

宏观点评

美联储释放“强鸽”信号，全面转向尚需等待——2019年1月FOMC

会议点评

事件：1月31日凌晨3点，美联储公布1月利率决议：维持联邦基金目标利率区间2.25%-2.50%不变，维持每月缩表上限500亿美元不变，删除“进一步逐步加息”和“经济前景风险大致平衡”的表述，新增“鉴于全球经济和金融形势的发展，以及通胀压力的减弱，在决定未来如何调整联邦基金目标利率时，委员会将保持耐心”的表述。

核心结论：

1. 美联储1月FOMC会议未实施加息，符合市场预期，同时维持500亿美元每月的缩表速度不变，下调了对经济的评估，释放了暂停加息的信号，并表示准备在必要时调整资产负债表的规模和构成。FOMC决议公布后，美元指数短线急跌，美债收益率快速下行，美股涨幅迅速扩大，黄金价格跳涨。
2. 美联储主席鲍威尔表示，美联储未来加息的可能性在一定程度上降温，下一次利率行动将完全取决于数据。在加息的必要性方面，美国通胀将是一个重要的考量因素。FOMC正评估结束缩表的时间点，将在未来数次FOMC货币政策会议上完成相关计划。不会给出关于资产负债表均衡规模的预估。
3. 总体来看，美联储此次FOMC会议释放了较强的鸽派信号，同时近期多名美联储官员表态将在货币政策决策方面保持耐心，未来政策调整需等待更多的经济数据。我们判断，美联储将暂停加息数月，但鉴于核心通胀和就业仍有望维持强势，美联储年内仍存在加息的可能性，可能的加息时点在年中。
4. 1月24日的欧央行货币政策会议中，欧央行也同样释放了鸽派信号，表示欧元区增长前景的风险已偏下行，同时再次下调了经济和通胀的预期。我们认为，在欧元区经济景气持续大幅下滑和核心通胀持续低迷的情况下，欧央行并不具备加息的条件，年内启动加息的可能性较低。
5. 大类资产走势方面，我们认为美元指数短期内难以出现趋势性的下跌，主因欧元区经济更加依赖外需，在全球经济放缓的背景下，欧元区经济表现相较于美国大概率将更加不及预期。同时美联储是否会彻底停止加息仍存在不确定性，若美国未来的经济数据符合预期，仍不排除美联储继续加息的可能性，因此美元指数难以持续走弱。相应地，黄金价格短期内难以出现趋势性上涨。美债方面，鉴于美联储暂停加息，但维持缩表节奏保持不变，同时美国经济仍将继续放缓，我们判断美债收益率大概率将震荡下行。

风险提示：1.中美贸易摩擦全面升级；2.美国经济失速下滑。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 王梅邴

邮箱：wangmeili@gszq.com

相关研究

1、《美国加息 VS 中国“降息”，全球流动性和大类资产何去何从？》2018-12-20

2、《宏观专题：全球流动性将如何紧缩？——历史经验与展望测算》2018-11-18

3、《美联储鹰式加息考验全球流动性，我国可能“加息”并再降准》2018-09-27



内容目录

美联储释放暂停加息信号，引发资产价格巨震	3
美联储政策转向需等待更多经济数据，年内仍存加息可能	4
欧央行货币政策立场愈发鸽派，年内加息概率较低	6
美元短期难以趋势性下跌，美债收益率将震荡下行	7
风险提示	8

图表目录

图表 1: 近 3 次 FOMC 会议声明的对比	3
图表 2: FOMC 决议公布后美元短线急跌	4
图表 3: FOMC 决议公布后 10Y 美债收益率快速下行	4
图表 4: FOMC 决议公布后标普 500 指数期货涨幅扩大	4
图表 5: FOMC 决议公布后 COMEX 黄金跳涨	4
图表 6: 1 月初以来美联储 FOMC 票委对货币政策的表态	5
图表 7: 历史上美联储通常在失业率出现回升后结束加息	5
图表 8: 美国核心 CPI 同比滞后于 GDP 同比 1-2 年	6
图表 9: 美国新增非农就业人数拐点领先失业率拐点 1 年左右	6
图表 10: 欧央行不断下调对 GDP 增速的预期	6
图表 11: 欧央行不断下调对核心通胀的预期	6
图表 12: 欧元区核心通胀表现依然低迷	7
图表 13: 2018 年初以来欧元区经济景气持续下滑	7
图表 14: 欧元区 GDP 增速与出口增速走势高度一致	7
图表 15: 全球 PMI 走势领先欧元区出口增速	7
图表 16: 美联储暂停加息后美债收益率趋于下行	8
图表 17: 美国经济放缓将带动美债收益率下行	8

美联储释放暂停加息信号，引发资产价格巨震

美联储 1 月 FOMC 会议未实施加息，符合市场预期，同时维持缩表速度不变，下调了对经济的评估，释放了暂停加息的信号，并表示准备在必要时调整资产负债表的规模和构成。与前两次 FOMC 会议声明相比，本次 FOMC 会议对经济的表述由“强劲增长”修改为“稳固增长”，并删除了“经济前景风险大致平衡”的表述和“进一步逐步加息”的表述，同时新增了“鉴于全球经济和金融形势的发展，以及通胀压力的减弱，在决定未来如何调整联邦基金目标利率时，委员会将保持耐心”的表述。资产负债表调整方面，美联储维持每月 500 亿美元的缩表上限不变，并表示准备在必要时调整资产负债表的规模和构成，暗示在经济出现衰退迹象时将停止缩表甚至重启 QE。总体来看，本次 FOMC 会议释放了较强的鸽派信号，美联储短期内将停止继续加息。

随后的新闻发布会中，美联储主席鲍威尔表示：预计美国经济 2019 年将稳固增长，金融失衡风险似乎已经消退，企业债令人担忧，美联储正在关注这方面。在一定程度上，美联储未来加息的可能性降温，下一次利率行动将完全取决于数据。在加息的必要性方面，美国通胀将是一个重要的考量因素。FOMC 正评估结束缩表的时间点，将在未来数次 FOMC 货币政策会议上完成相关计划。不会给出关于资产负债表均衡规模的预估，无意将资产负债表视作活跃的政策工具。美联储关注的焦点在于就业和物价，而非市场。

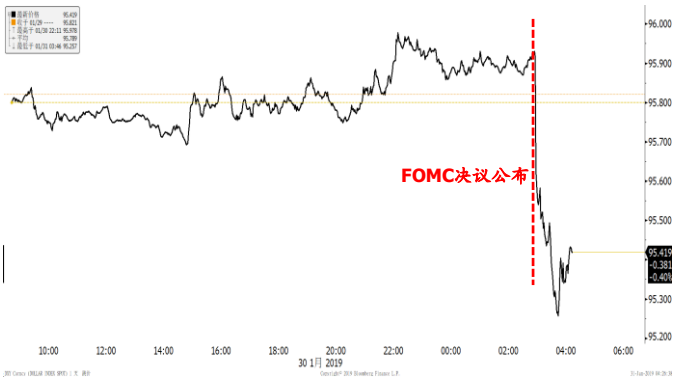
图表 1: 近 3 次 FOMC 会议声明的对比

会议时间	2018/11/9	2018/12/19	2019/1/31
会议结果	不加息	加息	不加息
联邦基金利率	2.0%-2.25%	2.25%-2.5%	2.25%-2.5%
每月缩表上限	500 亿美元	500 亿美元	500 亿美元
经济增长	强劲增长 (rising at a strong rate)	强劲增长 (rising at a strong rate)	稳固增长 (rising at a solid rate)
经济前景风险	大致平衡 (roughly balanced)	大致平衡 (roughly balanced)	删除“经济前景风险大致平衡” 的表述
劳动力市场	劳动力市场继续增强 (continued to strengthen), 失业率下降 (declined)	劳动力市场继续增强 (continued to strengthen), 失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场继续增强 (continued to strengthen), 失业率仍然很低 (remained low)
薪资增长	强劲增长 (have been strong)	强劲增长 (have been strong)	强劲增长 (have been strong)
家庭支出	继续强劲增长 (continued to grow strongly)	继续强劲增长 (continued to grow strongly)	继续强劲增长 (continued to grow strongly)
固定投资	有所放缓 (has moderated)	有所放缓 (has moderated)	有所放缓 (has moderated)
通胀表现	仍接近 2% (remain near 2 percent)	仍接近 2% (remain near 2 percent)	仍接近 2% (remain near 2 percent)
表述变化	无	新增“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”的表述	删除“进一步逐步加息”的表述，新增“鉴于全球经济和金融形势的发展，以及通胀压力的减弱，在决定未来如何调整联邦基金目标利率时，委员会将保持耐心”的表述

资料来源: FED, 国盛证券研究所

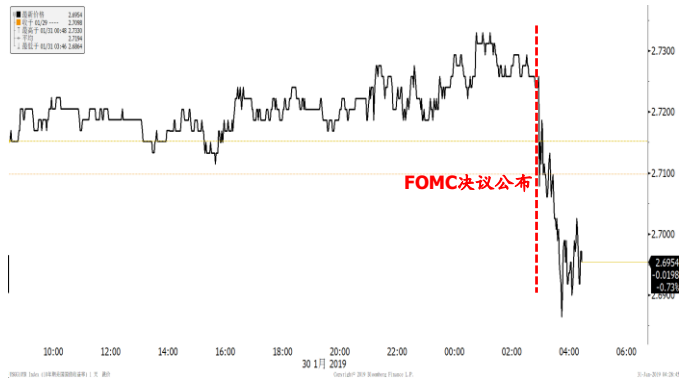
美联储鸽派声明引发资产价格巨震。FOMC 决议公布后，美元短线急跌 0.5%，10 年期美债收益率快速下行 3bp，美股涨幅迅速扩大，黄金跳涨 0.5%。

图表 2: FOMC 决议公布后美元短线急跌



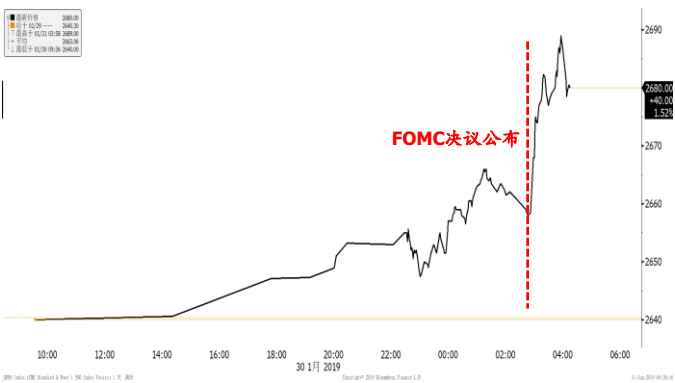
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 3: FOMC 决议公布后 10Y 美债收益率快速下行



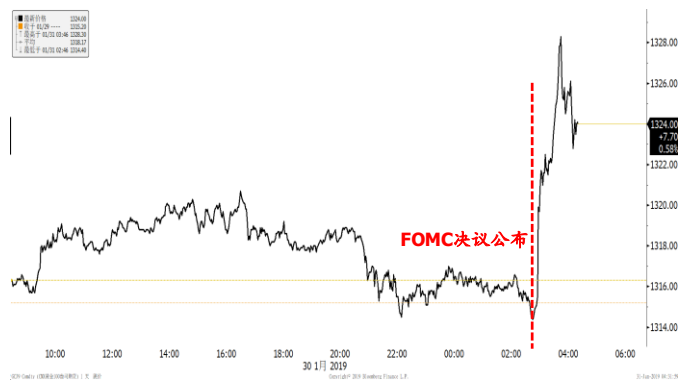
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 4: FOMC 决议公布后标普 500 指数期货涨幅扩大



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 5: FOMC 决议公布后 COMEX 黄金跳涨



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

美联储政策转向需等待更多经济数据，年内仍存加息可能

美联储官员强调保持耐心，未来决策尚需等待更多经济数据。1月初以来，多名美联储2019年FOMC票委发表讲话，包括美联储主席鲍威尔在内，均认为美联储应在货币政策调整方面保持耐心，未来决策需等待更多经济数据。鉴于当前美国经济已出现放缓迹象，但放缓的速度和幅度仍存在较大的不确定性，且美国政府长时间的停摆导致经济数据延后公布，也会造成近期数据存在干扰，我们认为美联储将暂停加息一段时间，未来是否会继续加息取决于最近数月的经济数据。

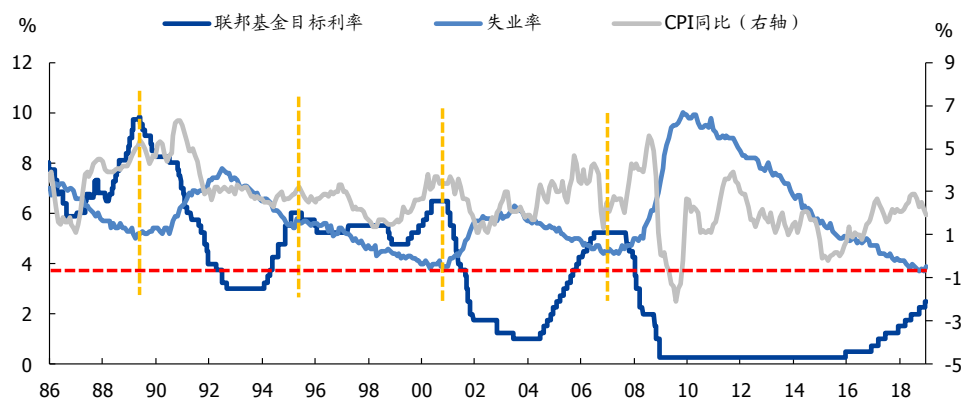
图表 6: 1月初以来美联储 FOMC 票委对货币政策的表态

表态官员	职位	表态时间	表态内容
Daly	旧金山联储主席	1月19日	倾向于美联储暂停加息。
Williams	纽约联储主席	1月18日	美联储需要“审慎,耐心,以及良好判断”。如果形势出现变化,美联储将重新评估缩表进程。
Evans	芝加哥联储主席	1月17日	美联储将保持耐心,并观察未来数据的走向。
George	堪萨斯联储主席	1月16日	现在可能是美联储暂停利率正常化的不错时机。尚不确定缩表多大程度才是适宜的。
Bullard	圣路易斯联储主席	1月11日	美联储已经走到了加息的尽头。美联储不应当预测会进一步加息。
Powell	美联储主席	1月11日	鉴于通胀现状,美联储有能力在利率问题上保持耐心,并体现出灵活性。未来的资产负债表规模将“显著”低于当前水平,但高于过去的水平。
Rosengren	波士顿联储主席	1月10日	在调整政策之前,美联储可以耐心观望以等待更明晰的数据。如果经济前景符合预期,那么美联储12月会议上提出的2019年两次加息可能是正确的。

资料来源: WSJ, FOX, 国盛证券研究所

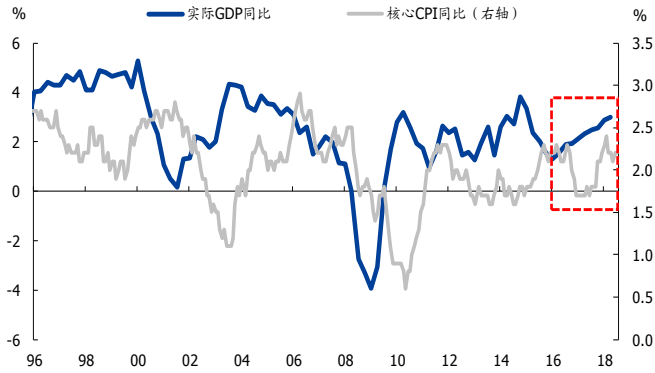
美联储年内仍有加息一次的可能,最可能的时点在年中。美联储货币政策目标包括充分就业和物价稳定,历史上美联储的加息往往始于通胀抬升,止于失业率回升。美联储对于整体通胀和核心通胀的目标值均是 2%, 尽管能源价格下跌导致 CPI 同比出现回落, 但美国核心 CPI 同比仍处于高位, 且已连续 10 个月高于 2% 的货币政策目标。根据历史经验, 美国核心 CPI 同比滞后于 GDP 同比 1-2 年, 因此 2019 年美国核心通胀仍有望维持高位。与此同时, 美国新增非农就业人数的拐点领先失业率拐点 1 年左右, 当前美国新增非农就业人数仍处于高位, 尚未出现拐点, 据此判断 2019 年美国失业率大概率将维持低位, 不会出现明显的回升。鉴于核心通胀和就业的表现, 我们认为美联储年内仍具备加息一次的可能, 最可能的时点在年中, 即 5、6、7 月的 FOMC 会议上。

图表 7: 历史上美联储通常在失业率出现回升后结束加息



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 美国核心 CPI 同比滞后于 GDP 同比 1-2 年



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 美国新增非农就业人数拐点领先失业率拐点 1 年左右



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

欧央行货币政策立场愈发鸽派，年内加息概率较低

1月24日，欧央行在1月的货币政策会议同样释放了鸽派信号。1月的ECB会议中，欧洲央行维持QE到期再投资，并重申利率至少到今年夏季保持不变。同时将2019年GDP增速预期由1.8%下调至1.5%，将2020年GDP增速预期由1.6%下调至1.5%，将长期经济增速预期从1.6%下调至1.5%。将2019年通胀预期由1.7%下调至1.5%，将2020年通胀预期由1.7%下调至1.6%，将长期通胀预期由1.9%下调至1.8%。欧央行行长德拉吉表示，鉴于地缘政治、保护主义、新兴市场脆弱和金融市场动荡相关的不确定性持续，欧元区增长前景的风险已偏下行，英国脱欧谈判也是风险因素。仍需要大规模刺激政策维持通胀，预计中期内核心通胀将上升，核心通胀仍维持温和，如果经济增速低于潜在水平，达成通胀目标将需要更长的时间。

我们认为欧央行年内开启加息的概率较低。回顾2018年，欧央行曾多次下调了经济和核心通胀的预期，当前欧元区核心CPI同比仅为1%左右，距离2%的货币政策目标依然有较大的差距，整体通胀受能源价格下跌影响也开始出现回落。与此同时，欧元区经济景气自2018年初开始持续大幅下滑，经济和核心通胀表现疲软的背景下，我们认为欧央行并不具备加息的条件，年内启动加息的可能性较低。

图表 10: 欧央行不断下调对 GDP 增速的预期

— 2018年2月 — 2018年6月 — 2018年8月 — 2018年12月

图表 11: 欧央行不断下调对核心通胀的预期

— 2018年2月 — 2018年6月 — 2018年8月 — 2018年12月

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_14396



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn