

美联储将在今年年底结束“缩表”

主要结论:

一、美联储将在今年年底结束“缩表”

- 在1月的货币政策纪要中，多数美联储官员同意将在今年年底前结束资产负债表缩减计划并暂停加息。
- 相较于2018年12月得货币政策纪要，1月货币政策纪要对于经济的措辞相对谨慎，主要由于欧元区和中国经济增长放缓。
- 美联储官员认为当前金融市场经去年年底调整后相对稳定。
- 此次货币政策纪要并没有出现降息的信号，对利率保持中立的态度。
- 当前VIX的回落、市场的平静可能预示着风险的累积。

二、2月欧元区、美国制造业PMI初值、1月美国成屋销售走弱

- 欧元区2月制造业PMI初值陷入收缩区间，创68个月来新低：尽管商业活动增速加快，但由于新订单连续下降，需求仍有疲软迹象。
- 美国2月Markit制造业PMI低于预期：2月私营部门产出增长重获动能，服务业活动强劲回升，抵消了制造业活动放缓的影响。
- 美国2月费城联储制造业指数跌至负值：装船指数和新订单指数的下降拉低了费城联储制造业指数。
- 美国12月核心耐用品订单低于预期：国防用飞机订单形成拖累。
- 美国2月成屋销售数据再度暴跌：除了东北地区，其他地区均形成拖累。
- 德国2月IFO景气指数创4年多新低：反映出企业家们对德国当前的经济状况和未来前景都悲观。

三、本周重点关注美国第四季度核心PCE和GDP数据

- 财经事件：美联储主席鲍威尔(Jerome Powell)在参议院金融委员会就美国货币政策和经济情况作证词陈述。
- 财经数据：美国12月新屋开工年化月率、美国12月工厂订单月率终值、美国第四季度核心PCE物价指数年化季率初值、美国第四季度实际GDP年化季率初值、美国12月个人支出月率。

边泉水 分析师 SAC 执业编号: S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

风险提示:

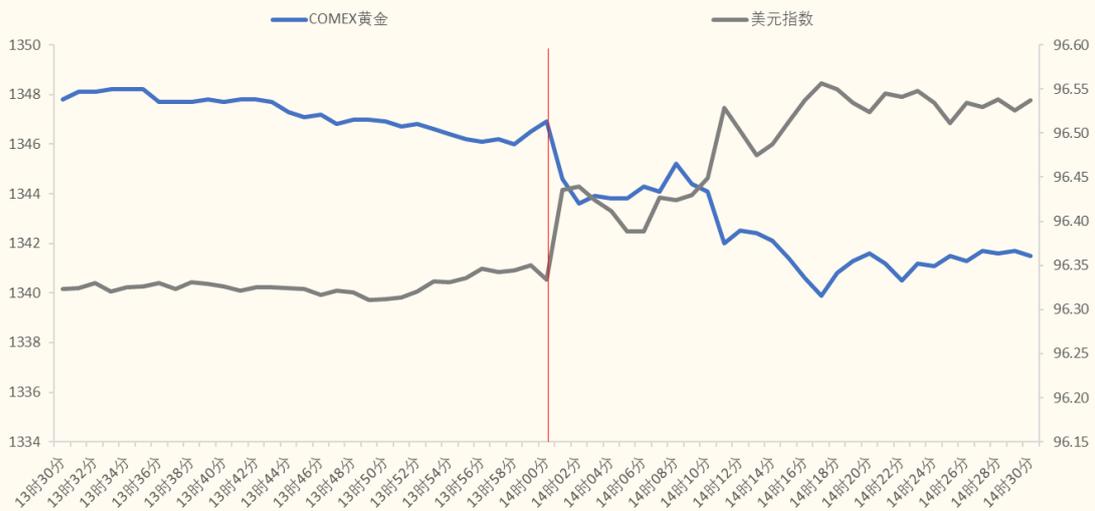
- 美联储货币收紧时间过长，导致经济向下压力的累积。
- 美国经济数据显著低于预期，美联储转向宽松时间节点滞后。
- 新兴市场动荡拖累欧元区经济进一步走弱。

正文如下：

一、美联储将在今年年底结束“缩表”

