期略有下降，但市场隐含的通胀预期稳中有升（图1）。总体来看短期内通胀风险不大。

对联储而言，**当前美国面临的风险主要来自于中、欧经济下行的外溢效应...**一方面，中美尚未就贸易争端达成协议，全球制造业和贸易景气度未见改善；另一方面，英国脱欧法案遭议会否决，脱欧进程被迫延期，不确定性增加。受之影响，欧、日央行先后下调了经济增长与通胀预期，欧央行还重启TLTRO，并推迟预期加息的时间点。

**...以及美债利率曲线部分倒挂带来的负面情绪**。1月以来，美国10年-2年期国债利差收窄至17bps，而5年-2年期利差处于倒挂状态（图2）。我们虽不认为利差倒挂表明经济即将陷入衰退，但这确实增加了资本市场的负面情绪。我们在之前的报告中也提及，本届美联储对收益率曲线的信号尤为重视，如果利差持续倒挂，将阻碍联储加息的步伐。换句话说，在下次加息之前，联储需看到期限利差走阔。

图1：1月以来，市场隐含的通胀预期稳中有升



资料来源：Wind

图2：5年-2年美债利率处于倒挂状态



资料来源：Wind

在此背景下，我们预计美联储在下周的议息会议上将保持耐心，具体来看：

- **决定暂不加息，重申加息将保持耐心。点阵图暗示的今年预期加息次数下降至1次（前值2次），明年预期加息次数维持1次不变。**过去数月工资增速上行并未推升通胀，降低了美联储加息的迫切性，另外调低预期加息次数也能缓解市场对收益率曲线倒挂的担忧。
- **公布提前结束缩表的计划。**考虑到金融机构对储备金的需求比预期更多，且收益率曲线处于倒挂边缘，预计联储将尽快开启结束缩表的进程。事实上，提前结束缩表可能有助于抬高长端利率。这是因为流动性的收缩会增加市场对经济前景的担忧，提升风险溢价，反而压低长端利率；相反，为市场提供充足的流动性有助于降低风险溢价，进而抬升长端利率，令期限利差走阔。

- 小幅下调全年 GDP 增长预期，维持通胀预期不变。考虑到政府关门及全球经济不确定性的影响，预计将下调全年 GDP 增速预期至 2.2%（前值 2.3%），但考虑到工资增速上行及通胀预期稳定，维持 PCE、核心 PCE 通胀预期在 1.9%、1.9% 不变。

对市场而言，暂不加息和下调经济增长预期的影响有限，投资者将更加关注结束缩表的路径。今年以来全球经济放缓、欧洲政治风险上升已是不争的事实，且两周内欧、日央行已先后下调了各自经济体的 GDP 增速，美联储适度下调增速也在情理之中。另外近期美联储官员们也暗示短期内加息的门槛较高，因此预期加息次数下降也不算惊喜。相比之下，缩表的进程更加令人关注。如何结束缩表、何时结束缩表都关乎流动性，也必将是市场关注的焦点。

## 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\\_13654](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13654)

