

证券研究报告

## FOMC1月议息会议点评：彻底转“鸽”，联储承诺缩表灵活“充足规模”

### 报告摘要：

**事件：**美联储1月FOMC会议暂不加息，维持联邦基金利率目标区间2.25%-2.5%不变。美联储发出了暂停加息的最强信号，声明承诺对进一步加息有耐心，承认通胀预期下降，将经济表现从“强劲”下调至“稳固”，新增三大段承诺灵活调整缩表。

**核心观察：**(1) 美联储维持了对就业强劲、失业率保持低位、家庭支出保持强劲增长、商业固定投资增速从“快速”已经降至“适度”等四大要素的判断，同时新增了“疲软的通胀压力”这个负面因素，鲍威尔同时强调，在加息的必要性方面，通胀仍将是重要的考量因素，在制定货币政策决定时，美联储不会考虑政治因素；(2) 美联储将继续保持每月500亿的缩表步伐，准备在必要时调整资产负债表的规模和构成，“愿意保持充足供应的银行准备金”，但不会回到危机前不足1万亿美元资产负债表的低位水平；(3) 鲍威尔淡化政府关门和特朗普方面的影响，称政府关门对GDP造成的损失将在二季度弥补，制定货币政策永远不会考虑政治因素，并表示关税还不足以影响美国经济，同时提及中欧增长放缓和英国硬脱欧风险。如果美联储近期加息、缩表在内的紧缩步伐放慢，美元将走弱，美元荒现象将得以缓解，利好全球市场特别是新兴市场。对于一些主要新兴经济体来说，随着美联储掣肘因素的弱化，内部货币宽松空间也将进一步打开。

**核心展望：**(1) 此次将经济动能从“强劲”下调至“稳健”，且表示通胀压力“温和”，这些措辞基本上都是承认美国经济动能走弱、通胀压力不大、且风险越来越倾向于下行的事实，为美联储进一步转鸽提供了基础；(2) 去除“进一步加息”指引，超预期鸽派，鲍威尔也在发布会上也表示“加息的必要性有所弱化”。因而，未来利率调整，加息、降息、以及保持利率不变均有可能，而不再是加息偏向。美国1月非农就业人口+30.4万人，大超预期+16.5万人，强劲的非农就业数据表明，美国经济的潜在动能仍然很强，可能支撑美联储年内加息一次；(3) 声明发布后，资本市场反应剧烈：美股飙升，道指涨幅扩大至500点，一举收复25000点整数位心理关口，美元指数跌幅扩大至0.6%，向下逼近96关口，美国短期利率期货上涨，10年期美债收益率半个月来首次跌破2.70%；(4) 美联储转“鸽”可能催生泡沫的预警，美联储“转鸽”造成美国股市大幅度上扬，债券价格上升，市场存在反应过激的嫌疑，警惕可能出现市场泡沫。一方面相比于从沃克尔，到格林斯潘立下的联储可以有效控制通胀预期，如今美联储的公信力可能被削弱；另一方面联储的暂停加息逻辑和2008年一样，仍然怕金融的某一环突然爆发，但相比于当时的金融监管体制，如今要好得多，在压力测试等各方面，都在伯南克以及耶伦的努力下有了巨大的改变，投鼠忌器反而可能催生泡沫。

### 相关报告

- 《“灰犀牛”系列之(七)美国财政篇(中)：以“债”之名，中美关系新思路》  
2019-01-19
- 《“灰犀牛”系列之(六)美国财政篇(上)：22万亿何去何从？美债高楼岌岌可危》  
2019-01-11
- 《FOMC12月议息会议纪要点评：基调“鸽”派，联储暗示“缓加息，稳缩表”》  
2018-12-21
- 《欧央行12月议息点评：年底如期退出QE，欧央行议息偏“鸽”》  
2018-12-19
- 《FOMC9月议息会议点评：“宽松”立场被剔除，加息周期入倒数》  
2018-10-06

### 证券分析师：李勇

执业证书编号：S0550517090001

### 证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenhan@nesc.cn

### 研究助理：付昊

执业证书编号：S0550118020005

010-58034578 fuhao@nesc.cn

### 研究助理：邹坤

执业证书编号：S0550118010025

010-58034586 zoukun@nesc.cn

## 目录

1. 美联储议息回顾.....	3
1.1. 联邦基金利率——本次暂停加息，符合市场预测.....	3
1.2. 经济展望——暗示今年加息步伐放缓，缩表速度或改变.....	4
2. 核心观察：美联储一派“鸽声”，调整缩表构成.....	5
2.1 美联储将持续关注全球经济外部环境.....	5
2.2 强调暂不加息同时调整缩表构成.....	5
2.3 加息节奏明显放缓，潜在风险较多.....	5
3. 市场反应：不加息预期，市场反应并行.....	5
4. 核心展望.....	6
4.1 联储态度转向适度，为进一步转鸽提供基础.....	6
4.2 非农就业报告可能支撑美联储年内加息一次.....	6
4.3 美联储转“鸽”可能催生泡沫的预警.....	7