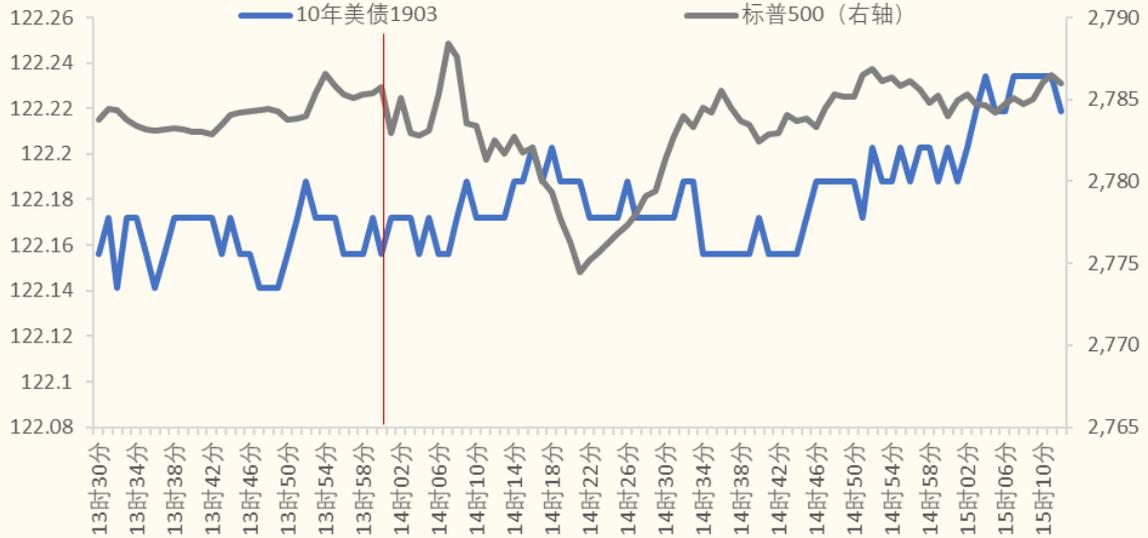
在1月的货币政策纪要中，多数美联储官员同意将在今年年底前结束资产负债表缩减计划并暂停加息。美联储于1月29日至30日召开货币政策会议。会后，美联储宣布将维持联邦基金利率目标区间在2.25%至2.5%之间不变。美国时间2月21日美联储公布了1月货币政策纪要，委员会表示会继续将联邦基金利率目标区间的变化视为调整货币政策立场的主要手段，但在经济下行风险增加、财政政策刺激效果减弱的背景下，如果未来的经济状况需要采取更为宽松的货币政策，而不仅仅是通过降低联邦基金利率来实现的话，委员会将准备使用其所有的工具，包括改变其资产负债表的规模和构成。截至2月13日当周，美联储的资产负债表规模已经降至4.028万亿美元，为2014年1月8日以来的最低水平。几乎所有与会官都表示尽快宣布在今年晚些时候结束缩表计划是可取的，这将为美联储资产负债表正常化进程增加更多确定性。据芝商所(CME)“美联储观察”工具显示，目前美联储3月维持利率在2.25%-2.5%区间的概率为96.1%；6月维持利率在该区间的概率为94.3%。美股在会议纪要发布后美股走高，10年期美国国债收益率从攀升至2.64%，美元小幅上涨。

图表 1：货币纪要发布后，黄金回落美元指数上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2: 货币纪要发布后, 标普保持震荡回升, 美债收益率下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

相较于2018年12月得货币政策纪要, 1月货币政策纪要对于经济的措辞相对谨慎, 主要由于欧元区和中国经济放缓。从美国内部经济来看, 劳动力市场仍然保持强劲, 其中失业率一直保持在低位; 工业生产稳步增强, 其中制造业和采矿业的产出增长强劲, 公共事业的产出则出现下降, 主要由于取暖的需求下滑; 家庭支出表现依然强劲, 实际可支配收入的持续增长和家庭净资产的较高标准短期将继续支撑美国家庭实际消费支出; 虽然密歇根消费者信心指数放缓, 但仍维持在较高水平; 实际住宅投资持续下滑主要反映了由于过去抵押贷款利率的增长导致了住房负担能力的下降; 商业设备和知识产权方面的实际私人支出似乎有所增长, 但商业设备支出的前瞻性指标(如不包括飞机的非国防资本财订单和商业景气指数)显示, 近期支出增长将会有所放缓。从外部因素来看, 在12月的货币政策纪要中显示海外经济继续保持适度增长, 新兴市场的回暖大致抵消了发达经济体增长放缓的影响, 表明发达经济的放缓主要反映了一些临时因素, 其中包括日本自然灾害造成的破坏, 以及德国采用的新车尾气排放测试。在最新的货币政策中, 美联储表示外国经济在四季度增长乏力, 特别是欧元区, 经济活动的指标进一步减弱; 中国经济增速低于预期主要由于家庭支出明显疲软, 同时中国从其他亚洲新兴经济体的进口也出现下降。

