

**李超** 执业证书编号：S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**刘天天** 执业证书编号：S0570518050003  
研究员 010-56793946  
liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：利润回落压力加大，股市看消费类行业盈利修复》2019.01
- 2 《宏观：减税效果显现，积极财政政策可期》2019.01
- 3 《宏观：贸易摩擦的滞后影响开始显现》2019.01

# 美联储全年或不加息保缩表

## ——美联储 1 月议息会议点评

### 我们下调全年加息次数由 2 次至 0 次，美联储全年或不加息保缩表

我们下调全年加息次数由 2 次至 0 次，原因如下：1) 资产负债表正常化是为了准备好下一次应对危机的能力。如果资产负债表不能实现正常化将会导致美联储下次应对危机的能力相对地受到抑制。我们认为，美联储为了缩表争取最后的时间，可能会采取暂不加息的策略。2) 鲍威尔表示下一步完全取决于数据。由于政府部门此前停摆以及后续可能的发酵将导致经济数据的延后，或会影响联储对于经济形势的判断。3) 贸易局势的不明朗，鲍威尔表示对于贸易存在实实在在的担忧。4) 全球经济扩张已经减弱、通胀处于相对低水平的背景下，美联储放慢加息进程不再处在一个两难境地。

### 1 月按兵不动符合预期，随后美元下跌，美股上涨，美债收益率曲线变陡

北京时间 1 月 31 日凌晨，美联储发布议息会议公告，维持联邦基金利率目标区间在 2.25%-2.50% 不变，这一决定获货币政策委员会全票通过。美联储删除所有预示利率上行的指引，强调对于利率调整保持耐心，暗示灵活对待缩表路径。美联储鸽派转向导致美元指数较大幅度下跌，跌幅近 0.5%，在 95.4 附近震荡。美国股市强劲上涨，声明公布后标普 500 指数上涨约 0.8%，至八周高点，收于 2681.12 点。随着 2 年期美国国债收益率重挫，10 年期美国国债收益率跌幅较小，美债收益率曲线变陡，10 年期与 2 年期美债利差扩大至 16.8bp。

### 1 月议息会议声明删除所有预示利率上行的指引

1 月议息会议声明中有以下四大变化：第一、删除“进一步渐进加息”的前瞻指引，撤销“经济前景风险大体平衡”的表态。第二、形容美国经济的措辞从此前的“强劲”改为“稳固”。第三、委员会表示基于市场的实际通胀指标近几个月出现下滑，但是基于调查的长期通胀预期指标几乎没有变化。第四、鉴于全球经济和金融发展以及“温和”的通胀压力，对于未来联邦基金利率区间的调整“保持耐心”。我们注意到，通篇声明美联储删除了所有预示利率上行的措辞，这里美联储说的不是对利率目标的“进一步上调”保持耐心，而是对利率的“调整”保持耐心，避免使用加息等措辞表态。

### 鲍威尔对于缩表的立场出现明显变化，将灵活对待缩表路径

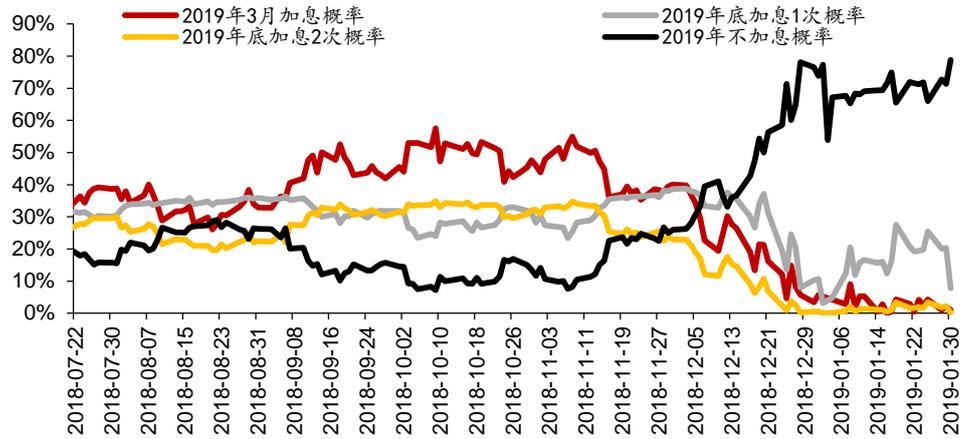
2018 年 12 月 20 日，鲍威尔在 12 月议息会议后的新闻发布会上否认市场下跌是受缩表的影响，认为缩表不是干扰市场的一大因素，说缩表“没有制造重大问题”。1 月 5 日鲍威尔在美国经济学会表示“美联储在倾听市场的担忧，若缩表确实是扰动市场的主因，会毫不犹豫地调整缩表。”1 月 31 日美联储议息会议未改变资产负债表缩减速度。鲍威尔在新闻发布会上称，美联储正在评估缩表的计划，将在今后数次货币政策会议上完成相关计划。不希望缩表市场动荡。资产负债表的规模会比此前预计的大。

### 美联储暂缓加息和缩表的先后顺序：暂缓加息在前，暂停缩表在后

此次议息会议美联储额外附加了一项“关于货币政策执行和资产负债表规范化的声明”。声明中表示将准备根据经济和金融发展情况调整资产负债表正常化的任何细节。如果未来的经济条件需要更宽松的货币政策，不仅仅是通过降息就可以单独实现时，委员会将准备使用全部工具，包括改变资产负债表的规模和构成。我们认为，由于美联储明确，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，所以在美联储暂缓加息和缩表的先后顺序上是暂缓加息在前，暂停缩表在后。

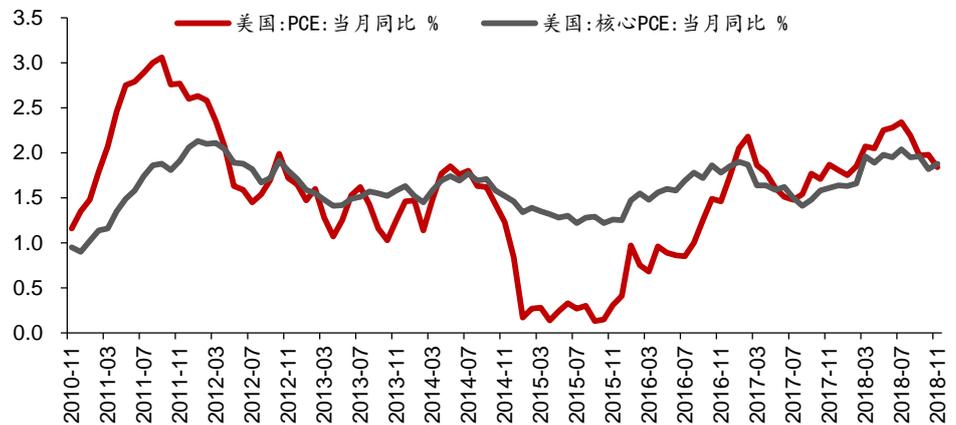
风险提示：美联储经济复苏强于预期，美联储加息节奏超预期。

**图表1：1月30日联邦基金利率期货隐含的2019年不加息概率为78.8%，加息1次概率为7.8%，加息两次概率为0.2%**



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表2：美国PCE和核心PCE自2018年7月以来同比增速放缓**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：美联储经济复苏强于预期，美联储加息节奏超预期。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

### 公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

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\\_14376](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14376)

