

证券研究报告 / 宏观专题报告

美联储一致同意提前结束缩表，人民币汇率更具稳定基础——美联储1月会议纪要解读

报告摘要：

美东时间1月20日下午2:00（北京时间21日凌晨3:00），美联储公布1月份会议纪要。美元指数短线跳涨，随后回调并震荡；离岸人民币汇率小幅贬值，随后明显升值，今日午间升破6.7关口。美国三大指数小幅收涨，黄金短线下跌。

1月份会议纪要核心的关注点即为美联储的缩表进程。会议纪要指出，目前市场参与者认为有众多因素导致了股市及市场利率的波动，包括全球经济的悲观预期（尤其是欧洲和中国）、政策上的不确定性以及此前政府关门的影响。根据会议纪要，几乎所有的与会者都同意宣布美联储的缩表计划将在年内不久之后（before too long）停止。

会议纪要表述上来看，美联储形容去年第四季度经济增长仍将“稳健”（solid），较12月份的表述“强劲”（strong）有所弱化。我们认为，目前多项前瞻性指标（PMI、消费者信心指数、耐用品订单等）都反映出美国经济未来存在较大压力。同时，随着去年年初的大规模减税刺激效果的消退，以及进一步减税和基建计划的难产，美国经济的后续动能不足，在今年将呈下滑趋势。

随着美联储进一步释放鸽派信号，美元的强劲势头今年更难维持，而人民币汇率则更具稳定的基础。今日人民币汇率升破6.7，印证了我们一直以来“人民币兑美元不会贬值破7”的论断。目前中美谈判正处于最紧张的博弈阶段。在此背景下，人民币汇率贬值刺激出口不利于和谈的顺利进行，故而人民币汇率仍会稳定。考虑到中美协议有望达成，人民币有一定概率升值突破6.5，探至6~6.5区间内。

目前美日欧三大央行全面转鸽，将大幅缓解全球流动性的压力，降低新兴市场崩溃的可能性。汇率贬值的压力逐步缓解，央行货币政策的可操作空间更大。未来有进一步的全面降准、及通过公开市场操作降低市场利率的可能。同时，央行表示货币政策未来将相机决策，视现有政策效果而定。如果今年经济下行压力加大，货币传导不畅，央行也将有可能降低政策基准利率。但是目前来看，商业银行的贷款利率尚在基准利率之上，降低基准利率的必要性不大，货币传导是否通畅为目前政策需要呵护的重点。



相关报告

《美联储释放暂停加息信号，人民币再度大涨——美联储1月会议点评》（20190131）

《美联储或提前结束缩表，美国政府暂时结束停摆——海外宏观周度观察（2019年第4周）》（20190127）

《美政府停摆超历史纪录，英脱欧协议遭否决——海外宏观周度观察（2019年第3周）》（20190120）

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 美联储公布会议纪要，市场小幅震荡	3
2. 美联储不久将结束缩表.....	3
3. 美国增长预期下调	4
4. 人民币汇率更具稳定基础.....	5
5. 全球流动性压力缓解，国内货币政策可更灵活	6

图 1: 美元指数短线跳涨后震荡	3
图 2: 人民币汇率震荡后显著升值.....	3
图 3: 美联储资产负债表规模.....	4
图 4: 11 月 PCE 回落，核心 PCE 小幅上升	5
图 5: 消费者信心下滑明显	5
图 6: 耐用品订单增速下滑	5
图 7: PMI 趋势向下	5
图 8: 人民币汇率区间稳定	6
图 9: 三月份利率不变的概率为 96.1%.....	7
图 10: 全年利率不变的概率为 87.6%.....	7

1. 美联储公布会议纪要，市场小幅震荡

美东时间 1 月 20 日下午 2:00 (北京时间 21 日凌晨 3:00)，美联储公布 1 月份会议纪要。会议纪要主要关注点在于未来的美联储缩表进程，参会人员一致同意将不久结束缩表，并小幅下调了美国未来的经济预期，整体基调偏鸽。

由于 1 月份会议决议及之后的新闻发布会上，美联储已经释放了暂缓加息及下调经济预期等信号，此次会议纪要内容基本已被市场预期。会议纪要公布后，美元指数短线跳涨，随后回调并震荡；离岸人民币汇率小幅贬值，随后明显升值，今日午间升破 6.7 关口。美国三大指数小幅收涨，道指全日累涨 0.24%，纳指累涨 0.03%，标普 500 累涨 0.18%。黄金短线下跌。

图 1: 美元指数短线跳涨后震荡



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 人民币汇率震荡后显著升值



数据来源: 东北证券, Wind

2. 美联储不久将结束缩表

1 月份会议纪要核心的关注点即为美联储的缩表进程。此前的会议纪要中，对缩表进程讨论甚少，而本次则将缩表作为整个会议的讨论最重点。

会议纪要指出，目前市场参与者认为有众多因素导致了股市及市场利率的波动，包括全球经济的悲观预期（尤其是欧洲和中国）、政策上的不确定性以及此前政府关门的影响。而市场认为美联储此前的货币政策不够灵活。对此，美联储明确表示将以灵活的方式完成资产负债表的正常化，必要时将对缩表计划作出更改。

美联储认为，尽管一年多以来的经验表明，平稳的缩表不会对金融市场产生明显影响，且利率政策才是美联储货币政策的最重要工具，但是为了达到美联储的宏观调控目标，灵活处理缩表进程、做出适当改变也是必要的。

根据会议纪要，几乎所有的与会者都同意宣布美联储的缩表计划将在年内不久之后（before too long）停止。大多数人认为，当缩表停止时，美联储的备付金量仍会高于中性水平（目前为 1.6 万亿）。很多人建议届时可以再使备付金水平缓慢降低至中性水平，少数人则认为没有必要继续降低。

总体上看，缩表进程已经基本明确会在不久之后终止，纪要中也没有再提到加息。其后的少数分歧讨论不影响整体偏鸽的表态。

图 3: 美联储资产负债表规模



数据来源: 东北证券, Wind

3. 美国增长预期下调

会议纪要中，美联储官员及与会者也对未来经济增长做出了展望。从表述上来看，美联储形容去年第四季度经济增长仍将“稳健”（solid），较 12 月份的表述“强劲”（strong）有所弱化。

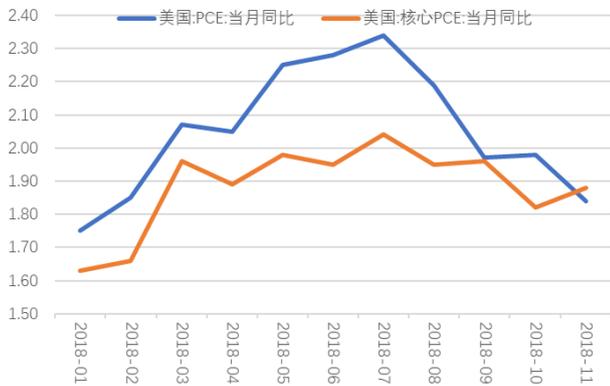
在对近期经济数据的回顾中，美联储整体仍为较乐观的态度。具体来看，美联储仍将 PCE 作为最重要的通胀观察指标，认为能源价格的下跌导致了 11 月 PCE 同比不及 2%。就业市场数据较好，居民消费水平持续增长。密歇根大学消费者信心指数有所下降，但依然处于较好的水平。居民住宅投资及成屋销售数据下滑明显，美联储认为主要因为房价上涨抑制了需求。商业设备投资的前瞻性指标——耐用品订单在近期增长缓慢。

在对未来的经济展望中，美联储表示小幅下调了经济增长预期（没有具体数值），主要因为国内股市表示不如人意，且国外主要经济体增长放缓。美联储官员认为美国去年第四季度的增长仍将稳健，因为居民消费和商业投资都将对经济有明显拉动，且政府停摆对去年第四季度的影响较小。今年一季度美国经济增长将放缓但仍能保持稳健，政府停摆对一季度的经济有影响，但增速将在第二季度扭转。2019 年全年的经济增速仍将高于潜在增长率，2020 年将回归潜在增长率，随后的 2021 年将低于潜在增长率。通胀水平方面，美联储认为核心 PCE 在全年将维持 2% 的水平，而 PCE 则会由于能源价格的影响而相对偏低。

