

2019 年 1 月 31 日

宏观经济



“横流”涌动，加息显耐心 ——2019 年 1 月美联储议息会议点评

宏观简报

美联储 FOMC 会议决定按兵不动，符合市场预期。货币政策声明删除了渐进加息的措辞，强调将在利率决议上将更有耐心，展现鸽派态度。声明同时指出经济基本面仍然稳固，劳动力市场和消费依旧强劲。美联储还更新了资产负债表政策指引，明确“充足储备”的货币政策框架。“横流”涌动下，联储加息显耐心，预计一季度将暂停加息，但全年加息或未止步。资产负债表政策指引明确指出，未来调整缩表节奏的主要原因是为了保持更加充裕的储备供给，从而完善美联储货币政策的框架，而并不是因为经济基本面恶化。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

联系人

刘政宁
021-52523806
liuzn@ebcn.com

加息更有耐心

美联储 FOMC 会议决定按兵不动，符合市场预期。联邦基金利率保持在 2.25~2.5% 的区间。

货币政策声明变化：与去年 12 月相比，声明删除了渐进加息的措辞，同时强调将在利率决议上将更有耐心（be patient），展现鸽派态度。声明认为经济活动已由强劲转为稳固，金融市场隐含的通胀预期有所下降，但基于调查的通胀预期变化不大。其他内容较之前没有变化，即就业依然强劲，失业率保持低位，消费强劲扩张，投资增速有所放缓。

美联储还更新了资产负债表政策指引，一方面明确了实施“充足储备”的货币政策框架，另一方面指出在必要情况下不排除动用全部工具以维护经济和金融稳定：

- 美联储计划在储备金充足（an ample supply of reserve）的情况下继续实施以调节利率为主的货币政策，在这种框架下，美联储不需要积极管理储备金供应；
- 美联储将联邦基金利率视为调整货币政策的主要手段。美联储准备根据经济和金融发展的情况调整缩表的细节，如果未来的经济条件需要更宽松的货币政策，美联储准备使用其全部工具，包括改变其资产负债表的规模和构成。

经济面临逆风因素，加息更有耐心。鲍威尔认为，当前美国经济遇到几股“横流”（crosscurrents），一是全球经济放缓，尤其是中国和欧元区；二是金融条件趋紧，市场波动影响信心；三是英国脱欧前景不明朗；四是如果中美贸易谈判持续更久，将带来更多不确定性。这些横流虽然还不足以改变联储对美国的基本判断，但确实释放出矛盾的信号，使得美联储有必要更加耐心地等待。另外油价下跌令通胀压力暂缓，也为美联储的等待提供了依据。

对于加息，我们维持之前的判断：一季度暂停加息，但全年加息或未止步。首先，美联储在货币政策声明中删除了“渐进加息”的表述。其次，鲍威尔在讲话中至少五次提及“耐心”，这些表明一季度加息的概率在下降。但鲍威尔也暗示，未来通胀回升是决定是否继续加息的重要条件，且只有金融状况持续恶化才会影响宏观经济的大趋势，表明美联储并不认为经济基本面发生了质的改变，也不认为通胀风险就此解除。

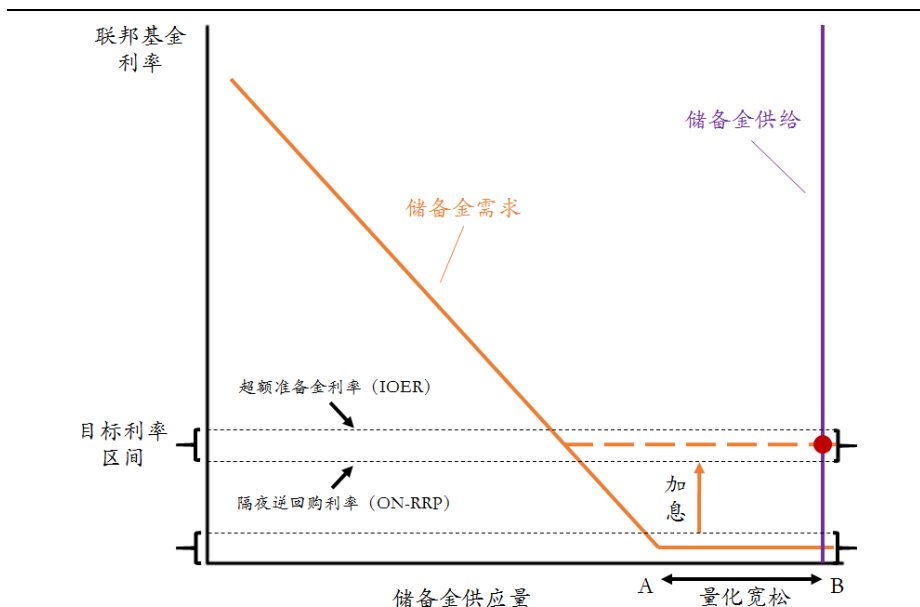
对于缩表，资产负债表政策指引指出，未来调整缩表节奏的主要原因是为了保持更加充裕的储备供给，从而完善美联储货币政策的框架，而不是因为经济基本面恶化。美联储在 2017 年启动缩表的初期也有过“在必要情况下可以动用其全部工具”的表述，目的是为了淡化缩表的影响，避免市场再次发生“削减恐慌”。

如何理解“充足储备”？

2008 年次贷危机后，美联储先后采取“零利率”与量化宽松政策，储备供给大幅扩张。2015 年 12 月开始，美联储通过调控“利率走廊”进行加息¹，但由于储备需求曲线是扁平的，加息过程中储备供应并不会下降（图 1）。直到 2017 年 10 月，美联储启动缩表后，储备才开始下降（图 2）。根据美联储的表述，当缩表结束时，理想的储备规模应该在其需求曲线扁平部分的最左侧，这样既能减小资产负债表规模，又不会使联邦基金利率因为缩表而出现跳升²（图 3）。

然而，储备需求曲线的具体位置难以把握。根据鲍威尔的表述，从过去一年的情况来看，金融机构对储备的需求可能比预期的更大（部分因为金融监管的要求）。因此，美联储可能需要提供更多的储备金，以防止联邦基金利率出现较大的波动。

图 1：量化宽松情况下，加息不改变储备金供应量

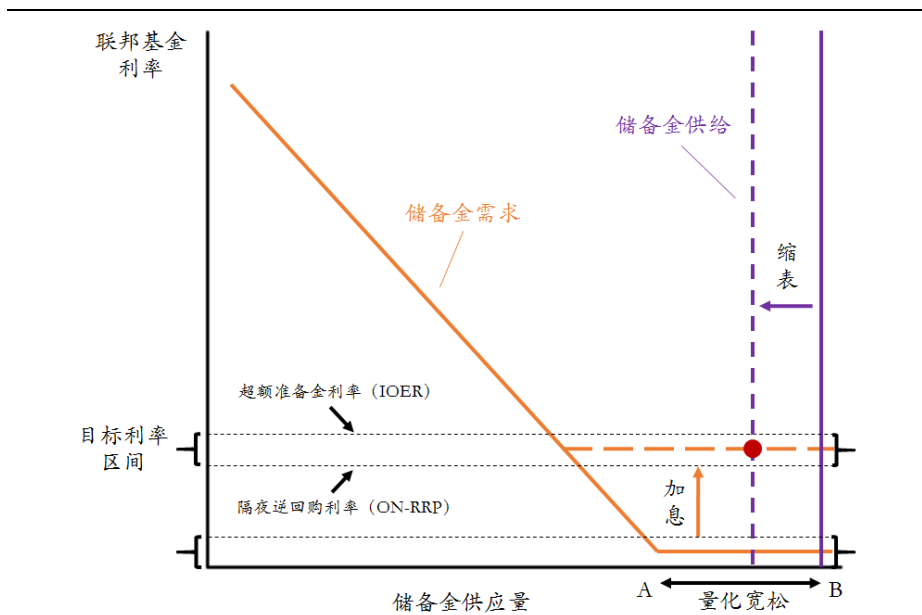


资料来源：光大证券研究所绘制

¹ “利率走廊”的上限是超额准备金利率（IOER），下限是隔夜逆回购利率（ON-RRP）。

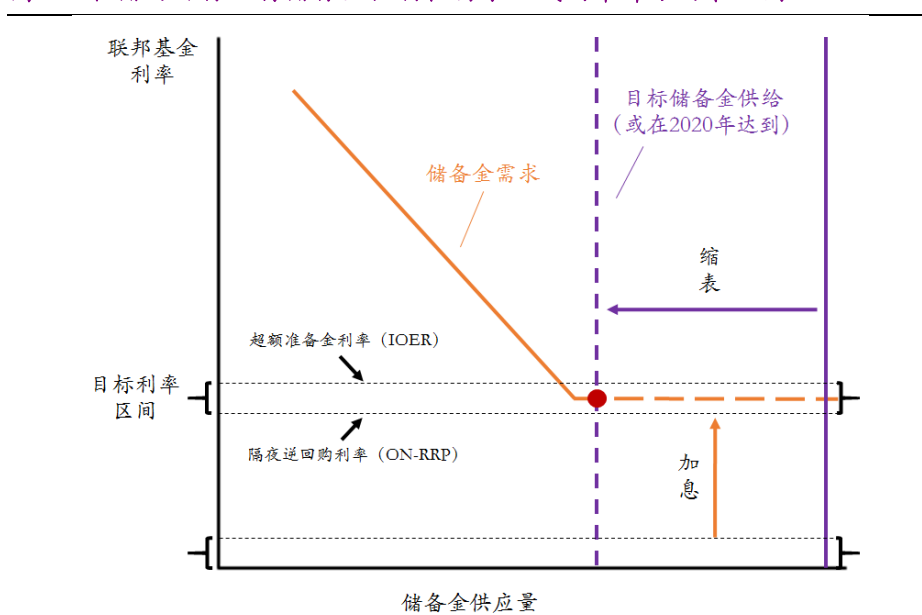
² 参见 2018 年 12 月美联储议息会议纪要

图 2：缩表开始后，准备金供应量下降



资料来源：光大证券研究所绘制

图 3：联储的目标：将准备金控制在需求曲线扁平部分的最左侧



资料来源：光大证券研究所绘制

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告观点不同的口头或书面评论或交易策略。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会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资

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_14395

