

固定收益研究/动态点评

2019年01月31日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：PMI 低位企稳，债市趋势转缓》2019.01

2《固定收益研究：发行利差下调为地方债打新“降温”》2019.01

3《固定收益研究：维格转债：机会与风险俱在》2019.01

美联储转鸽，有何隐含意义？

1 月 FOMC 会议点评

核心观点

美联储 1 月 FOMC 中的政策表述已基本与市场当前预期一致，我们维持美联储今年可能加息一次的判断，但需要进一步关注经济基本面及其中隐含的政策调整信号。短期来看，美联储转向鸽派，加息缩表节奏均有所收敛，无论是对流动性或是对人民币汇率的负面影响都有所降低，对国内市场偏利好，由于影响渠道偏间接，故对国内债市的分析仍应回归国内基本面。

美联储进一步转鸽，关注表述变化

1 月 30 日，美联储召开 FOMC 会议，从决议来看，没有做政策调整，符合市场预期，但会议声明及会后新闻发布会和各项表述中，展现了美联储进一步转鸽的迹象。第一，将对经济活动的表述由此前的“强劲”(strong)改为了“稳定”(solid)，表现出对部分经济指标弱化的关注。第二，指出目前市场隐含的通胀预期较低，也给“有耐心”地调整货币政策打下了伏笔。第三，取消对“渐进加息”的前瞻指引表述，货币政策调整将更加注重相机抉择。第四，单独新增有关货币政策执行和缩表的表述，增加了缩表在执行上的灵活性。

前景展望

明面上，美联储的政策表述已基本与市场当前预期一致。鲍威尔在会后的新闻发布会中更加强调了通胀和外部环境的影响，需要进一步关注经济基本面及其中隐含的政策调整信号。总体来看，未来美联储货币政策调整对国内市场可能的影响渠道有二：第一，美联储在加息缩表上更“有耐心”，对全球流动性的溢出效应有所缓解，对包括中国在内的新兴市场形成利好。第二，在欧央行持续鸽派的背景下，美联储也释放鸽派信号，美元短期内大幅走强空间有限，对人民币汇率和国内货币政策的压力有所减轻，对国内货币政策和市场的分析可以更加回归到基本面上来。

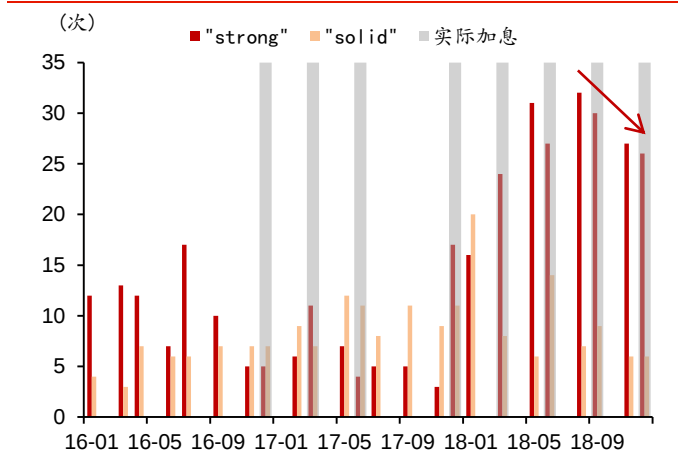
风险提示：贸易谈判结果影响全球经济；美联储货币政策超预期调整。

1 月份滚 FOMC 会议的变化与启示

2019 年 1 月 30 日,美联储召开 FOMC 会议,决定维持联邦基金利率于当前 2.25%-2.50% 区间不变,对美国国债和 MBS 的缩表上限维持在当前的 500 亿美元/月。从决议来看,没有做政策调整,符合市场预期。但会议声明及会后新闻发布会和各项表述中,展现了美联储进一步转鸽的迹象,我们解读如下:

首先,将对经济活动的表述由此前的“强劲”(strong)改为了“稳定”(solid),表现出对部分经济指标弱化的关注。从 2018 年下半年以来,美联储在会议纪要里使用“强劲”一词的次数就有了一定下滑,已经提前预告了对基本面动能减弱的关注。受到政府关门影响,部分经济数据未如期公布。但就已公布的来看,增长动能有所减弱。如 12 月 ISM 制造业指数和消费者信心指数均大幅下滑,创 2018 年新低。虽然 12 月以非农为代表的就业数据保持强劲,但考虑到就业数据相对周期的滞后性,美国经济增长有所放缓可能性较大,美联储相应也会更加谨慎。

图表1: 2018 年下半年以来美联储使用“强劲”次数有所减少



资料来源:美联储,华泰证券研究所

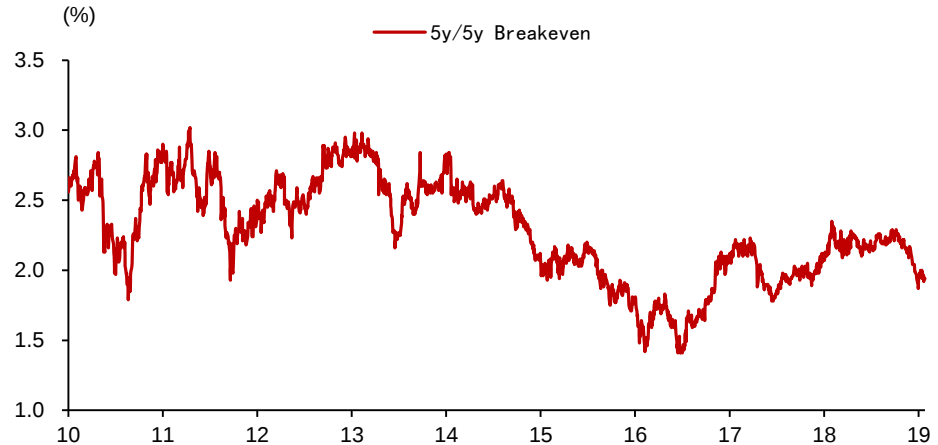
图表2: 考虑到就业数据的滞后性,美国经济增长动能可能继续弱化



资料来源:Wind,华泰证券研究所

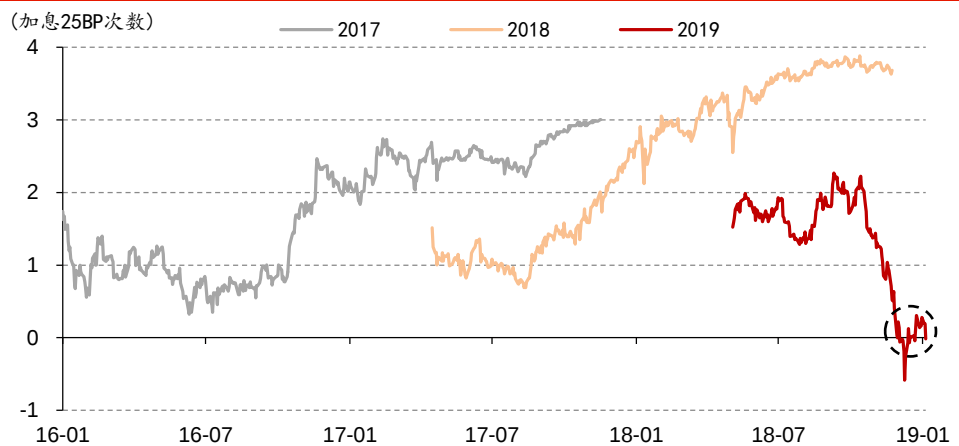
其次,指出目前市场隐含的通胀预期较低,也给“有耐心”地调整货币政策打下了伏笔。虽然美联储表示基于调查的长期通胀预期仍然变化不大,与此前的表述相同,但特别提出了市场隐含的通胀预期,由于 2018 年 11 月以来油价持续下跌、风险资产也经历了一段调整,美债收益率持续下行,目前以 5y/5y 远期 Breakeven¹计,市场隐含的通胀预期已经较年内高点下降了 0.3%。考虑到美联储的货币目标主要是通胀和就业,较为温和的通胀压力也支持他们继续保持“耐心”。

¹ 使用 2×10Y Breakeven—5Y Breakeven 构造得来。

图表3： 市场隐含通胀预期下调，美联储可以继续保持“耐心”

资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三，取消对“渐进加息”的前瞻指引表述，货币政策调整将更加注重相机抉择。对货币政策的调整从 11 月的“further gradual increase”到 12 月的“some further gradual increase”，再到本次声明中完全删去相关表述，释放出明显的鸽派信号。在关于货币政策下一步调整的表述中，美联储强调“考虑到全球经济和金融的发展及通胀压力缓和，委员会将在确定未来对政策利率的调整时保持耐心”。实则是更为强调政策调整需根据实际的经济与市场情况而定。值得注意的是，目前市场对 2019 年加息次数预期已经降至 0 附近，处于较为微妙的水平。需要进一步关注美联储的表态。

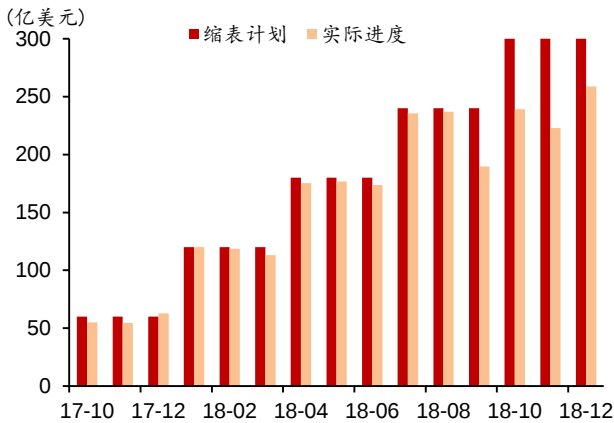
图表4： 当前市场预期美联储 2019 年不加息

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

第四，单独新增有关货币政策执行和缩表的表述，增加了缩表在执行上的灵活性。除会议声明外，美联储单独新增一部分“Statement Regarding Monetary Policy Implementation and Balance Sheet Normalization”，明确目前美联储仍将联邦基金利率作为主要的货币政策工具。但另一方面美联储也强调，调整资产负债表的规模与构成也在其工具箱内，将视经济与金融环境变化对缩表进行调整。这在事实上也给美联储灵活调整缩表节奏开了口子，事实上，2018Q3 美联储的缩表节奏相对偏缓和，较国债和 MBS 每月 300 亿和 200 亿美元的上限仍留有一定余地，以国债为例，近 4 个月来缩表仅完成 931 亿美元，低于 1200 亿的目标²，对全球市场的流动性冲击有所减弱。

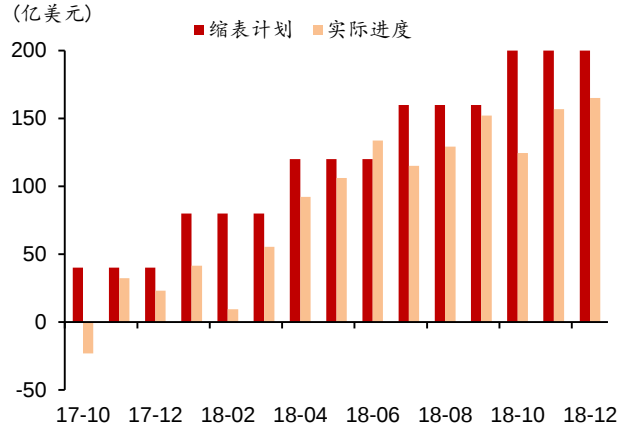
² 由于美联储按周公布其资产负债表，2019 年 1 月 23 日相比 2018 年 9 月 26 日大致相当于 4 个月，每月目标均为 300 亿美元

图表5: 美联储国债缩表进度低于计划



资料来源: Bloomberg, 美联储, 华泰证券研究所

图表6: 美联储 MBS 缩表进度低于计划



资料来源: Bloomberg, 美联储, 华泰证券研究所

面对不甚明朗的宏观前景和包括政府关门、英国脱欧等在内诸多潜在风险因素，美联储也在近期持续调整其政策立场。经过本次调整后，对货币政策的各种偏硬性的表述（加息次数、缩表节奏）已经趋于软化。明面上，美联储的政策表述已基本与市场当前预期一致。鲍威尔在会后的新闻发布会中更加强调了通胀和外部环境的影响，需要进一步关注经济基本面及其中隐含的政策调整信号。总体来看，未来美联储货币政策调整对国内市场可能的影响渠道有两个：

第一，美联储在加息缩表上更“有耐心”，对全球流动性的溢出效应有所缓解。我们前期提到过，联储对经济风险的展望长期使用“balanced”进行描述，而这个词在本次会议声明中已经不再出现，取而代之的是政策抉择要视经济与金融发展情况而定的表述。加息与缩表立场及实际操作的放松，缓解了全球市场对流动性趋紧的担忧，对包括中国在内的新兴市场形成利好。

第二，在欧央行持续鸽派的背景下，美联储也释放鸽派信号，美元短期内大幅走强空间有限，人民币汇率和国内货币政策的压力有所减轻。在 1 月 24 日会议中，欧央行维持政策不变并下调了增长和通胀的预期，表态比美联储更为鸽派，叠加英国脱欧、德国大选和法国“黄马甲”之类政治事件，欧央行维持当前更偏鸽派的政策立场概率较大。而美联储的此次表态则缓解了美元大幅走强的担忧，考虑到人民币汇率与美元指数的相关性，美联储政策调整对汇率和国内货币政策的压力降低，对国内货币政策和市场的分析可以更加回归到基本面上来。

风险提示

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_14367