我们认为，目前多项前瞻性指标（PMI、消费者信心指数、耐用品订单等）都反映

出美国经济未来存在较大压力。同时，随着去年年初的大规模减税刺激效果的消退，以及进一步减税和基建计划的难产，美国经济的后续动能不足，在今年将呈下滑趋势。

图 4: 11月 PCE回落, 核心 PCE小幅上升



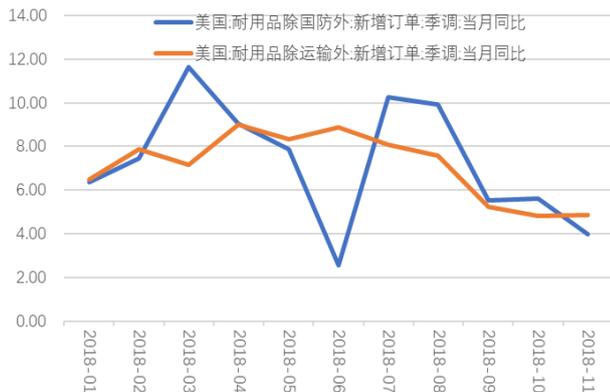
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 消费者信心下滑明显



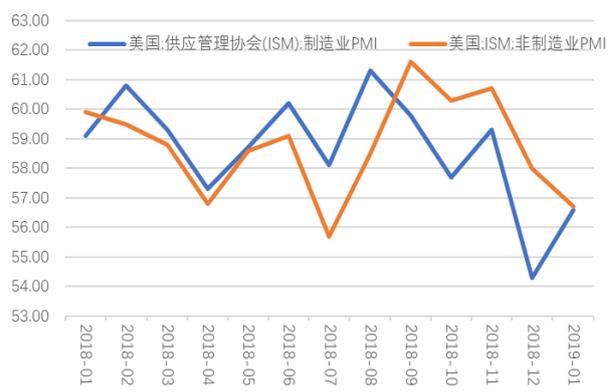
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 耐用品订单增速下滑



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: PMI 趋势向下



数据来源: 东北证券, Wind

4. 人民币汇率更具稳定基础

随着美联储进一步释放鸽派信号，美元的强劲势头今年更难维持，而人民币汇率则更具稳定的基础。今日人民币汇率升破 6.7，印证了我们一直以来“人民币兑美元不会贬值破 7”的论断。

目前中美谈判正处于最紧张的博弈阶段。在中美两国经济增长都面临压力的情况下，达成协议、停止关税战是双方的一致诉求。而美国和解的重要条件之一，就是缩小中美贸易顺差，在此背景下，人民币汇率贬值刺激出口不利于和解的顺利进行。同时，随着国内政策持续发力，经济下行速度减缓，人民币也不具备持续贬值的基础。

根据外交部发言人耿爽的最新表态，中国是一个负责任的大国，不会搞竞争性货币

贬值，也不会将人民币汇率作为工具来应对贸易争端。这表明中国不会利用人民币贬值刺激出口，保持人民币汇率的稳定才是中国的目标。

我们认为人民币汇率仍会稳定。考虑到中美协议有望达成，人民币有一定概率升值突破 6.5，探至 6~6.5 区间内。需要警惕的风险因素为：1. 中美谈判不顺利，关税战升级。2. 中国经济超预期下滑。这两种情况可能会导致人民币出现较大贬值。

图 8: 人民币汇率区间稳定



数据来源：东北证券，Wind

5. 全球流动性压力缓解，国内货币政策可更灵活

在美联储 1 月会议后的新闻发布会上，鲍威尔明确将暂缓加息；今日会议纪要又显示将提前结束缩表，美联储鸽派倾向更加明显。欧洲央行的 1 月利率决策会议也表示仍需要大规模刺激维持通胀；日本经济增长和通胀水平持续低迷，需要长期维持货币宽松。三大央行全面转鸽，将大幅缓解全球流动性的压力，降低新兴市场崩溃

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_14103

