

美联储加息近尾声，我国政策利率下调可期

主要结论：

一、美联储加息近尾声，我国政策利率下调可期

■ **美元 Libor 利率的下行反映了伴随着美国经济的逐步走弱，美联储加息已接近尾声。**去年12月20日美联储加息以来，3个月美元 Libor 呈现下降态势，从2.82%下降13bp至2.69%。自2015年12月美联储开启加息周期以来，美元资金利率整体呈现上升趋势，3个月美元 Libor 利率的下行反映了伴随着美国经济的逐步走弱，美联储加息已接近尾声。**回顾此前美联储三次加息周期，我们发现在每次加息周期中，最后一次加息结束后两个月，3个月 Libor 均呈现下降趋势。**具体来看：第一个周期：1992年9月-1995年2月；第二个周期：1998年11月-2000年5月；第三个周期：2003年6月-2006年6月。在最后一次加息结束后两个月，3个月美元 Libor 分别下跌了6.25bp、6.88bp和10.81bp。其中，第一、第三次加息周期中，3个月 Libor 整体处于上升趋势，与本次加息周期中表现类似。3个月美元 Libor 利率的下行反映了伴随着美国经济的逐步走弱，美联储加息已接近尾声。在美联储加息接近尾声的情况下，美元资金利率的走弱有助于稳定人民币汇率，同时将有助于我国货币政策内外部均衡的更好实现，货币政策将有更大定力关注内部均衡问题。随着 PPI 通缩的临近，我国货币政策的重心将从融资难转向融资贵，我国政策利率下调可期。在降准3-4的基础上，预计2季度开始，可能会下调公开市场操作利率和 MLF 利率。

二、全球央行观察

- **中国央行：**孙国锋再次表示，推动基准利率和存贷款的市场利率两轨合一轨，要更多发挥央行政策利率对市场利率和信贷利率的传导作用。
- **美联储：**部分官员支持暂缓加息。堪萨斯城联储主席 George 表示，美国经济现况相当不错，并且有持续动力；支持暂缓加息。旧金山联储主席 Daly 表示，美联储今年有较大可能不用加息；缩表进程在今年停止是可行的。美联储理事 Brainard 表示，减税政策对经济的刺激作用正在消退；现在保持政策利率不变是合适的，缩表应该再2019年前期结束。克利夫兰联储主席梅斯特 Mester 表示，渐进式缩表并没有对市场造成不利影响，如果有必要，缩表计划可以调整。
- **欧央行：**部分官员表示有可能开展新的 TLTRO 操作。欧央行执委 Coeure 表示，经济放缓的强度和规模明显超过预期；新的定向长期再融资操作（TLTRO）是有可能的，正在进行讨论。欧央行管委、德国央行行长 Weidmann 表示，经济疲软时间比预期更持久一些。欧央行管委、首席经济学家 Lane 表示，当前经济面临下行风险，货币政策将依赖于经济数据表现。
- **日本央行：**黑田东彦表示宽松货币政策需要关注对金融机构的副作用。
- **其他央行：**新西兰联储维持政策利率不变。

二、文献推荐

- 欧元区劳动力成本与价格通胀之间的联系（ECB）；美国货币政策和新兴市场信贷周期（NBER）

风险提示：贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

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

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

一、美联储加息近尾声，我国政策利率下调可期

美元 Libor 利率的下行反映了伴随着美国经济的逐步走弱，美联储加息已接近尾声。去年 12 月 20 日美联储加息以来，3 个月美元 Libor 呈现下降态势，从 2.82% 下降 13bp 至 2.69%。自 2015 年 12 月美联储开启加息周期以来，美元资金利率整体呈现上升趋势，3 个月美元 Libor 利率的下行反映了伴随着美国经济的逐步走弱，美联储加息已接近尾声。与隔夜 Libor 相比，3 个月 Libor 期限足够长，美联储联邦基金目标利率与市场参与者均对其有影响，使其能更敏感的反映市场预期。回顾此前美联储三次加息周期，我们发现在每次加息周期中最后一次加息结束后两个月，3 个月 Libor 均呈现下降趋势。具体来看：第一周期：1992 年 9 月-1995 年 2 月，第二周期：1998 年 11 月-2000 年 5 月，第三周期：2003 年 6 月-2006 年 6 月。在最后一次加息结束后两个月，3 个月美元 Libor 分别下跌了 6.25bp、6.88bp 和 10.81bp。其中，第一、第三次加息周期中，3 个月 Libor 整体处于上升趋势，与本次加息周期中表现类似。3 个月美元 Libor 利率的下行反映了伴随着美国经济的逐步走弱，美联储加息已接近尾声。

美国经济将进一步走弱。从私人消费来看，一方面，特朗普减税政策效果将逐步消退，2017 年美国联邦财政收入中个人所得税占比 47.86%，减税增加了个人收入，同时企业所得税的下调也间接促进了居民消费。随着政府赤字的不断攀升，以减税和增加支出为代表的顺周期财政措施对于经济的提振作用预计在将开始逐步消退；另一方面，未来经济增长的不确定性，以及消费信心的走弱，私人消费也将开始走弱。私人投资方面，由于住房需求受到房价和抵押贷款利率上升的抑制，美国新建住宅销售已经开始走弱，预计私人住宅投资也将受到制约。最后，随着全球经济的逐步走弱，净出口对美国经济的拉动作用也将逐步减弱。

2019 年以来，无论是从市场预期还是美联储官员的表述来看，美联储加息预期都已降温。一方面，从联邦基金利率期货数据反映的市场预期来看，市场认为美联储今年大概率（90% 以上）保持政策利率不变，甚至年底以及 2020 年初降息的概率也已经开始上升；另一方面，美联储多位官员在不同场合均表示今年货币政策将保持耐心。具体来看，美联储主席鲍威尔表示“在利率政策保持耐心可以很好支持经济，加息的可能性在降温”，旧金山联储主席 Daly 表示“美国住房市场放缓是由于利率的上升，美联储将在货币政策上保持耐心”，圣路易斯联储主席 Bullard 表示“美联储目前无需加息，利率处于良好水平”，达拉斯联储主席 Kaplan 表示“美联储应当在未来 1-2 个季度保持耐心”，以及堪萨斯城联储主席 George 表示“支持暂缓加息”等。

在美联储加息接近尾声的情况下，美元资金利率的走弱有助于稳定人民币汇率，同时将有助于我国货币政策内外部均衡的更好实现，货币政策将有更大定力关注内部均衡问题。随着 PPI 通缩的临近，我国货币政策的重心将从融资难转向融资贵，我国政策利率下调可期。2018 年四次降准，我国货币政策的重心在于化解企业融资难问题。进入 2019 年，一方面，全球经济走弱造成大宗商品需求减少，将带动国际大宗商品价格走低；另一方面，国内固定资产投资继续下行，国内投资需求走弱，也将对大宗商品价格形成拖累。综合两方面来看，年内 PPI 存在同比转负的可能性。随着 PPI 通缩的临近，货币政策的重心将从融资难转向融资贵。在降准 3-4 的基础上，预计 2 季度开始，可能会下调公开市场操作利率和 MLF 利率，以便避免实际利率的被动上升，为实体经济创造适宜的货币环境。

二、全球央行观察

1. 中国央行：更多发挥央行政策利率对市场利率和信贷利率的传导作用

国内货币市场流动性宽松。2月15日，R007、DR007、Shibor3M分别为2.35%、2.22%、2.80%，较2月3日分别小幅波动2.87bp、-10.41bp、-9.8bp。本周四有1000国库现金定存到期，无逆回购到期。