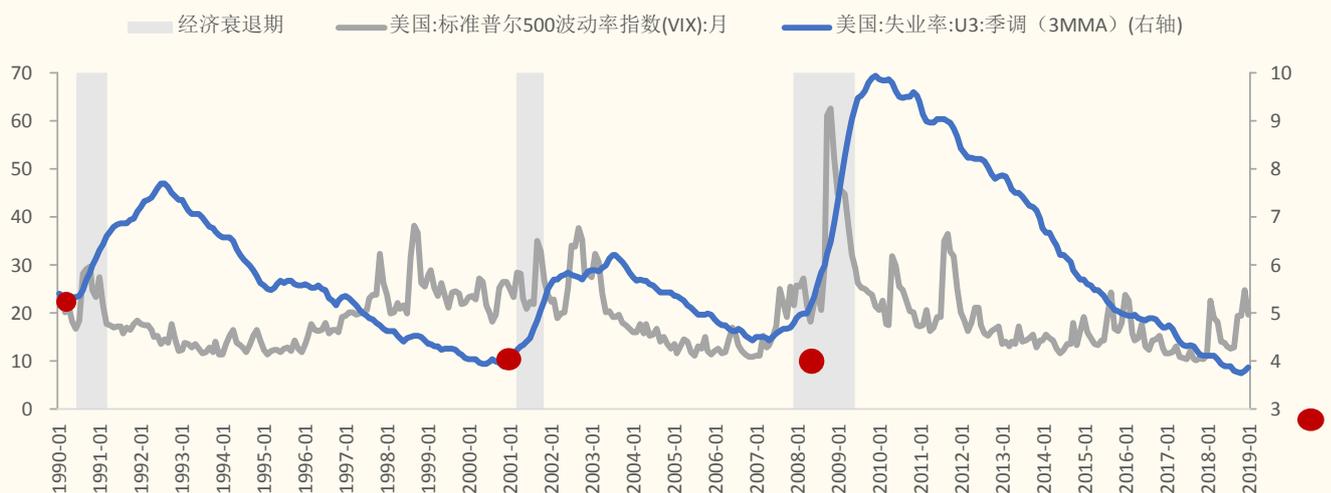
当前的金融市场由于去年年底的调整仍然相对稳定。美联储工作人员就其对金融稳定的潜在风险的看法提供了最新情况, 表示在2017年和2018年的大部分时间里, 市场一直处于历史上较低的波动性环境, 如今市场回到了历史上更为典型的水平。然而, 去年12月金融市场波动性的上升被认为是实质性的, 年底流动性的稀薄以及其它因素可能加剧了这种波动。与会者们认为, 自2018年11月《金融稳定报告》(financial stability report)提出评估以来, 股票和公司债券市场的资产估值压力有所减轻。鉴于去年底息差大幅上升和发行放缓, 委员会将继续关注杠杆贷款市场的发展。非金融企业债务总额与GDP之比接近历史

高位，被视为可能放大对企业不利冲击的一个因素，但与家庭部门债务有关的风险是温和的。

此次货币政策纪要上并没有出现降息的信号，整体对利率保持中立的态度。虽然此前耶伦表明美联储可能会有降息的选择，但从此次的美联储会议纪要中显示鉴于全球经济和金融形势的发展，以及通胀压力的减弱，在决定未来调整联邦基金利率目标区间以支持这些结果时，委员会可能会保持耐心。评估当前的状况和经济活动的前景后、劳动力市场和通胀，成员决定维持联邦基金利率目标区间的 2¼-2½%。委员们指出，有关货币政策立场近期调整的决定，仍将适当地取决于未来数据所反映的前景演变。关于会后声明，成员们同意将最近经济活动增长的特征从“强劲”改为“稳健”，表现得更多得是从紧货币到稳货币的态度，这就意味着当前并没有考虑到降息这个选项，同时美联储主席鲍威尔在会后对记者表示，决策者既未强烈倾向于加息也未强烈倾向于降息。