**事件:**

美联储 1 月 FOMC 会议暂不加息, 维持联邦基金利率目标区间 2.25%-2.5% 不变。美联储发出了暂停加息的最强信号, 声明承诺对进一步加息有耐心, 承认通胀预期下降, 将经济表现从“强劲”下调至“稳固”, 新增三大段承诺灵活调整缩表。

**1. 美联储议息回顾**

**1.1. 联邦基金利率——本次暂停加息, 符合市场预期**

美联储 1 月议息会议上所有 FOMC 投票官员一致投票决定维持联邦基金利率 (FFR) 为 2.25%-2.5% 区间, 删除了“渐进式”加息的措辞, 释放出强烈的鸽派信号。会议声明延续了美联储官员近期强调“耐心”的观点, 表示“鉴于全球经济和金融发展以及通胀压力缓和, 委员会将耐心等待, 以确定未来对联邦基金利率目标范围的调整”。

在本次议息会议上, 鲍威尔表示目前美国经济依旧良好, 经济活动一直稳步上升, 就业增长强劲、失业率继续维持低位, 美国政府关门对 GDP 的影响将会在二季度弥补回来。同时, 也承认目前美国通胀压力疲软, 关于经济活动的描述也从以往的“强劲”(strong) 的措辞, 变为“稳固”(solid)。对于外部的环境, 美联储表示, 全球经济放缓正在持续, 其将会继续注意全球的经济与金融的情况, 并且提到了英国如果硬脱欧的话, 将会对全球金融市场造成震荡, 最终会重挫美国经济。

本次的议息会议中, 增加了关于美联储缩表的表述, 试图让市场理解美联储的想法并缓解市场担忧情绪。美联储首先表示了所有的投票官员均同意“调整和缩表所需条件有关的指引”。在随后的新闻发布会上, 鲍威尔称美联储正在评估缩表计划, 投资组合正常化的进程将会加快, 同时再次强调, 缩表并不是优先调整货币政策立场的手段, 因此委员会正在评估缩表的计划以及结束缩表的时间, 将会在随后数次议息会议上逐步完成相关计划。

此次会议并没有提供点阵图, 但会议声明公布后, 芝加哥商业交易所的“美联储观察”, 全年维持现有利率的概率为 81.6%, 市场对于未来加息概率的预期大幅下降。

**图 1. 美联储利率走廊趋势图 (%)**



数据来源: 东北证券, FED

## 1.2. 经济展望——暗示今年加息步伐放缓，缩表速度或改变

此次会议之后，鲍威尔称通胀将是未来考虑加息的重要标准，基于过去一年的数据，除了食品和能源以外的项目整体通胀率和通货膨胀率都保持在 2% 附近，并表示由于全球经济放缓，委员会将耐心等待，并以此合理地确定未来联邦基金利率的未来范围的调整，因此未来美联储加息的可能性会下降，2019 上半年加息概率极低，言语上进一步从鸽派倾斜。他还称，货币决策不受任何政治考量影响。对于政府关门对 GDP 的影响则将在第二季度弥补。对于外部经济环境，鲍威尔称中国和欧洲的经济增长放缓对美国有一定影响，而英国脱欧将冲击美国的经济环境，引起金融市场动荡。另一方面本次的会议声明中新增的三段关于货币政策及缩表的表述，表明美联储仍将联邦基金利率目标范围的变化视为调整货币政策立场的主要手段，如果未来的经济条件需要更宽松的货币政策，委员会将准备使用其全部工具（除了降低联邦基金利率），包括改变其资产负债表的规模和构成。在议息会议后的新闻发布会上，鲍威尔称美联储正在评估缩表计划，美联储投资组合正常化的进程将会加快，而最终的资产负债表规模或将比此前预期的要大，未来美联储会灵活对待缩表路径。