2月15日，在1月金融数据解读吹风会上，关于降息问题，央行货币政策司长孙国锋表示，推动基准利率和存贷款的市场利率两轨合一轨，要更多发挥央行政策利率对市场利率和信贷利率的传导作用。具体来看“首先要更加关注实际的贷款利率的变化，去年以来人民银行采取了各种货币政策的措施，保持了流动性合理充裕，所以我们可以看到货币市场利率是下行的。债券市场比如说国债利率，收益率是下行的，企业债券利率都是下行的，贷款的利率走势也是下行的，特别是在去年最后的四个月，贷款利率下行的态势比较明显，尤其是小微企业贷款利率是下行的。今年1月份的数据中这个趋势还在继续的保持，企业的融资成本是在下降的。另一方面，也要看到利率市场化的推进，两轨合一轨，我们也在不同场合谈到过这个问题，推动基准利率和存贷款的市场利率两轨合一轨，这个过程中要更多地发挥央行的政策利率对市场利率和信贷利率的传导作用，我想从实际的效果来看，以及从利率市场化推进的进程这两个角度看，我们可以多关注实际的银行的贷款利率的变化。”

香港货币市场流动性宽松，Libor-Hibor利差扩大。2月15日，Hibor隔夜、1周、3个月较上周（2月8日）波动-25.30bp、-16.64bp、0.86bp至0.57%、0.73%、1.72，Libor-Hibor利差扩大至162bp。

2月13日，中国央行在香港发行两期人民币央行票据，其中3个月期和1年期央行票据各100亿元，中标利率分别为2.45%和2.80%，较去年11月中标利率分别下降134bp、140bp。

2. 美联储：部分官员支持暂缓加息

堪萨斯城联储主席 George 表示，美国经济现况相当不错，并且有持续动力；支持暂缓加息，这样美联储可以对先前几次加息的影响进行评估。

旧金山联储主席 Daly 表示，美联储今年有较大可能不用加息；预计今年美国经济增速为2%，通胀率为1.9%；如果经济走势意外上行美联储可能会加息；缩表进程在今年停止是可行的。

亚特兰大联储主席 Bostic 表示，支持美联储在2019-20年分别加息一次；缩表结束后资产负债表规模高于金融危机前水平。

美联储理事 Brainard 表示，减税政策对经济的刺激作用正在消退；海外经济增速放缓，政策不确定性仍较高；最新零售销售数据加重美国经济所面临的下行风险；现在保持政策利率不变是合适的，缩表应该再2019年前期结束。

费城联储主席 Harker 表示，预计美联储将在2019-20年分别加息一次；通胀压力略微偏向下行。

克利夫兰联储主席梅斯特 Mester 表示，渐进式缩表并没有对市场造成不利影响，如果有必要，缩表计划可以调整；2019年美国经济增长将会放缓，但仍将维持良好表现；预计经济增长2%至2.5%；美联储对未来利率调整采取“观望”态度。

3. 欧央行：部分官员表示有可能开展新的 TLTRO 操作

欧央行执委 Coeure 表示，经济放缓的强度和规模明显超过预期；新的定向长期再融资操作（TLTRO）是有可能的，正在进行讨论。

欧央行管委、德国央行行长 Weidmann 表示，经济疲软时间比预期更持久一些。欧央行管委、首席经济学家 Lane 表示，当前经济面临下行风险，货币政策将依赖于经济数据表现。

欧央行管委、荷兰央行行长 Knot 表示，没有迹象表明欧元区进入衰退；静观其变的对当前欧洲央行来说可能是最合适的。

欧央行副行长 Guindos 表示，未讨论延长定向长期再融资操作（TLTRO），将在未来几个月进行分析；欧元区通胀将在未来几个月内继续放缓，欧央行将在制定货币政策上保持审慎态度。

