

## 美联储货币政策保持耐心，欧元区经济增长偏向下行

### 主要结论：

#### 一、全球央行观察

- **中国央行：货币市场流动性仍将保持宽松。**春节后第一周将有 6800 亿逆回购到期，3930 亿 MLF 到期。节后预计央行将通过公开市场操作等工具，保持货币市场流动性合理充裕。1 月末，SLF、MLF、PSL 余额分别为 160 亿、45415 亿和 34105 亿，环比变化-768 亿、-3900 亿和 310 亿。
- **美联储：多位官员表示在利率政策上将保持耐心。**美联储主席鲍威尔表示，在利率政策上保持耐心可以最好地支持经济；在一定程度上，加息的可能性降温；不希望美联储资产负债表方面的计划造成市场动荡。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；利率是主要的政策工具，资产负债表也会影响到美国经济。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；预计 2019 年美国经济增长为 2.25%，要明显低于 2018 年；相较于通胀过高，应该对通胀过低的问题更为担心；希望美联储能够在未来几次会议中对最终资产负债表规模作出决定。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；如果经济下行，通胀将会走弱；美国财政刺激的作用在 2019 年开始消退；全球经济增长放缓将影响美国经济，预计美国 GDP 将在 2019 年增长约 2%。
- **欧央行：欧元区经济增长前景偏向下行。**欧央行行长德拉吉表示，欧元区经济前景所面临的风险偏向下行；经济数据持续低于预期，仍然有必要实施货币政策刺激；金融条件、劳动力市场动能向好、以及薪资正在增长都将支持欧元区经济扩张。欧央行管委、意大利央行行长 Viscol 表示，经济增长放缓，欧洲央行货币政策仍需要保持宽松。欧央行管委、德国央行行长魏德曼表示，宽松政策的退出将是一个缓慢的过程；德国经济所面临的下行风险比较突出，但不会出现衰退。欧央行经济公报显示，由于地缘政治的不确定性和新兴市场的脆弱性，近期全球经济增长趋势放缓，全球贸易也在 2018 年底减速，欧元区经济增长前景已经偏向下行。全球不确定性增加对企业投资的负面影响可能大于私人消费，私人消费将成为经济增长主要的推动力。
- **日本央行：劳动生产率与预期制约通胀提升。**日本央行副行长雨宫正佳表示日本经济预期面临的下行风险有所上升，国际贸易的不确定性对日本经济产生较大影响，日本央行将继续实施宽松政策，同时将关注宽松政策的利弊。对于与经济扩张和劳动力市场紧缩相比，通胀趋势的持续偏弱，雨宫正佳表示主要是基于两方面原因：第一，劳动生产率的提升吸收了劳动成本的增加。近年来，数字化等技术进步也有助于企业生产率的提升。第二，通胀预期的稳定。九十年代中期以来长期通缩的背景下，企业和居民形成了价格不会轻易上涨的预期，也制约了实际通胀的上升。
- **其他央行：英国维持政策利率不变，印度央行降息，泰国央行维持基准利率在不变，智利央行加息。**

#### 二、文献推荐

- 国际贸易与通货膨胀动态演变 (FED)；宏观风险与利率期限结构 (FED)

**风险提示：**贸易摩擦加剧造成全球经济增长大幅放缓；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

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

## 一、全球央行观察

### 1. 中国央行：货币市场流动性仍将保持宽松

**国内货币市场流动性宽松。**春节前流动性平稳，2月3日，R007、DR007、Shibor3M 分别为 2.32%、2.32%、2.90%。春节后第一周将有 6800 亿逆回购到期，3930 亿 MLF 到期，节后预计央行将通过公开市场操作等工具，保持货币市场流动性合理充裕。1月末，SLF、MLF、PSL 余额分别为 160 亿、45415 亿和 34105 亿，环比变化-767.8 亿、-3900 亿和 310 亿。

**香港货币市场流动性小幅收紧，Libor-Hibor 利差收窄。**2月8日，Hibor 隔夜、1 周、3 个月较上周（2月1日）波动 14.48bp、3.75bp、-1.07bp 至 0.83%、0.90%、1.71%，Libor-Hibor 利差收窄至 144BP。

### 2. 美联储：多位官员表示在利率政策上将保持耐心

美联储主席鲍威尔表示，在利率政策上保持耐心可以最好地支持经济；在一定程度上，加息的可能性降温；不希望美联储资产负债表方面的计划造成市场动荡；当前美国经济表现很好；人均收入增速的放缓依旧是经济面临的长期挑战。

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；利率是主要的政策工具，资产负债表也会影响到美国经济。

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；预计 2019 年美国经济增长为 2.25%，要明显低于 2018 年；相较于通胀过高，应该对通胀过低的问题更为担心；希望美联储能够在未来几次会议中对最终资产负债表规模作出决定。

费城联储主席 Harker 表示，美联储将在近期就资产负债表规模做出决定。

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；如果经济下行，通胀将会走弱；美国财政刺激的作用在 2019 年开始消退；全球经济增长放缓将影响美国经济，预计美国 GDP 将在 2019 年增长约 2%。

克利夫兰联储主席梅斯特 Mester 表示，全球经济增长放缓、国际贸易局势都是面临的不确定性；支持在未来的政策行动中采取观望态度。

### 3. 欧央行：欧元区经济增长前景偏向下行

欧央行行长德拉吉表示，欧元区经济前景所面临的风险偏向下行；最近数月以来经济数据持续低于预期，仍然有必要实施货币政策刺激；金融条件、劳动力市场动能向好、以及薪资正在增长都将支持欧元区经济扩张。

欧央行管委、意大利央行行长 Viscol 表示，经济增长放缓，欧洲央行货币政策仍需要保持宽松。

欧央行管委、德国央行行长魏德曼表示，宽松政策的退出将是一个缓慢的过程；德国经济所面临的下行风险比较突出，但不会出现衰退。

欧央行经济公报显示，由于地缘政治的不确定性和新兴市场的脆弱性，近期全球经济增长趋势放缓，全球贸易也在 2018 年底减速，**欧元区经济增长前景已经偏向下行。**继前两个季度环比增长 0.4% 之后，2018 年第三、四季度欧元区 GDP 环比增长 0.2%。欧元区年度 HICP 在 2018 年 12 月从 11 月的 1.9% 下降至 1.6%，2019 年 1 月进一步下降至 1.4%，主要是因为能源价格的下降，预计未

来通胀可能会进一步下降。欧元区经济增长前景已经偏向下行，全球不确定性增加对企业投资的负面影响可能大于私人消费。工资收入的增长、原油价格的下降、居民财产收入的增长、财政自动稳定器作用的发挥以及家庭部门去杠杆的进展等多个因素将对居民可支配收入形成支撑，在一定程度上支持私人消费支出的扩张。预计未来几年私人消费对经济增长的作用虽然有所弱化，但将成为经济增长主要的推动力。

#### 4. 日本央行：劳动生产率与预期制约通胀提升

日本央行副行长雨宫正佳表示日本经济预期面临的下行风险有所上升，国际贸易的不确定性对日本经济产生较大影响，**日本央行将继续实施宽松政策，同时将关注宽松政策的利弊。对于与经济扩张和劳动力市场紧缩相比，通胀趋势的持续偏弱，雨宫正佳表示主要是基于两方面原因：**

**第一，劳动生产率的提升。**理论上当需求超过供给时，就会出现劳动力和产品的短缺，进一步将推升工资和产品价格。在实际中已经观察到了这种工资的上涨，但与经济改善程度相比则较弱。具体来看，正规雇员的预定现金收入增长率持续低迷，对劳动力市场敏感的兼职员工小时工资则保持 2.5% 左右的较高增长率，然而高度依赖兼职员工的服务业价格也没有出现明显上涨。主要与非制造业存在较大提升劳动生产率的空间有关，劳动生产率的提升吸收了劳动成本的增加。近年来，数字化等技术进步也有助于企业生产率的提升。**通胀上涨缓慢的第二个原因是通胀预期并未上升。**通胀预期是企业 and 居民对价格前景的预期，通胀预期与实际通胀相互影响。如果当前价格上涨，企业预计价格的上涨会持续，将考虑提高其销售商品和服务的价格，居民在预期价格上涨的时候，会要求增加工资。九十年代中期以来长期通缩的背景下，企业和居民形成了价格不会轻易上涨的预期，也制约了实际通胀的上升。

#### 5. 其他央行：英国维持政策利率不变，印度央行降息

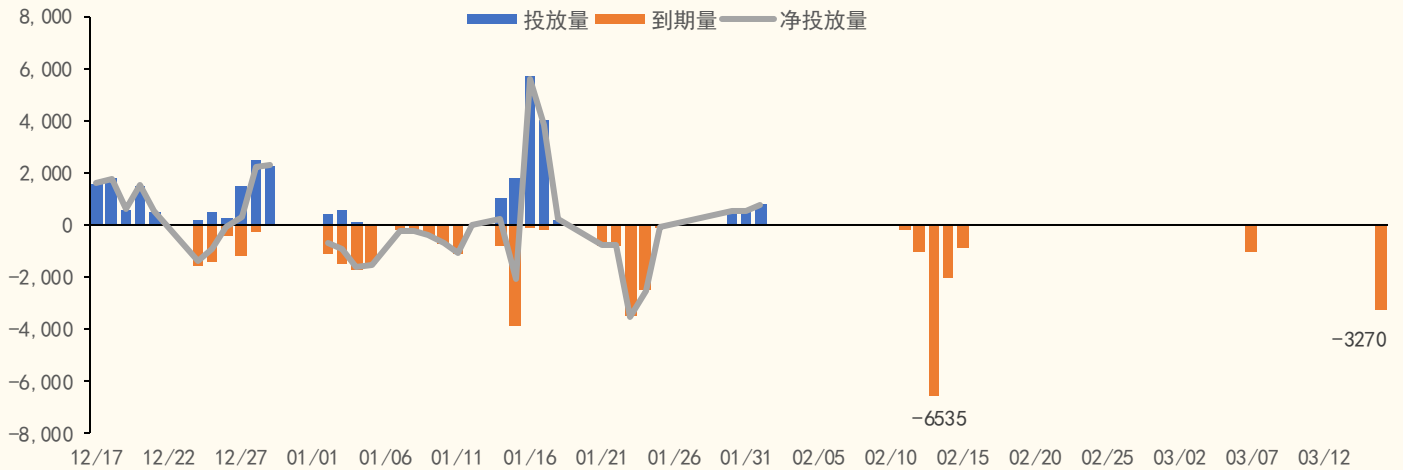
**2月7日，英国央行货币政策会议维持政策利率 0.75 不变，**维持国债、企业债购买规模不变，符合市场预期。2018 年末英国经济增速已经开始放缓，并在 2019 年初呈现进一步放缓迹象。从外部来看随着德国、美国和中国等其他国家经济的放缓，减少了对英国出口的需求；从内部来看，则主要受到英国脱欧不确定性的影响，企业投资和家庭支出均出现放缓迹象。英国央行于 2017 年 11 月开始加息，将政策利率从 0.25% 上调至 0.50%，此后在 2018 年 8 月进一步上调至 0.75%。随后政策利率始终保持不变，反映了英国央行对海外经济走弱和脱欧不确定性的担忧。英国央行表示经济前景在很大程度上取决于英国脱欧，尤其是英国和欧盟之间的新贸易安排、过渡是否顺利、家庭企业和金融市场如何应对等问题上。货币政策方面，英国央行表示无论英国脱欧采取何种形式，都将会设定利率以保持低通胀并支持就业和增长。同时，英国央行下调了 2019 年 GDP 增长预期 0.5 个百分点至 1.2%，下调幅度为 2016 年 8 月以来最大水平，下调 2020 年 GDP 增长预期 0.2 个百分点至 1.5%。

**2月7日，印度央行下调回购利率 25bp 至 6.25%，**为 2018 年 6 月、8 月连续两次加息以来首次降息。印度央行表示主要发达经济体和新兴市场国家经济增长正在逐步放缓，全球贸易增长动力不足。原油价格已经从 12 月份的低点回升，但依然表现疲弱。12 月印度 CPI 增速下降至 2.2%，是过去 18 个月的最低水平，远低于 4% 的通胀目标，预计通胀将更多呈现向下趋势。同时，投资活动正在复苏，但主要得益于政府公共基础设施的支出，私人投资和消费活动仍需要得到进一步支持。

2月6日，泰国央行维持基准利率 1.75% 不变。

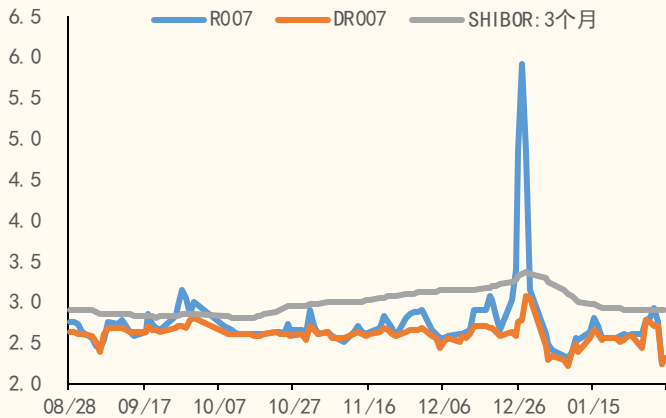
1月31日，智利央行加息 25bp 至 3.00%。

图表 1: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



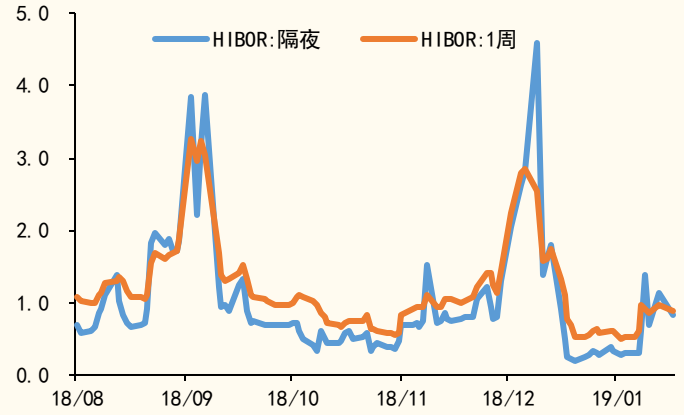
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 中国货币市场流动性宽松 (%)



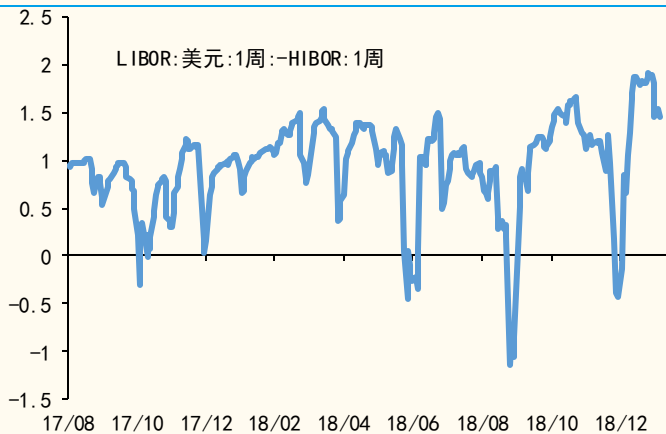
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 香港货币市场流动性小幅收紧 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: Libor-Hibor 利差收窄 (%)



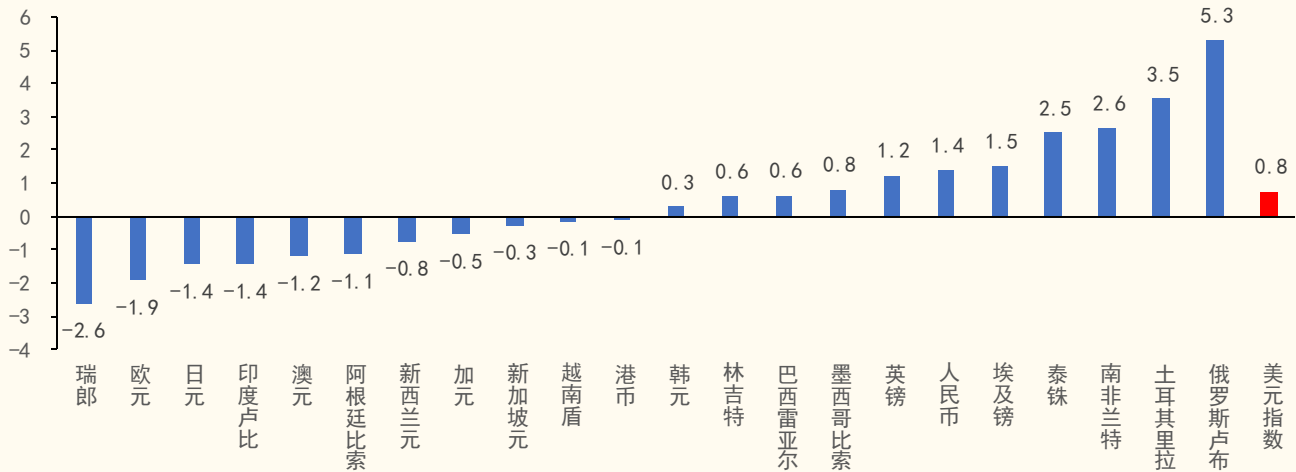
来源: Wind, 国金证券研究所

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	3.10%	93.60%	3.20%
2019/7/31	4.10%	92.70%	3.20%
2019/9/18	4.10%	92.70%	3.20%
2019/10/30	4.10%	92.70%	3.20%
2019/12/11	17.10%	79.50%	2.70%
2020/1/29	24.00%	71.00%	2.40%

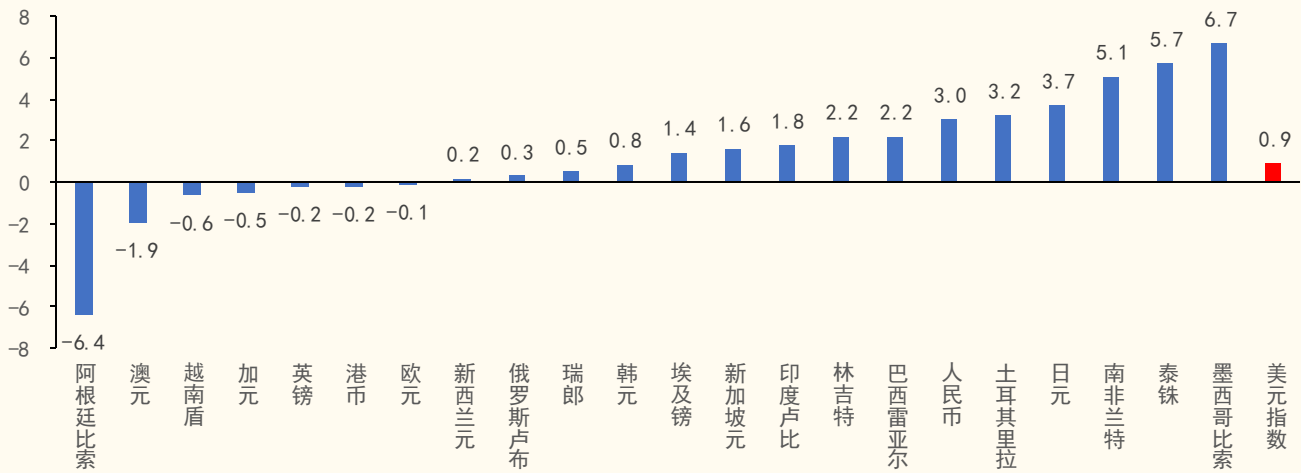
来源: CME, 国金证券研究所

图表 6：近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



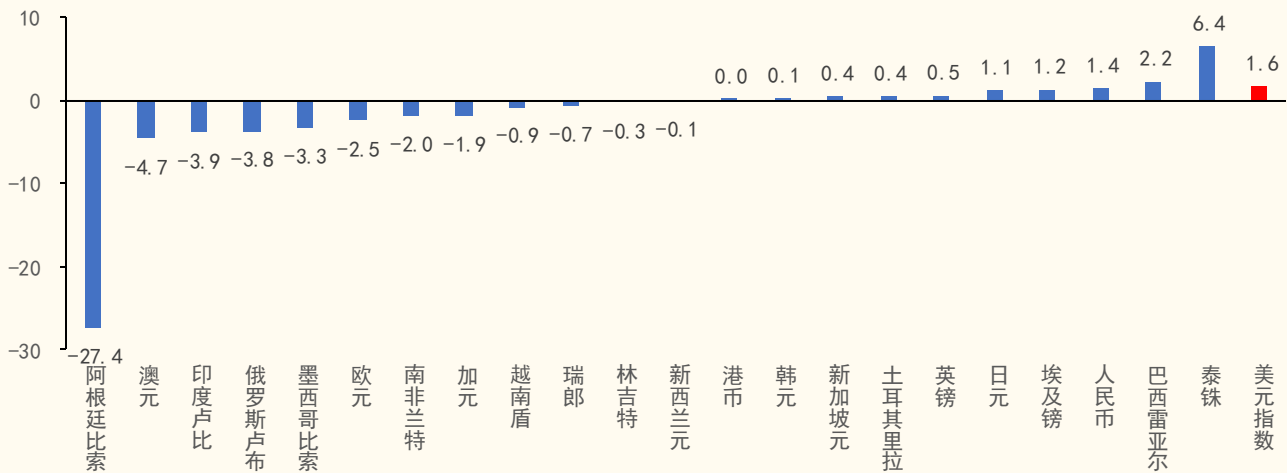
来源：Wind，国金证券研究所

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3日	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收现金投放等因素的影响，不开展逆回购操作。
2月2日	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收现金投放等因素的影响，不开展逆回购操作。
2月1日	为对冲现金投放、政府债券发行缴款等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了14天800亿元逆回购操作，利率2.70%
1月31日	为维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了14天500亿元逆回购操作，利率2.70%
1月30日	为维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了14天500亿元逆回购操作，利率2.70%
1月29日	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收现金投放、政府债券发行缴款等因素的影响，不开展逆回购操作。
1月28日	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收现金投放、政府债券发行缴款等因素的影响，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9日	美国旧金山联储主席Daly	2021年	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。利率是主要的政策工具，资产负债表也会影响到美国经济。
2月8日	美国圣路易斯联储主席Bullard	2019年	美联储目前无需加息，利率处于良好水平。预计2019年美国经济增长速为2.25%，要明显低于2018年。相较于通胀过高，应该对通胀过低的问题更为担心。希望美联储能够在未来几次会议中对最终资产负债表规模作出决定。
2月8日	美国费城联储主席Harker	2020年	美联储将在近期就资产负债表规模做出决定。
2月7日	美国达拉斯联储主席Kaplan	2020年	美联储应当在未来1-2个季度保持耐心；如果经济下行，通胀将会走弱。美国财政刺激的作用在2019年开始消退。全球经济增速放缓将影响美国经济，预计美国GDP将在2019年增长约2%。
2月7日	美联储主席鲍威尔	永久	当前美国经济表现很好；人均收入增速的放缓依旧是经济面临的长期挑战。
2月6日	美国达拉斯联储主席Kaplan	2020年	呼吁美联储在前景变得更加明朗之前不要进一步采取利率政策行动。
2月5日	美国克利夫兰联储主席梅斯特Mester	2020年	全球经济增长放缓、国际贸易局势都是面临的不确定性。支持在未来的政策行动中采取观望；如果经济符合预期，可能需要略微上调利率；如果经济弱于预期，会相应调整政策上的看法。
2月2日	美国达拉斯联储主席Kaplan	2020年	在经济增速放缓的情况下，通胀压力受到抑制。美联储不应当在几个季度里采取利率行动；将在未来几个月讨论资产负债表计划。财政刺激作用消退等因素意味着2019年增速放缓，担心全球经济增速的放缓。
2月1日	美国圣路易斯联储主席Bullard	2019年	1月就业数据很强劲；现在需要等待并观察经济如何发展。全球经济状况并没有预期的那么强劲。联邦基金利率相对于全球而言仍处在较高水平。
1月31日	美联储主席鲍威尔	永久	在利率政策上保持耐心可以最好地支持经济；在一定程度上，加息的可能性降温。不希望美联储资产负债表方面的计划造成市场动荡。

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8日	欧洲央行执委Coeure	没有迹象表明欧元区面临严重的持续性经济下行。

2月1日	欧洲央行管委、德国央行行长魏德曼	宽松政策的退出将是一个缓慢的过程。德国经济所面临的下行风险比较突出，但不会出现衰退
1月29日	欧洲央行管委、意大利央行行长Viscol	经济增长放缓，欧洲央行货币政策仍需要保持宽松。
1月28日	欧洲央行行长德拉吉	欧元区经济前景所面临的风险偏向下行。最近数月以来，经济数据持续低于预期，仍然有必要实施货币政策刺激。金融条件、劳动力市场动能向好、以及薪资正在增长都继续支持着欧元区经济扩张。

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
1月31日	日本央行副行长雨宫正佳	经济预期面临的下行风险有所上升，国际贸易问题对日本经济产生较大影响。通胀将继续朝向2%回升，但薪资、物价改善幅度比预期更加平缓；脱离通缩思维会比预期花更久时间。日本央行将继续实施宽松政策，同时关注政策的利弊。

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7日	英国央行行长卡尼	英国脱欧可能出现各种结果，这种不确定性正给企业带来负面影响。当前的英国GDP增速比脱欧公投前英国央行的预测值低了约1.5个百分点。
加拿大	2月6日	加拿大央行副行长Lane	美国贸易不确定性不利于加拿大企业投资。加拿大经济正短暂放缓，这与油价和住房市场有关。
	2月1日	加拿大央行高级副行长Wilkins	加拿大薪资增速较弱，可能意味着就业市场仍然存在发展空间。油价和住房市场的走弱，使得加拿大经济表现放缓。

来源：Wind，国金证券研究所整理

## 二、文献推荐

### 1. 国际贸易与通货膨胀动态演变

Simon Gilchrist, Egon Zakrajse

(来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2019007pap.pdf> )

在过去几十年中，许多发达经济体通货膨胀对产能利用变化的敏感性降低，这与全球经济一体化程度的增加有关。在本文中，我们使用包含生产者价格、工

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\\_14334](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14334)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>