当前 VIX 的回落、市场的平静可能预示着风险的累积。根据各家机构的经济衰退模型，如 3M10Y 国债利差倒挂和各种经济投入，美国未来 12 个月经济衰退的可能性在去年 12 月飙升，在今年 1 月达到 40%-60%左右，经济衰退的概率激增与 VIX 目前回落表现的不一致，当前 VIX 现在趋势低于其 2018 年的平均水平。但 VIX 的回落并不能代表着衰退不会来临。从历史上来看，尽管经济衰退风险在 2006 年迅速增加，但在 2007 年 VIX 并没有出现大幅上升，2008 年则出现了经济危机。虽然此次美联储偏鸽的货币政策态度，有望延缓经济衰退发生的时间，但可能经济减速仍难以避免。当前，劳动力市场保持强势，但收益率曲线仍然出现了倒挂，美股进入熊市，以及经济的部分指标出现了恶化，即使促使美联储在年底开始宽松周期，对经济形成了短期的支撑，但可能也只是暂时的。

图表 3: VIX 回落、3MMA 的 U3 失业率上升，出现经济衰退的概率上升



来源: Wind, 国金证券研究所

二、2月欧元区、美国制造业 PMI 初值、1月美国成屋销售走弱

1. 欧元区 2 月制造业 PMI 初值降至收缩区间，创 68 个月来新低

2 月 21 日 Markit 公布数据显示，欧元区 2 月份综合 PMI 初值 51.4，高于前值

51.0，也高于预期值 51.1，为 3 个月的最高点。欧元区 2 月份制造业 PMI 初值 49.2，低于 1 月 50.5，也低于预期值 50.3，为 68 个月来最低点。欧元区 2 月份服务业 PMI 初值 52.3，高于前值 51.2，也高于预期值 51.3，为 3 个月来最高点。

尽管商业活动增速加快，但由于新订单连续下降，需求仍有疲软迹象。2 月份欧元区经济仍接近停滞，制造业新订单降幅创近 6 年来最大，新出口订单降幅也高于 1 月份。制造业拖累了整体经济表现，当月陷入收缩。汽车行业进入收缩，产量近 6 年来首次下降，新订单大幅减少。欧元区私营部门 2 月份的产出增速略有加快，但扩张速度仍较为缓慢。随着德国经济形势好转和法国经济企稳，服务业活动也以 3 个月来最快速度增长，欧元区两个最大经济体以外的产出增长仅为温和，连续第二个月放缓，至 2013 年 11 月以来的最低水平。不断上升的避险情绪抑制了需求、投资和支出。今年第一季度中期，通胀压力将有所减弱。投入成本通胀率连续第四个月走软，为一年半来最低。2 月份就业出现亮点，以稳健的速度增加，增速强于年初。服务业就业增速加快，制造业就业保持稳定。企业信心数据亦令人乐观，对未来 12 个月前景的信心达到四个月高位，但制造业的乐观情绪有所下降。出现了一系列不利因素，包括全球贸易保护主义担忧、英国脱欧、汽车业低迷、政治不确定性增加以及对更广泛经济前景的担忧。目前制造业已进入 2013 年年中以来的首次低迷。随着工厂订单数量以更快的速度恶化，未来几个月，商品生产部门的收缩速度可能会进一步恶化。

德国 2 月制造业 PMI 初值继续走低

2 月 21 日 Markit 公布数据显示，德国 2 月份综合 PMI 初值 52.7，高于前值 52.1，也高于预期值 52.0，为 4 个月的最高点。德国 2 月份制造业 PMI 初值 47.6，低于 1 月 49.7，低于预期值 49.8，为 74 个月来最低点。德国 1 月份服务业 PMI 初值 55.1，高于前值 53.0，也高于预期值 52.9，为 5 个月来最高点。