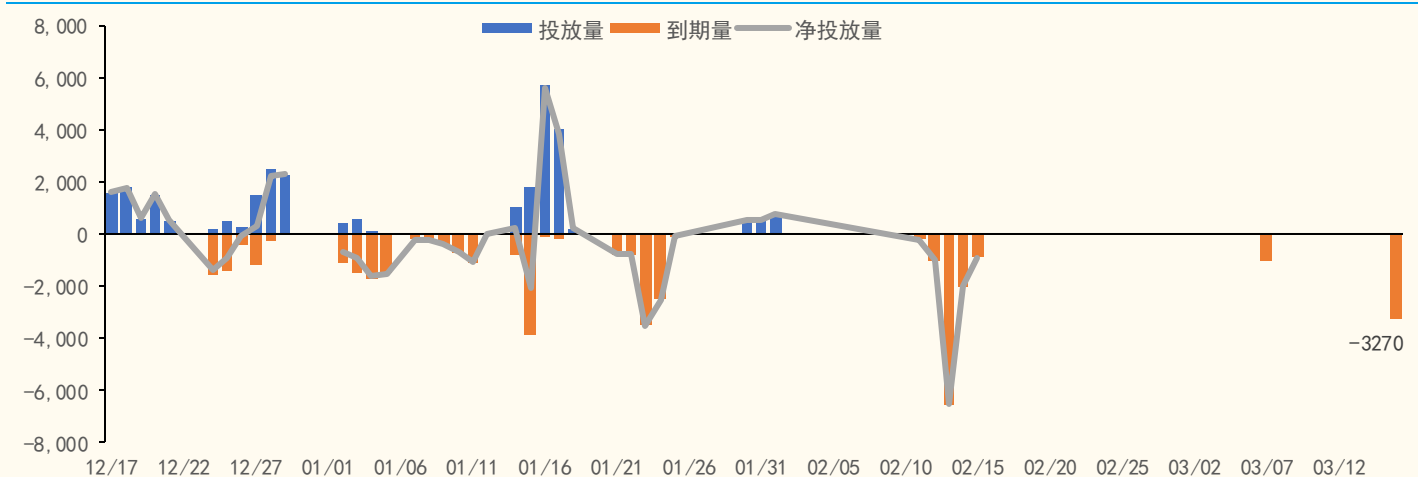
4. 日本央行：宽松货币政策需要关注对金融机构的副作用

日本央行行长黑田东彦表示，银行业的基本盈利在下滑是事实；但银行资本和流动性依旧表现较好；在货币政策执行过程中需要关注其副作用。

5. 其他央行：新西兰联储维持政策利率不变

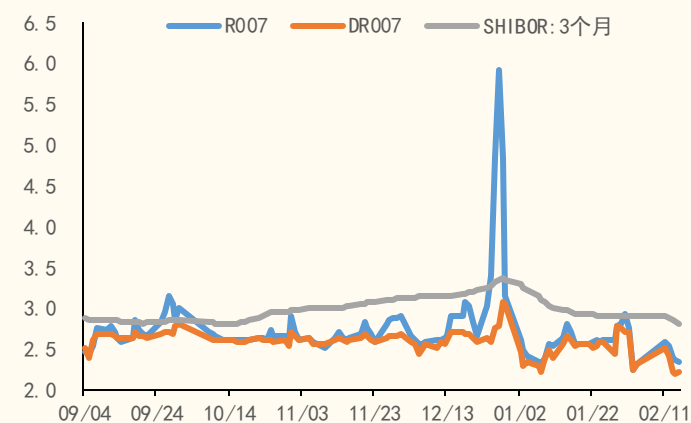
2月13日，新西兰联储维持官方现金利率（Official Cash Rate, OCR）1.75%不变。

图表 1：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览（亿元）



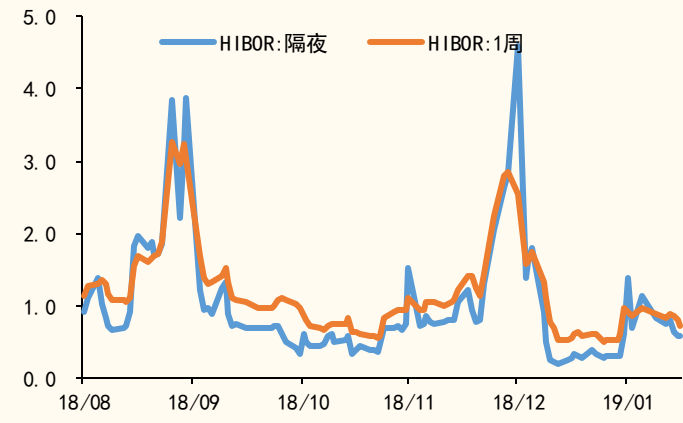
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：中国货币市场流动性宽松（%）