表 1. 本次美联储议息声明立场与之前声明立场对比

之前声明的立场	本次声明的立场	立场倾向
劳动力市场继续走强，经济活动一直在以 <strong>强劲（strong）</strong> 的速度增长。近几个月平均就业增长强劲，失业率 <b>仍然很低</b> 。	劳动力市场继续走强，经济活动一直在以 <strong>稳步（solid）</strong> 的速度增长。近几个月平均就业增长强劲，失业率 <b>仍然很低</b> 。	偏鸽派
家庭支出继续强劲增长，而商业固定投资的增长已从今年早些时候的 <b>快速增长放缓</b> 。	家庭支出继续强劲增长，而商业固定投资的增长已从今年早些时候的 <b>快速增长中缓和</b> 。	偏鸽派
除食品和能源以外的其他项目的总体通货膨胀率和通货膨胀率仍接近 2%。总体而言，长期通胀预期的指标几乎没有变化。	除食品和能源以外的其他项目的通货膨胀率仍接近 2%。总的来说，长期通胀预期的指标几乎没有变化。	
联邦基金利率目标范围的进一步 <b>逐步增加将与经济活动的持续扩张</b> ，强劲的劳动力市场条件以及委员会在中期内对称的 2% 目标附近的通货膨胀相一致。	联邦基金利率目标范围的 <b>维持不变</b> ，强劲的劳动力市场条件以及委员会在中期内对称的 2% 目标附近的通货膨胀相一致。	
鉴于已实现和预期的劳动力市场状况和通货膨胀，委员会决定将 <b>联邦基金利率的目标范围提高至 2.25% 至 2.5%</b> 。	鉴于已实现和预期的劳动力市场状况和通货膨胀，委员会决定将 <b>联邦基金利率的目标范围维持至 2.25% 至 2.5%</b> 。	偏鸽派
<b>经济前景的风险大致平衡</b> ，但将继续监测全球经济和金融发展，并评估其对经济前景的影响。。	<b>经济前景的风险大致平衡</b> ，但将继续监测全球经济和金融和国际形势发展的数据，并评估其对经济前景的影响。	偏鸽派

数据来源：东北证券，Wind



## 2. 核心观察：美联储一派“鸽声”，调整缩表构成

综合美联储1月FOMC会议以及鲍威尔在随后的记者会释放的信息，我们初步做出以下三点观察。

### 2.1 美联储将持续关注全球经济外部环境

美联储维持了对就业强劲、失业率保持低位、家庭支出保持强劲增长、商业固定资产投资增速从“快速”已经降至“适度”等四大要素的判断，声明将继续看重“全球经济与金融状况的发展”，同时新增了“疲软的通胀压力”这个负面因素。

在货币政策会议之后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔承认，美联储未来加息的可能性确实已经降温，下一次利率行动将完全取决于经济数据。他表示，美联储在明确缩表进程问题上取得重大进步，未来货币政策会议将继续推进关于缩表计划，不希望这方面的计划造成金融市场动荡。

鲍威尔同时强调，在加息的必要性方面，通胀仍将是重要的考量因素，在制定货币政策决定时，美联储不会考虑政治因素。他预测，美国联邦政府去年年底开始长时间的关门停摆，将对美国一季度经济造成一定的影响，但相关的GDP损失将在第二季度失而复得。

### 2.2 强调暂不加息同时调整缩表构成

美联储1月FOMC会议暂不加息，维持联邦基金利率目标区间2.25%-2.5%不变。美联储发出了暂停加息的最强信号，声明承诺对进一步加息有耐心，承认通胀预期下降，将经济表现从“强劲”下调至“稳固”，新增三大段承诺灵活调整缩表。美联储将继续保持每月500亿的缩表步伐，准备在必要时调整资产负债表的规模和构成，“愿意保持充足供应的银行准备金”，但不会回到危机前不足1万亿美元资产负债表的低位水平。

FOMC打算持续实施一种充足银行准备金供应的货币政策，这种政策将确保，对联邦基金目标利率和其他短期利率水平的控制，主要是通过设定美联储的政策利率来实现。在这种状况下，主动管理准备金供应是不需要的。联邦基金利率目标区间的变化，是调整货币政策立场的优先手段。鉴于经济和金融状况的发展，FOMC准备好了调整资产负债表正常化完成过程中的任何细节。同时，如果未来的经济状况要求更宽松的货币政策，且不能通过下调联邦基金目标利率单独实现时，FOMC将准备好来使用全套的政策工具，包括调整资产负债表的规模和构成，这意味着美联储不排除重启资产购买政策的可能。

### 2.3 加息节奏明显放缓，潜在风险较多

鲍威尔淡化政府关门和特朗普方面的影响，称政府关门对GDP造成的损失将在二季度弥补，制定货币政策永远不会考虑政治因素，并表示关税还不足以影响美国经济，同时提及中欧增长放缓和英国硬脱欧风险。

如果美联储近期加息、缩表在内的紧缩步伐放慢，美元将走弱，美元荒现象将得以缓解，利好全球市场特别是新兴市场。对于一些主要新兴经济体来说，随着美联储掣肘因素的弱化，内部货币宽松空间也将进一步打开。

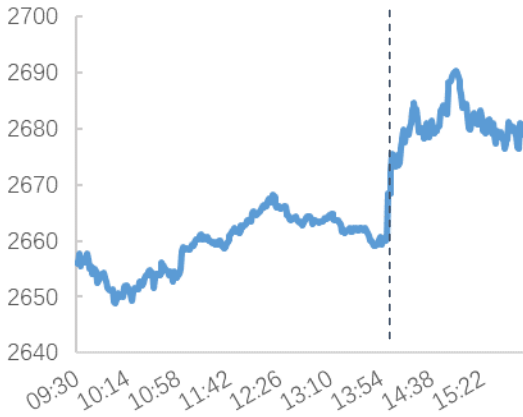
## 3. 市场反应：不加息预期，市场反应并行

在全球经济放缓的背景下，美联储释放出强烈的鸽派信号，会议声明延续了美联储官员近期强调“耐心”的观点，表示“鉴于全球经济和金融发展以及通胀压力缓和，委员会将耐心等待，以确定未来对联邦基金利率目标范围的调整”。

美国时间1月30日14:00，决议公布后，美元指数迅速下跌，从95.93跌至

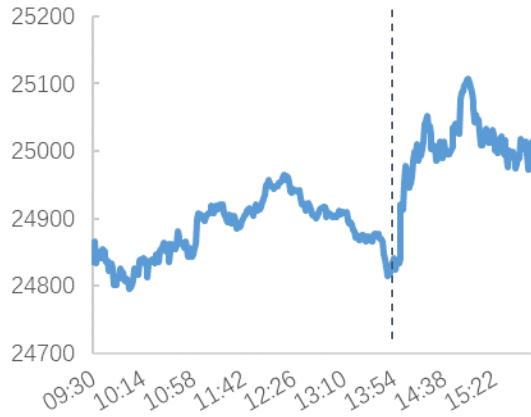
95.5，而在新闻发布会召开后一度至 95.26，跌幅达 0.7%，此后回升至 95.40 左右震荡。10 年期美债收益率同样一路急跌，从会前的 2.711% 跌至 2.701%，发布会结束后一度跌落至 2.686%。美股三大指数迅速升温，道指涨 1.77%，纳指涨 2.64%，标普 500 指数涨 1.56%；摩根士丹利涨约 0.71%，高盛涨 0.99%，富国银行涨 0.48%。

图 2: 标准普尔 500 指数



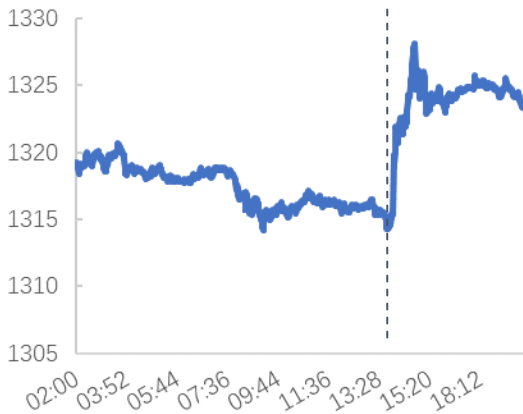
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 道琼斯工业指数



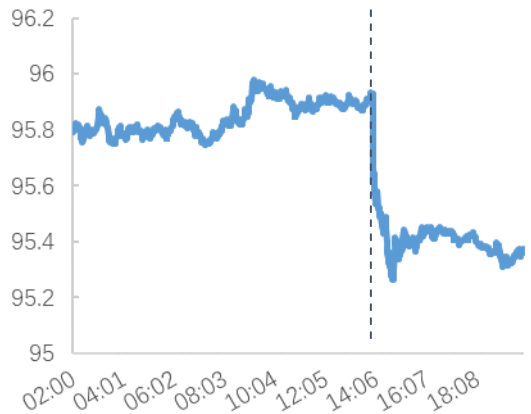
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: COMEX 黄金 (USD/盎司)



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 美元指数



数据来源: 东北证券, Wind

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\\_14319](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14319)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>