由于出口进一步大幅下滑，制造业订单出现了 6 年半以来的最大降幅。汽车行业的订单减少，同时也突显出亚洲(尤其是中国)的需求下降，这与持续的贸易紧张和欧洲内部日益增长的竞争压力有关。尽管服务业商业活动的扩张速度加快至 5 个月来最快，但制造业产出却陷入萎缩。服务业的业务出现 3 个月来的首次增长。除了产出萎缩外，整体制造业指数的下滑也反映出新订单、采购库存和供应商交货时间构成的负面影响。2 月份通胀压力总体有所缓解。平均价格涨幅为 19 个月来最低，出厂价格涨幅降至 2016 年 11 月以来的最低水平。与此同时，企业投入价格出现了一年半以来的最小增幅，但增幅仍高于历史平均水平。制造业采购价格走弱，在一定程度上与投入需求下降有关。就业增长达到去年 10 月以来的最高水平，其中服务业就业人数增幅最大。由于服务供应商的乐观情绪有所改善，整体商业信心在 2 月份升至 5 个月来的最高水平。与此同时，制造商仍对未来 12 个月的商业活动前景感到悲观，预期降至 6 年来的最低水平。

法国 2 月 PMI 初值数据企稳

2 月 21 日 Markit 公布数据显示，法国 2 月份综合 PMI 初值 49.9，高于前值 48.2，也高于预期值 48.9，为 3 个月的最高点。法国 2 月份制造业 PMI 初值 51.4，高于 1 月 51.2，也高于预期值 51.0，为 5 个月来最高点。法国 2 月份服务业 PMI 初

值 49.8，高于前值 48.2，也高于预期值 48.5，为 3 个月来最高点。

2 月份，法国私营企业的新订单下降速度有所放缓。尽管新业务连续第三个月收缩，但总体降幅很小。在经历了 12 月和 1 月的连续收缩后，产出普遍企稳。与此同时，制造商 2 月份的产量普遍企稳。在 1 月份的收缩之后，经济出现了轻微复苏，尽管增幅低于历史平均水平。2 月份，法国私营企业面临的投入价格通胀连续第二个月放缓。总体成本负担以 10 个月来最慢的速度增长，制造商录得一年半多来最温和的增长。与此同时，服务公司公布的通货膨胀率与 1 月份基本一致。与投入成本的趋势类似，平均产出费用的增幅也低于 1 月份。私营企业在 2 月份以更快的速度增加了员工数量，主要得益于服务提供商创造就业岗位的速度加快，而制造商的劳动力数量也出现了小幅增长。与 2 月份产出普遍企稳一致，私营部门企业对商业前景仍持乐观态度。尽管制造商信心略有下降，但信心水平与 1 月份大体一致。

2. 美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值低于预期

市场调查机构 Markit 的数据显示，美国 2 月制造业 PMI 初值为 53.7，低于预期 55.0 和前值 54.9；美国 2 月服务业 PMI 初值为 56.2，高于预期 54.3 和前值 54.2；美国 2 月综合 PMI 初值为 55.8，高于前值 54.4。

2 月私营部门产出增长重获动能，服务业活动强劲回升，抵消了制造业活动放缓的影响。2 月积压工作量已连续第二个月出现增长，未完成工作的增加幅度是自 2018 年 5 月以来最大的。恶劣的天气状况打乱了 2 月份的生产计划。投入成本通胀仍远低于 2018 年第四季度的平均水平。较高的业务费用和需求状况的改善导致服务部门公司收取的平均价格再次稳步上升。尽管生产放缓，新订单增长放缓，但制造业就业形势再次强劲好转。与此同时，投入价格通胀连续第四个月放缓，达到 2017 年 8 月以来的最低水平。强劲的客户需求也帮助提振了 2 月份的就业岗位创造，私营部门就业人数以去年 9 月以来的最快速度增长。新业务增长率为 4 个月来最高，但仍低于 2018 年春季的峰值。自 1 月份以来，企业的乐观情绪略有减弱。企业预期低迷在一定程度上与对全球经济前景的担忧有关，美国制造商的信心出现了明显的下降。

3. 美国 2 月费城联储制造业指数跌至负值，自 2016 年 5 月首次降至负值

美国费城联储 2 月 21 日公布的数据显示，美国 2 月费城联储制造业为 -4.1，低于预期 14.7 和前值 17。费城联储制造业指数跌至负值，表明该地区制造业活动严重萎缩。

装船指数和新订单指数的下降拉低了费城联储制造业指数。分类数据显示，装船指数为 -5.3，低于前值 11.4；就业指数为 14.5，略高于前值 9.6；物价支付指数为 21.8，低于前值 32.7，物价支付指数从 2018 年 7 月开始下降，2 月物价支付指数为 2017 年 7 月以来最低值；物价获得指数为 27.7，略高于前值 24.8；由于公司雇佣人数增多，就业指数增高，就业指数为 14.5，高于前值 9.6；新订单指数为 -2.4，低于前值 21.3。费城联储制造业指数暗示 2 月费城制造业趋弱，但是人们预期接下来的 6 个月将会有大幅增长。

4. 美国 12 月核心耐用品订单意外两月连续下跌，商业投资降温

美国商务部 2 月 21 日公布的数据显示，美国 12 月耐用品订单环比初值为 1.2%，低于预期 1.8%，高于前值 1.0%。耐用品订单增速低于预期，在五个月内出现过

四次，代表美国经济增长势头减弱。美国 12 月扣除运输耐用品订单环比初值为 0.1%，低于预期 0.3%，高于前值下降 0.2%。美国 12 月扣除飞机非国防耐用品装船指数环比增加 0.5%，高于预期 0%和前值下降 0.2%。美国 12 月扣除飞机非国防耐用品订单环比初值下降 0.7%，低于预期上升 0.1%和前值下降 0.1%。

国防用飞机订单对耐用品订单形成拖累。其他核心制造业领域的需求疲软，商业投资在年底不断下滑。分项数据来看，对交通运输设备的订单上涨 3.3%，其中商用飞机订单激增 28.4%，但国防用飞机订单骤降 30.5%；机动车及零部件订单上涨 1.2%。除了电脑和电子元件订单保持不变、金属制品订单上涨之外，初级金属订单下跌 0.9%、机械订单跌 0.4%、网络和电气化设备、家居产品及零部件订单下滑，通讯设备订单下跌 5%，创近两年来最大月度跌幅。美国 12 月耐用品订单增速出乎意料地低于预期，是五个月里第四次出现类似情况，预示着受美国进一步趋紧的政策等因素影响，美国经济增长势头减弱。

5. 美国 1 月成屋销售数据再度暴跌，连续两个月创 3 年多新低

美国全国房地产经济人协会 2 月 22 日公布的数据显示，美国 1 月成屋销售同比 494 万户，低于预期 500 万户和前值 499 万户。美国 1 月成屋销售年化环比下降 1.2%，低于预期 0.2%，高于前值下降 6.4%。

除了东北地区，其他地区均对成屋销售形成拖累。分地区来看，南部、中西部和西部 1 月成屋销售均同比大幅下降，分别降低 8.4%、7.9%和 13.8%，仅东北部增长 1.4%。成屋销售创新低，但是美国房价并没有加速走高。1 月成屋售价中位值同比增长 2.8%，增加值为 24.75 万美元，增幅为 2012 年 2 月以来最小。美国房地产市场受到住房按揭贷款利率自 2016 年以来高涨、土地和劳动力短缺的影响，这些因素导致房屋存量吃紧、房价上涨。近几个月，30 年抵押贷款固定利率一直在下滑，房价涨势趋缓。

6. 德国 2 月 IFO 景气指数创 4 年多新低

德国研究机构 IFO 2 月 22 日公布的数据显示，德国 IFO 景气指数为 98.5，低于预期 98.9 和前值 99.3。德国 2 月 IFO 商业现况指数为 103.4，低于预期 103.9 和前值 104.5。德国 2 月 IFO 商业预期指数为 93.8，低于预期和前值 94.3。

IFO 景气指数的回落反映出企业家们对德国当前的经济状况和未来前景转向悲观。德国 2 月 IFO 商业现况指数为 103.4，低于预期 103.9 和前值 104.5。德国 2 月 IFO 商业预期指数为 93.8，低于预期和前值 94.3。悲观的信心数据暗示企业家们继续对欧洲最大的经济体德国的前景继续看衰，这种悲观的情绪是由制造业、服务业和建筑业日益增长的悲观情绪推动的。

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_14053