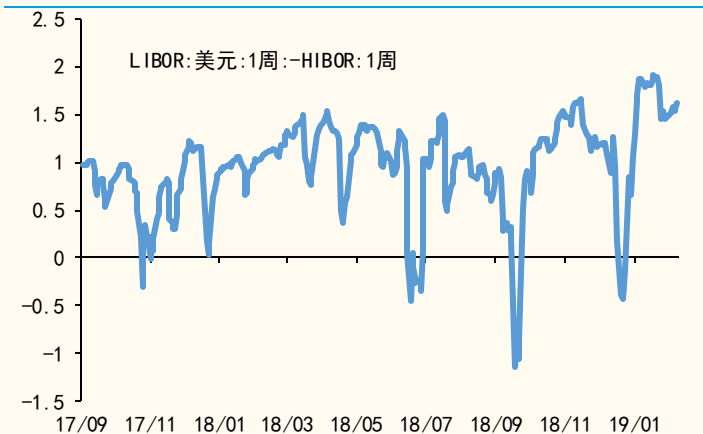
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：香港货币市场流动性宽松（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4: Libor-Hibor 利差走扩 (%)



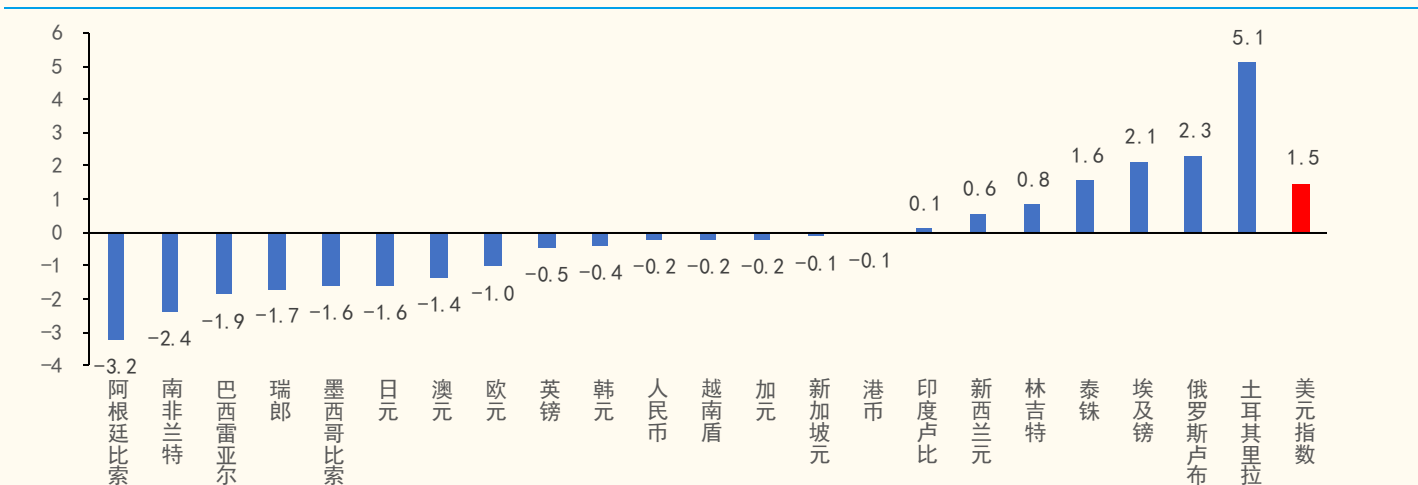
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 联邦基金利率期货显示美联储加息概率很低

FOMC 会议时间	联邦基金利率		
	200-225	225-250	250-275
2019/3/20	1.30%	98.70%	0.00%
2019/5/1	3.20%	96.70%	0.00%
2019/6/19	3.20%	96.70%	0.00%
2019/7/31	3.20%	96.70%	0.00%
2019/9/18	3.10%	92.40%	4.50%
2019/10/30	3.10%	92.40%	4.50%
2019/12/11	12.30%	83.30%	4.00%
2020/1/29	20.20%	74.50%	3.60%

