



11 月海外宏观深度报告

除了降息，美联储扩表势在必行

当前美国经济下行趋势开始显现但韧性犹存，世界经济持续低迷，美联储降息空间有限，且降息影响比较全面，因此更需要扩表作为宽松的辅助手段来维持经济的持续扩张。本轮的美联储扩表是应对美元流动性紧张和政府债务上限问题的必要工具，自 2008 年开始的三轮扩表都发生于流动性短缺时期，其中前两次扩表期间还伴随着经济低迷，之后美国经济基本面有不同程度的好转。美联储从 10 月 11 日开始首月 600 亿美元短期美债扩表计划并将回购操作延长至明年 1 月。未来降息与扩表并存或将成为主流。

- 我们预计美国目前经济下行压力巨大，制造业与非制造业 PMI 急剧下滑，ADP 新增就业和新增非农就业人口下降，美国 GDP 同比增速放缓等都说明美国如今经济即将触底，美联储仍处在降息周期内。但降息节奏可能并不频繁，主要的流动性可通过扩表来补充。
- 据统计，美国政府的债务总额每隔九年就会翻一番。然而美联储江湖救急的几千亿美元相比于数万亿规模的准备金和债务而言还远远不够，扩表似乎已成为了美联储缓解美元流动性紧张和债务上限问题的必要工具。10 月 11 日美联储宣布首月 600 亿美元短期美债扩表计划并将回购操作延长至明年 1 月。就此，扩表周期正式开启。
- 历史上美联储有过三次明显的扩表期，分别是 2008 年 3 月-11 月，2010 年 10 月-2011 年 7 月和 2012 年 10 月-2014 年 10 月。在这三次明显扩表期中，有一些类似的经济指标波动，说明美国经济在经历着下滑，因此美联储采取扩表作为对策。三次扩表后均对美国经济基本面上有着不同程度的改善，并在宽松缺失时承担了补充流动性的作用。本次扩表对比历史上近 3 次扩表，规模上不及 QE1，但和 QE2 规模差不多。但目前并没有到达当时经济危机的程度，因此现在鲍威尔不认为是 QE4。
- 因 2018 年底开始的美债倒挂，我们维持今年底到明年可能出现的美国经济拐点的判断，未来全球经济或继续下滑，因此黄金近期虽然因各风险事件落地回调，来年仍有上行可能。
- 风险提示：美国和全球经济增速超预期，黄金上涨不及预期。

相关研究报告

《什么因素主导了黄金价格的上涨——基于实证检验的结果》 20190815

《6 月海外宏观深度报告——美国消费会下降吗？》 20190606

《美国经济拐点何时出现》 20180913

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

钱思韵

(8621)2032851

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

1 研究背景	4
2 本次扩表预计时间	5
2.1 美国经济基本面有下行趋势，全球经济低迷	5
2.2 美联储鹰派降息，未来或放缓降息节奏	9
2.3 美联储重启扩表	10
3 美联储历史扩表周期	14
3.1 第一次扩表时期（2008.3-2008.11）	14
3.2 第二次扩表时期（2010.10-2011.7）	17
3.3 第三次扩表时期（2012.10-2014.10）	19
3.4 三次扩表对本次扩表的指导意义	21
4 总结	23

图表目录

图表 1. 美国新增非农就业人数	5
图表 2. 美国失业率	5
图表 3. 美国 ADP 新增就业人数	5
图表 4. 美国制造业 PMI	6
图表 5. 美国 COMEX 黄金	6
图表 6. 布伦特原油	6
图表 7. 美国 GDP 环比折年率	7
图表 8. 美国 CPI 同比	7
图表 9. 美国非制造业 PMI	7
图表 10. 美国核心 PCE 同比	8
图表 11. 美国 GDP 个人消费支出季调	8
图表 12. 美国超额准备金利率	8
图表 13. 美联储 9 月点阵图	9
图表 14. 美国联邦基金目标利率	10
图表 15. 美国存款机构总资产&总负债	11
图表 16. 美联储美国国债及 MBS 持有量	12
图表 17. 第一次扩表美国制造业 PMI	14
图表 18. 第一次扩表美国国债收益率	14
图表 19. 第一次扩表美国 CPI	15
图表 20. 第一次扩表美国 GDP 同比	15
图表 21. 第一次扩表美国进出口同比	15
图表 22. 第一次扩表美国超额准备金利率	16
图表 23. 第一次扩表联邦基金目标利率	16
图表 24. 第二次扩表美国制造业 PMI	17
图表 25. 第二次扩表美国国债收益率	17
图表 26. 第二次扩表美国 CPI	17
图表 27. 第二次扩表美国 GDP 同比	18
图表 28. 第二次扩表美国进出口同比	18
图表 29. 第二次扩表美国超额准备金利率	18
图表 30. 第三次扩表美国制造业 PMI	19
图表 31. 第三次扩表美国国债收益率	19
图表 32. 第三次扩表美国 CPI	20
图表 33. 第三次扩表美国 GDP 同比	20
图表 34. 第三次扩表美国进出口同比	20
图表 35. 第三次扩表美国超额准备金利率	21

1 研究背景

2007年由美国爆发的次贷危机最终演变为金融海啸席卷全球，令世界经济长时间都笼罩在低迷的氛围中。为重振金融体系，世界央行纷纷采取不同程度的宽松政策来刺激经济。美联储自2007年9月开始进行了10次降息操作，之后开启了量化宽松。三年间，大幅度降息和三轮量化宽松周期将美国资产负债表规模扩大了三倍，自2014年下半年起，美国经济复苏迹象显现，美联储着手退出降息扩表进程。直至2015年12月美联储联邦公开市场委员会（FOMC）宣布上调利率0.25个百分点至0.25%-0.5%，标志着美国正式开始新一轮加息周期。2017年9月美联储宣布于10月开始缩表进程。

但是，2018年第四季度美股暴跌后，美联储政策有了明显转向。2019年3月，美联储议息会议给出了2019年暂停加息的预期，6月决定维持利率不变，7月降息靴子正式落地，9月宣布年内第二次降息。2017年开始的缩表进程略低于预期，截至2018年4月美国总资产规模依然未达缩表计划的规模上限，显然美国也担心过快缩表对经济造成的负面影响。然而自2018年起美国逐渐下滑的经济势头就已初露端倪。

美国经济基本面正在逐步下滑。10月份美国制造业PMI值48.3，虽较9月的47.8有所回升，但仍低于预期的49，并且已连续三个月低于50荣枯线，可见制造业面临明显的下行压力。美国第三季度环比GDP年化季率终值录得1.9%，已低于2%的增长目标；美国9月PCE物价指数1.3%，预期和前值均为1.4%；美国第二季度实际个人消费支出季率终值录得2.9%，明显低于前值4.6%。10月新增非农就业人口12.8万，失业率从前值的3.5%上升至3.6%，符合预期值。综合来看，美国经济韧性尤在。

此前的缩表操作已大大降低了银行的超额准备金储量，遇上国债拍卖缴款和企业缴税的节点甚至令美国银行一度出现“钱荒”的窘境，双重压力驱使隔夜回购利率一度达到10%，迫使美联储连续五天为市场注入3,500亿美元的流动性。长期来看，特朗普总统的减税计划深入推行，财政收入减少，加之美联储在近年的加息期间开始将超额准备金利率降至低于联邦基金利率的水平，截至9月18日，银行超额准备金规模已从2018年6月初的2万亿美元降到1.4万亿美元。然而临时性的回购操作可能还不足以缓解美元流动性紧张的困境，这似乎又增加了重启扩表以刺激经济的理由，美联储已于10月11日宣布扩表计划。

目前全球经济形势低迷，欧洲和日本央行已进入负利率模式，然而鲍威尔在9月议息会议中强调即使利率回到零区间，负利率也不会是美联储工具箱中的首选，也就是说，美联储会再次依靠扩表来刺激经济。7月美联储宣布提前结束缩表，仅时隔一个月，9月扩表就被重新提及，鲍威尔称“我们可能需要比我们想象的更早恢复资产负债表的有机增长”。短短一年内，美联储的政策由“加息+缩表”转变为“降息+扩表”。美联储的降息决定推动了更多央行采取降息措施，全球正式迎来了宽松的货币环境。

本次美联储鹰派降息，暗示未来可能会放缓降息节奏。然而全球低迷的经济大环境对美国经济造成下行压力，贸易前景的不确定性均有待更宽松的货币政策来力挽狂澜，加之美元流动性是维护金融市场平稳运行的重要条件，显然扩表已成为很大的需求。结合自2007年以来的三次扩表周期来看，扩表均发生于经济低迷或刚转好时期，对经济情况的改善起到了一定的助推作用，然而负债过大又将遏制经济发展，随后美联储又进入缩表阶段控制负债规模。我们期望通过研究前三次扩表周期来推测接下来的扩表时间及规模，以及扩表期间美债收益率、美元指数和黄金的走势情况，从而给出资产配置建议。

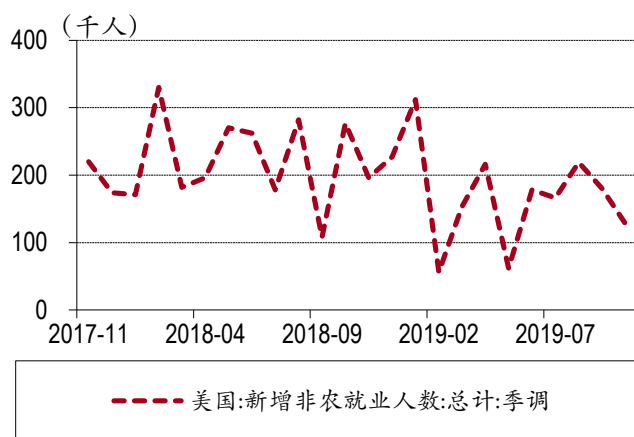
2 本次扩表预计时间

9月16日至17日美国金融市场因企业缴税和国债拍卖认购等原因出现了美元荒的局面，隔夜回购利率一路上涨至10%，同时拉动联邦基金利率超出目标区间上限。纽约联储时隔十年开启了隔夜回购操作紧急为市场注入流动性。这暴露了美国金融市场流动性紧缺的问题，可以归因于缩表导致的银行超额准备金锐减，美国政府债务问题突出，和市场对资金需求增大等因素。鲍威尔强调本次扩表是基于市场流动性短缺做出的决定，增加银行准备金以应对不确定性风险对货币政策的冲击，而不同于量化宽松。

2.1 美国经济基本面有下行趋势，全球经济低迷

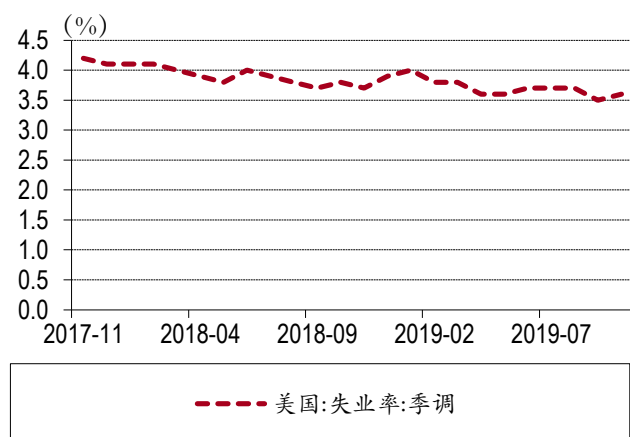
美国10月非农就业人口增加12.8万人，前值为18万人；美国10月失业率录得3.6%，前值为3.5%。美国10月平均每周工时录得34.4小时，与上个月持平。

图表 1. 美国新增非农就业人数



资料来源：万得，中银国际证券

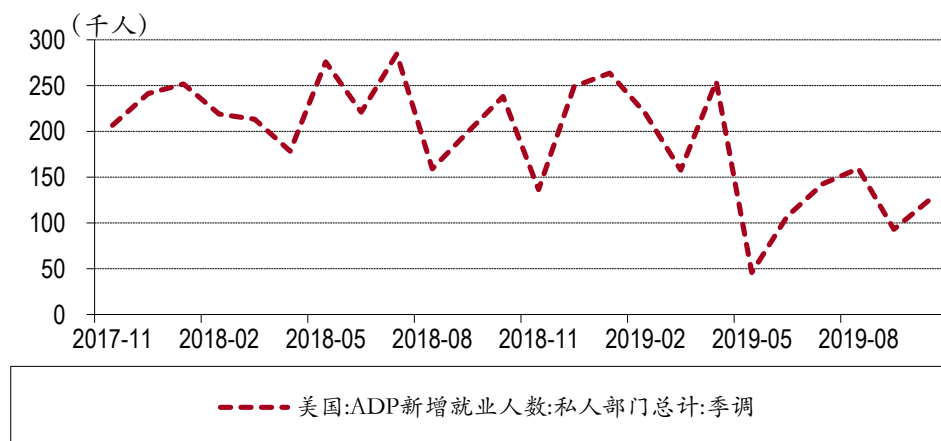
图表 2. 美国失业率



资料来源：万得，中银国际证券

非农不及预期，使得经济前景预期变差。失业率上升了0.1%至3.6%，依然维持低位。而美国的10月ADP就业人口增加12.5万，好于预期和前值。但非农和ADP出现背离，显示劳动力市场结构性分化。

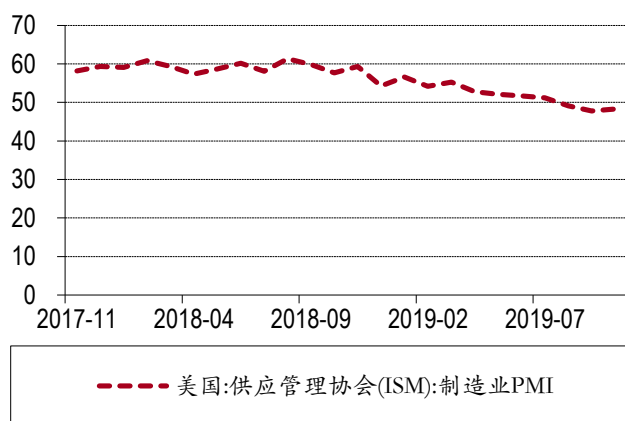
图表 3. 美国 ADP 新增就业人数



资料来源：万得，中银国际证券

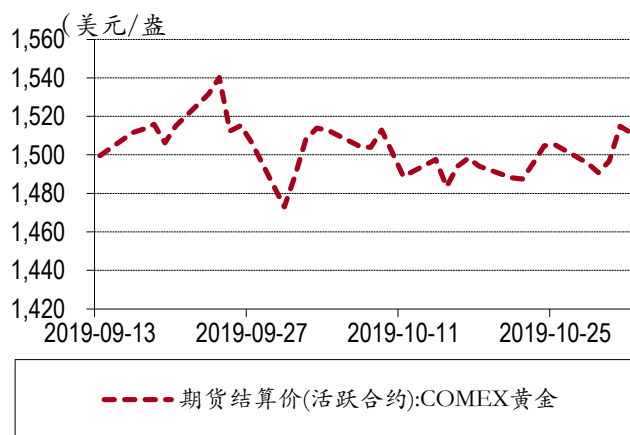
继美国 PMI 跌破荣枯线后，美国经济向上势头受到阻碍，我们认为下行压力开始逐步显现。10 月美联储会议再度降息 25bp，官方声明中删去了自 6 月以来“采取适当行动维持经济扩张”的关键措辞，因此这可能暗示着未来美联储降息节奏的放缓。值得注意的是，目前联邦基金目标利率仅为 1.50%-1.75%，考虑到美联储不会动用负利率工具，当前降息空间仅 150bp，并不如前 4 次那样可降息 500bp 以上，因此虽然美联储在降息周期，但可能降息节奏变缓。预计美联储会采取多样化的货币宽松工具，鲍威尔已明确将重启有机扩表的操作，不仅包括降息，有可能推出货币宽松，还有特朗普一直支持的财政刺激计划也有可能提上日程。

图表 4. 美国制造业 PMI



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 美国 COMEX 黄金

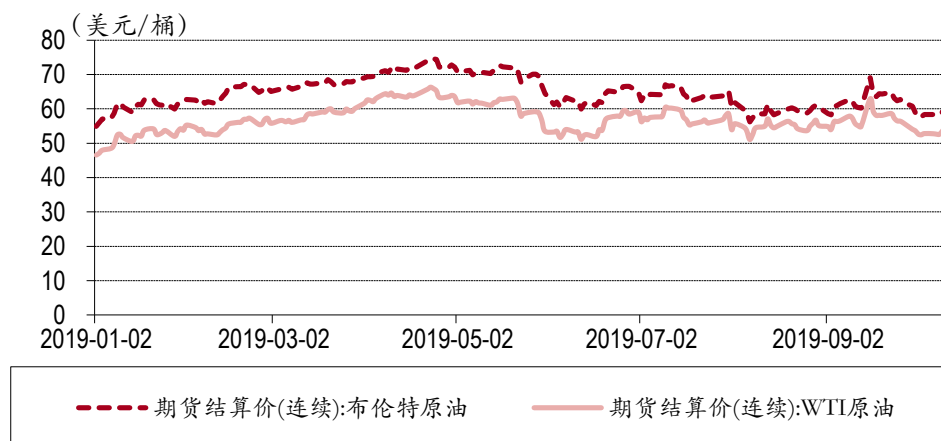


资料来源：万得，中银国际证券

COMEX 金价在鲍威尔阐述将重启资产购买计划和扩表决议后，于 10 月 9 日达到近两周以来的高峰，逼近 1510 美元/盎司，之后在波动中下滑。10 月 31 日国会通过特朗普的弹劾决议加上最新公布的数据显示经济疲软，金价突破 1514 美元/盎司，为近一个月以来的最高值。金价走高说明扩表决议在公众眼中仍被解读为与量化宽松等同，是美联储改变或扭转美国经济下行趋势的工具，令市场避险情绪上升。加上总统被弹劾导致的政局不稳，美国经济前景的不确定性风险或将持续。

当然，美国经济低迷是全球经济形势的普遍下滑所导致的。在今后相当长的一段时间内，由于全球经济下行压力的不断加大，金价在中长期看仍有一定的上涨空间，值得配置。

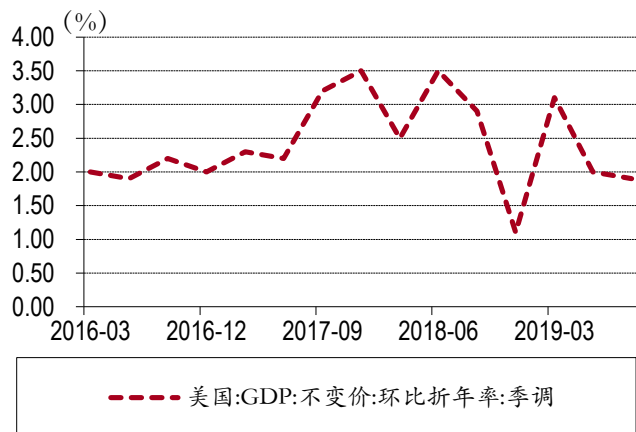
图表 6. 布伦特原油



资料来源：万得，中银国际证券

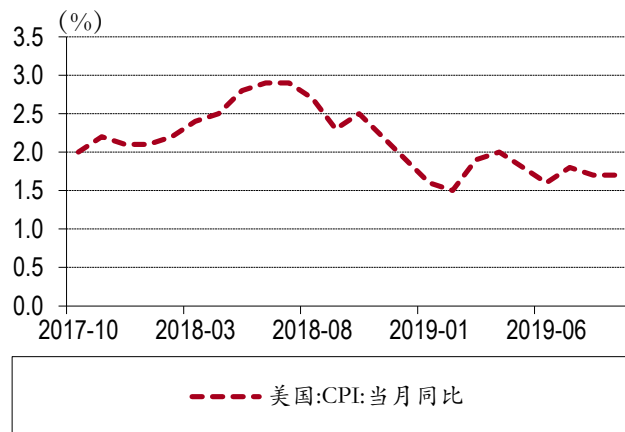
油价近期有所上升,但总体趋势较为平稳,未来因全球经济放缓需求不足预计继续在 60 美元/桶徘徊,难以托涨后续 CPI。

图表 7. 美国 GDP 环比折年率



资料来源: 万得, 中银国际证券

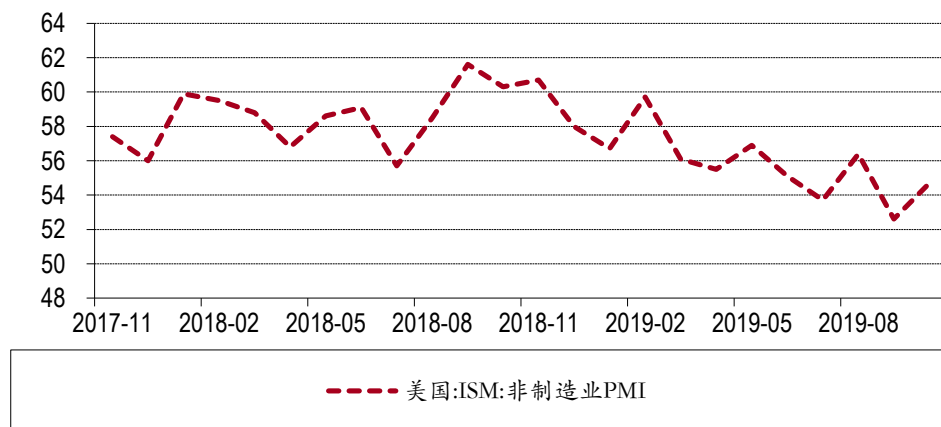
图表 8. 美国 CPI 同比



资料来源: 万得, 中银国际证券

2018 年下半年以来, 美国 GDP 环比增速处于较大波动中, 2019 年三季度录得 1.9%, 已跌破 2% 的经济增长目标, 说明美国经济增速放缓, 下行压力加大, 预计最早在 2019 年底或者 2020 年初步入衰退期。而美国 CPI 指数近两年内先是波动上升, 在 2018 年 7 月到达 2.9% 的最高点后开始下滑, 目前已经跌至 1.7%, 说明美国通胀率明显下降, 经济形势变差, 并有进一步下降的趋势。

图表 9. 美国非制造业 PMI

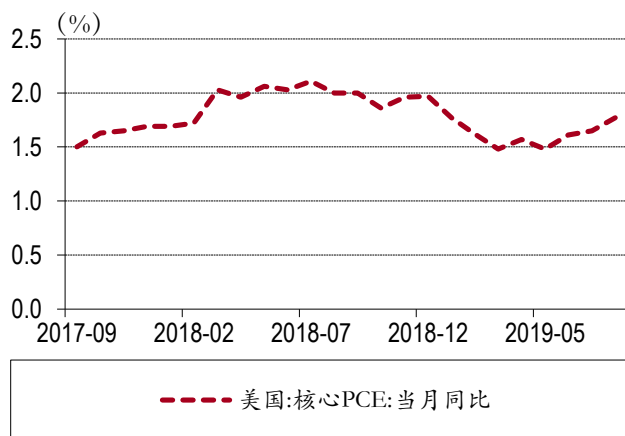


资料来源: 万得, 中银国际证券

近两年中, 美国的非制造业 PMI 在波动中有所下降, 从 2017 年 10 月的 60.1 跌至 2019 年 10 月的 54.7, 说明非制造业整体也是呈现出下降的趋势, 与美国经济整体形势保持一致。

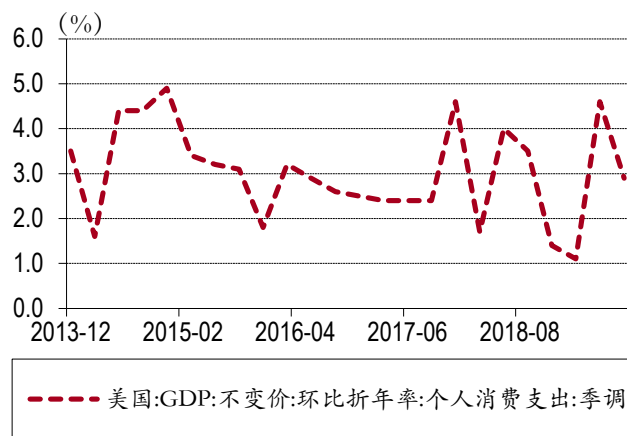
由上面图表可知, 美国经济去年以来整体呈现出非常明显的下行趋势, 制造业 PMI 和非制造业 PMI 都有明显下降态势, CPI 指数的下滑说明整体消费能力欠佳, 消费收缩, 美国居民避险意识增强, COMEX 黄金价格整体呈上升趋势。新增非农就业人数有所下降, 说明美国经济下行压力增加, 就业市场整体情况欠佳。GDP 环比增速放缓更是直接说明美国经济下行压力的增大, 即将迎来衰退期。

图表 10. 美国核心 PCE 同比



资料来源: 万得, 中银国际证券

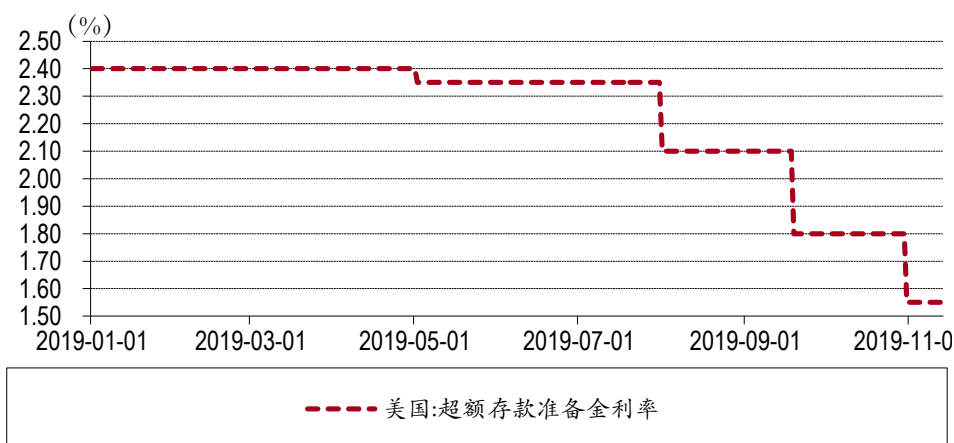
图表 11. 美国 GDP 个人消费支出季调



资料来源: 万得, 中银国际证券

非农好于预期, 失业率依然保持低位, 但平均时薪年率月率依然不及预期, 说明底薪工作增加更多, 整体的工资水平上涨并不佳。作为先导指标, 显示了经济已达到顶峰, 未来继续向上的空间收缩。

图表 12. 美国超额准备金利率



资料来源: 万得, 中银国际证券

今年以来美国超额存款准备金利率经历了三次下调, 尤其在 7 月降息后出现了较大变动, 说明美联

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_8871