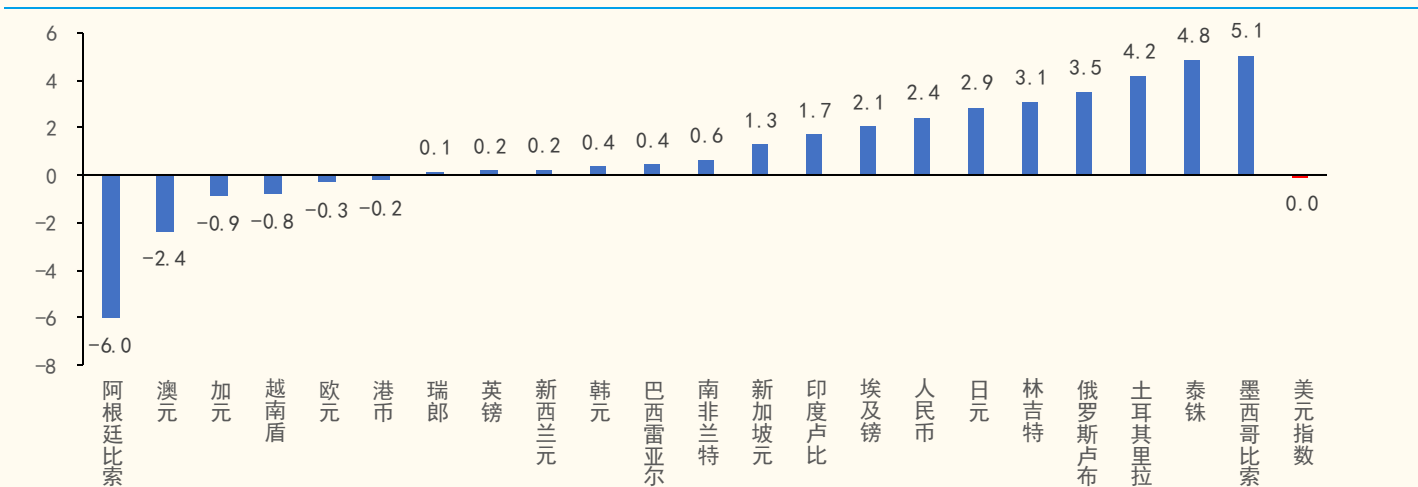
来源: CME, 国金证券研究所

图表 6: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



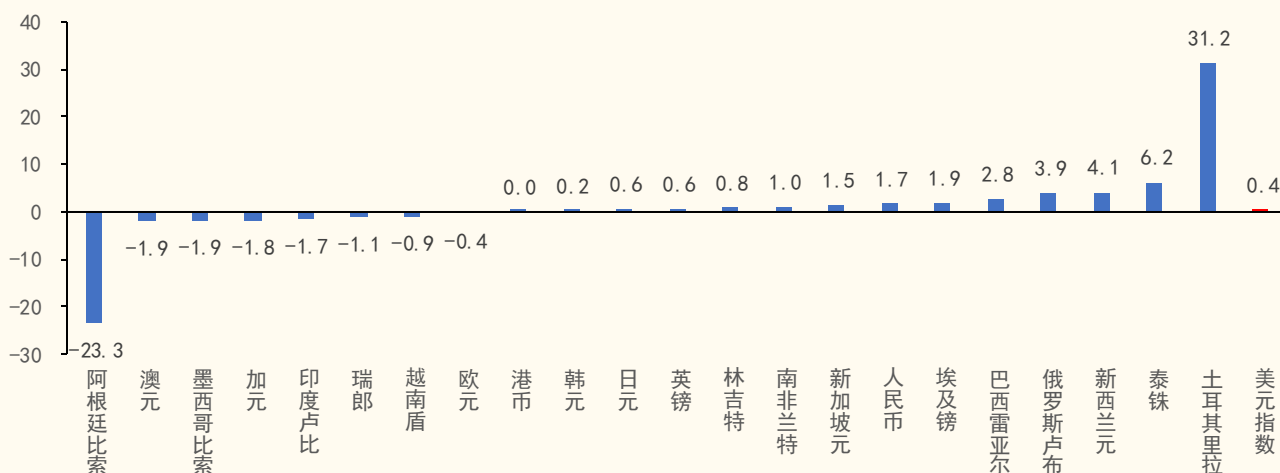
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8：近半年主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
2月15日	考虑到现金回笼与央行逆回购到期、金融机构缴存法定存款准备金等因素对冲后，银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
2月14日	考虑到现金回笼与央行逆回购到期等因素对冲后，银行体系流动性总量处于较高水平，不开展逆回购操作。
2月13日	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收MLF到期和央行逆回购到期等因素的影响，不开展逆回购操作。
2月12日	考虑到现金回笼与央行逆回购到期等因素对冲后，银行体系流动性总量处于较高水平，不开展逆回购操作。
2月11日	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响，不开展逆回购操作。

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 10：上周美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	投票权	上周讲话要点
2月16日	美国旧金山联储主席Daly	2021年	美联储今年有较大可能不用加息；预计今年美国经济增速为2%；通胀率为1.9%如果经济走势意外上行美联储可能会加息；缩表进程在今年停止是可行的。
2月16日	美国亚特兰大联储主席Bostic	2021年	支持美联储在2019-20年分别加息一次；缩表结束后资产负债表规模高于金融危机前水平
2月14日	美联储理事Brainard	2019年	减税政策对经济的刺激作用正在消退；海外经济增速放缓，政策不确定性仍较高。最新零售销售数据加重美国经济所面临的下行风险。现在保持政策利率不变是合适的，缩表应该再2019年前期结束
2月14日	美国费城联储主席Harker	2020年	预计美联储将在2019-20年分别加息一次；通胀压力略微偏向下行。
2月13日	美国克利夫兰联储主席梅斯特Mester	2020年	渐进式缩表并没有对市场造成不利影响，如果有必要，缩表计划可以调整；2019年美国经济增长将会放缓，但仍将维持良好表现；预计经济增长2%至2.5%；美联储对未来利率调整采取“观望”态度。
2月13日	美国堪萨斯城联储主席George	2019年	美国经济现况相当不错，并且有持续动力。支持暂缓加息，这样美联储可以对先前几次加息的影响进行评估。
2月13日	美国亚特兰大联储主席Bostic	2021年	如果美国GDP在2019年增长2.5%，与预期一致，2019年将仅加息一次

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 11：上周欧央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
2月15日	欧洲央行执委Coeure	经济放缓的强度和规模明显超过预期。 新的定向长期再融资操作（TLTRO）是有可能的，正在进行讨论。
2月12日	欧洲央行管委/德国央行行长Weidmann	经济疲软时间比预期更持久一些。
2月12日	欧洲央行管委、首席经济学家Lane	当前经济面临下行风险，货币政策将依赖于经济数据表现。
2月12日	欧洲央行管委/荷兰央行行长Knot	没有迹象表明欧元区进入衰退；静观其变的对当前欧洲央行来说可能是最合适的。
2月11日	欧洲央行副行长Guindos	未讨论延长定向长期再融资操作（TLTRO），将在未来几个月进行分析。 欧元区通胀将在未来几个月内继续放缓，欧央行将在制定货币政策上保持审慎态度。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 12：上周日本央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
2月13日	日本央行行长黑田东彦	银行业的基本盈利在下滑是事实。但银行资本和流动性依旧得到维持。在货币政策执行过程中需要关注其副作用

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 13：上周其他国家央行官员关于货币政策的言论

国家	日期	央行官员	上周讲话要点
英国	2月12日	英国央行行长Carney	预计数据短期内存在波动，不会对短期数据过度解读； 如果英国硬脱欧，政策方向还不明确。
瑞典	2月13日	瑞典央行行长Ingves	欧元区的经济增速放缓很明显。
澳大利亚	2月13日	澳洲联储经济分析主管Heath	2018年下半年数据表明，全球经济增速放缓。
新西兰	2月13日	新西兰联储主席Orr	如果经济增速没有回升，那么可能需要降息，目前并不排除降息的可能性。

来源：Wind，国金证券研究所整理

三、文献推荐

1. 欧元区劳动力成本与价格通胀之间的联系

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_14202



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn