

2019年9月24日

## 中国宏观观察

### 美联储降息、扩表与美元短缺

- ⊕ **美联储“鹰派”降息。**一如市场预期，美联储宣布年内第二次 25 个基点的降息。但鸽派操作的背后存在鹰派立场，点阵图所展望的利率走势将止步于 1.5-1.75% 区间直至 2021 年再度上升。然而，市场预期年内大概率再降息一次。不过，美联储历次降息周期的起始利率逐次下降，而本次起始利率更创 40 年来新低，降息工具发挥空间与效用有限。因此，当下的市场环境会使得美联储的决策制定变得愈发困难。
- ⊕ **美联储或重启扩表。**美联储主席鲍威尔提及“将要评估合适的时机以重启资产负债表的扩张”，使得市场对美联储重启扩表预期升温。美联储超额准备金率可视为衡量美国流动性的指标之一。自美联储缩表，美国商业银行的超额准备金开始下降，过剩的流动性逐渐减少。在融资环境趋紧的环境中，当期国债拍卖缴款和机构缴税一度激发隔夜回购利率飙升，更加凸显美元流动性紧张，加大美联储再度扩表的概率。
- ⊕ **美元目前仍保持强势。**美元指数的权重中欧元占比为 57.6%，而目前较之美国先行步入衰退阶段的欧洲经济使欧元承压，疲弱的欧元将为美元指数提供一定的支撑力。与此同时，美元短缺亦会引导市场投资偏好，强化美元地位。隔夜回购利率短暂暴涨显示现金紧缺的问题日益凸显，亦迫使美联储进行了 750 亿美元的市场操作以应对流动性紧缺。美元紧缺依然是强势美元的保证。此外，贸易战与制造业衰退推升市场对经济衰退的预期，美元的避险属性凸显，避险需求亦推升美元走强。

彭非

fei.peng@bocomgroup.com  
(852) 3766 1804

谭淳

karen.tan@bocomgroup.com  
(852) 3766 1825

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1805

## 本周焦点图表

图表 1: QE 操作影响银行超额准备金



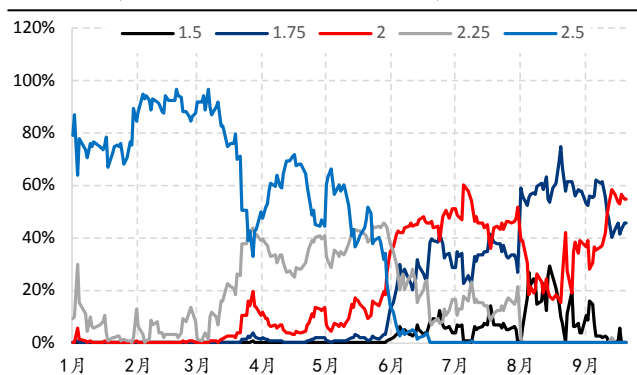
图表 2: 隔夜回购利率 9 月 17 日短暂达到高位



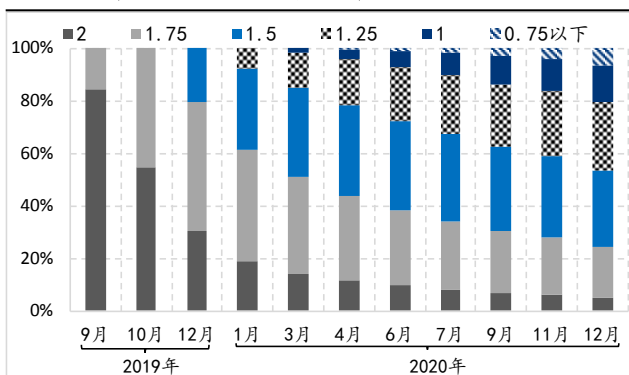
## 鹰派的利率立场

9月美联储 FOMC（联邦公开市场委员会）会议一如市场预期，宣布年内第二次 25 个基点的降息，下调联邦基金利率至 1.75-2%。但本次会议的分歧巨大，共有 3 位持不同意见，包括两人认为利率应维持不变和一人认为应降息 50 个基点。此外，点阵图显示美联储认为未来基准利率将在止步于 1.5-1.75% 区间后开启加息阶段，与市场预期相左。

图表 3: 市场对 10 月会议基准利率预测



图表 4: 市场对未来基准利率预测

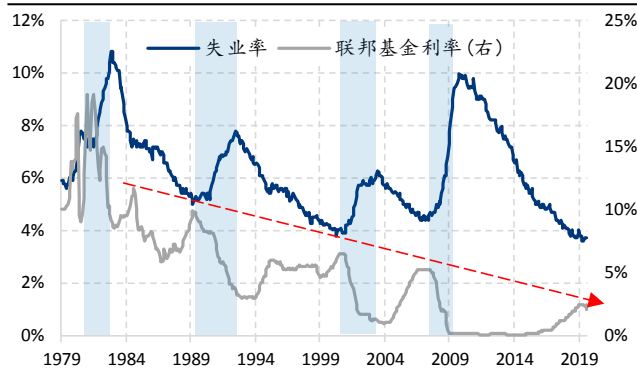


在此前的报告《美联储降息周期中的大类资产表现》（20190618）中，我们分类归纳了 1980 年后美联储所经历的七轮较为完整的降息周期。其中有一部分（四次）预示了经济明显的衰退，即美联储需要多次降息以刺激经济，通常持续时间长、幅度大。相比较而言，当前全球经济增长持续放缓，需求疲软，但是美国经济表现较好，股市保持高位，失业率历史低位，同时 PCE 数据显示的通胀表现温和，整体上很难提供足够的长期降息动力。点阵图所显示的鹰派立场亦说明本轮降息主要以市场调整为主。

2019年9月24日  
 中国宏观观察

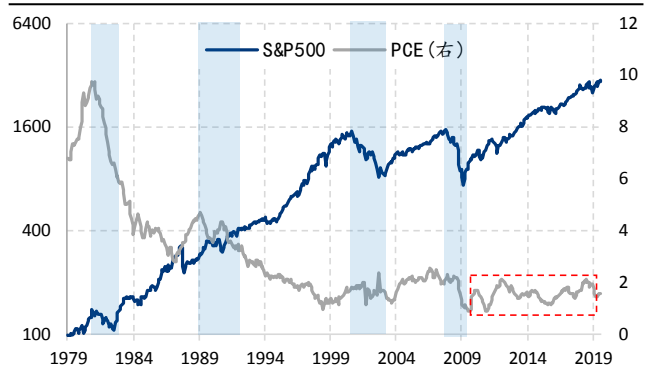
但另一方面，全球经济放缓所导致的国际竞争加强，助推了市场不确定性的提升。以贸易摩擦为代表的国家间对抗虽然难以用经济逻辑去推导，但其结果是市场情绪的转变。此外，每次降息周期的起始利率呈逐次下降趋势，而本次起始利率创40年来新低，对降息工具效果的限制作用明显。因此，当下的市场环境会使得美联储的决策制定变得愈发困难。

**图表 5: 失业率新低难以提供降息动力**



资料来源：彭博，交银国际

**图表 6: 股市保持高位而通胀温和**



资料来源：彭博，交银国际

## 美联储或重启扩表

美联储总资产在7月底结束了缩表进度，自8月开始向3.8万亿美元上探。本次FOMC会议的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔提及“美联储将要评估合适的时机以重启资产负债表的扩张”，使得市场普遍认为美联储将重启扩表。自2008年金融危机到2014年9月17日退出QE政策为止，美联储共进行了4轮QE，为金融系统注入了天量资金。与此同时，来自0-0.25%极低利率的宽松货币政策，促使美国股市重回2008年金融危机之前的水平。多轮QE使得美联储资产急剧上升，这种变相印钱的方式为政府提供资金，弥补赤字，有效地抵消了经济衰退时所出现的信贷紧缩和支出下降，从而保证通货膨胀率长时间稳定在温和区间。

**图表 7: QE 操作影响银行超额准备金**



资料来源：彭博，交银国际

**图表 8: 国债和 TIPS 总和与超额准备金**



资料来源：彭博，交银国际

2019年9月24日

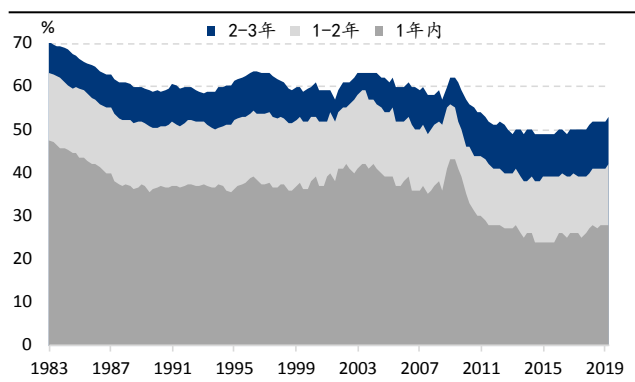
**中国宏观观察**

超额准备金可以看作衡量美国市场流动性的指标之一。QE 以来，美联储通过购买国债和 MBS 的方式向商业银行注入流动性，但商业银行并未利用这些资金放贷，而是存入了美联储以获得无风险利息。因此我们看到，美国商业银行的超额准备金大幅攀升。但自 QE 政策的结束和美联储缩表的开始，美国商业银行的超额准备金开始下降，过剩的流动性逐渐减少。

随着美联储缩表进程的深入，近期美国银行间融资环境明显收紧。9月17日，当期国债拍卖缴款和机构缴税一度激发隔夜回购利率飙升，更加凸显美元流动性紧张，加大美联储再度扩表的概率。短期内美联储可以通过政策工具来向商业银行注入流动性，缓解资金紧张。但长期来看，由于美国短期债务占比较大，三年内到期的债务占比超 50%。这些短期债务的“借新还旧”会占用商业银行的资金流动性。与此同时，若存在期限套利，银行间的借短放长，后期将加剧银行的资金成本压力。而这也是本次美联储会议将“重新扩表”提上日程的原因之一。

**图表 9: 隔夜回购利率 9 月 17 日短暂达到高位**


资料来源：彭博，交银国际

**图表 10: 约一半债务 3 年内到期**


资料来源：彭博，交银国际

## 美元保持强势

美元目前仍保持强势。美元指数的权重中欧元占比为 57.6%，而目前较之美国先行步入衰退阶段的欧洲经济使欧元承压，疲弱的欧元将为美元指数提供一定的支撑力。与此同时，美元短缺亦会引导市场投资偏好，强化美元地位。隔夜回购利率短暂暴涨显示现金紧缺的问题日益凸显，亦迫使美联储进行了 750 亿美元的市场操作以应对流动性紧缺。美元紧缺依然是强势美元的保证。此外，贸易战与制造业衰退推升市场对经济衰退的预期，美元的避险属性凸显，避险需求亦推升美元走强。

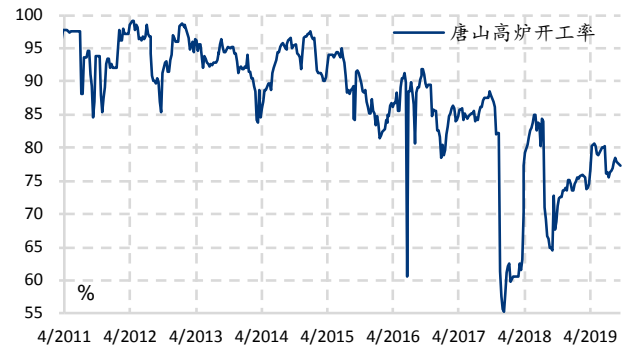
## 经济领先指标

图表 11: 螺纹钢价格 (周度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 12: 唐山高炉开工率 (周度)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 13: 铁矿石价格指数及进口量



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 14: 铁矿石库存同比增速 (周度)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 15: 水泥市场价格 (周度)



资料来源: CEIC, 交银国际

图表 16: 西部地区水泥市场价格 (周度)



资料来源: CEIC, 交银国际

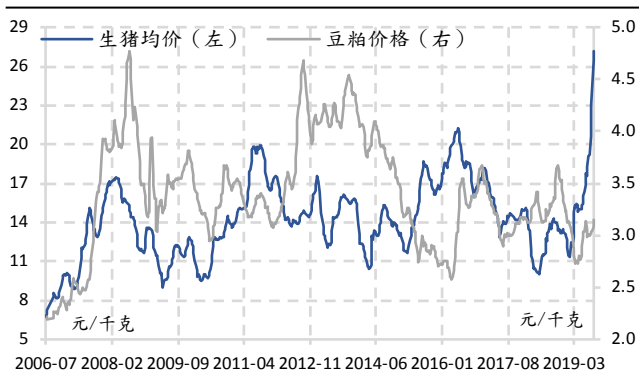
注: 西部地区城市包括昆明、成都、重庆、贵阳、西安、兰州、西宁和银川。

图表 17: 长江有色市场无氧铜丝价格 (日度)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 18: 生猪、豆粕价格 (周度)



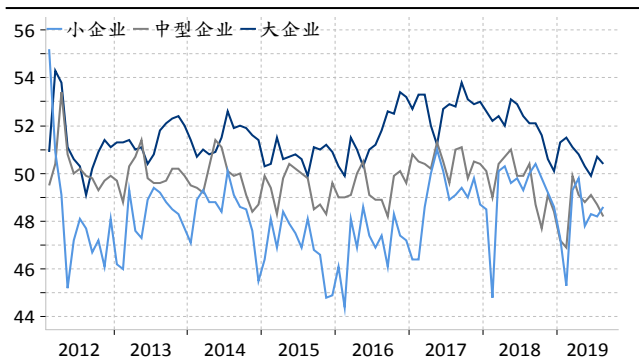
资料来源: 万得, 交银国际

图表 19: PMI 中国制造业与非制造业 (月度)



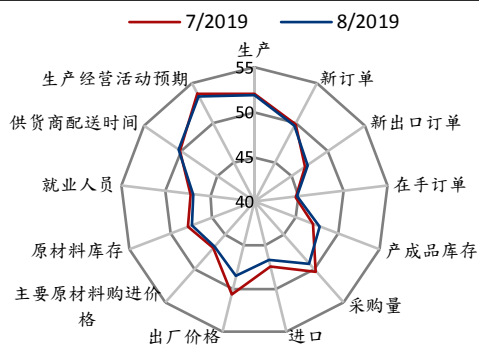
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 20: PMI 中国大中小企业 - 带季调 (月度)



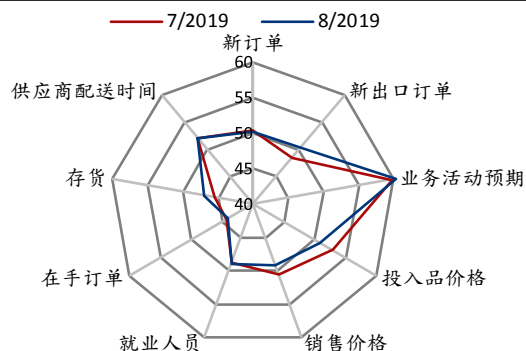
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 21: PMI 制造



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 22: PMI 非制造



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 23: 粗钢产量



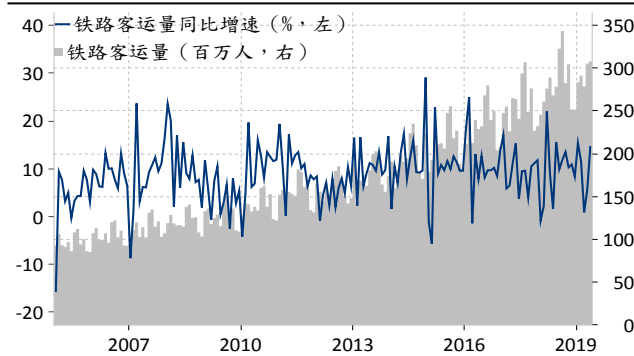
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 24: 钢材价格



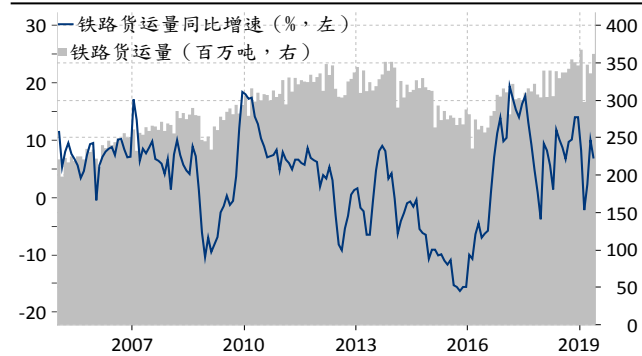
资料来源: CEIC, 交银国际

图表 25: 铁路客运量 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 26: 铁路货运量



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 27: 卡车产量 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 28: 挖掘机销量同比增速 (月度)



资料来源: 万得, 交银国际

图表 29: 汽车销量 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 30: 水泥产量 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 31: 房屋销售面积 (月度)



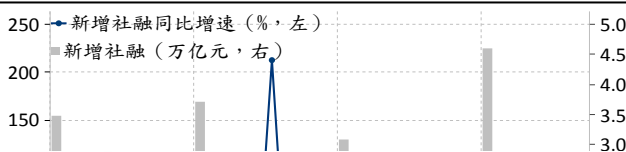
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 32: 房屋新开工面积 (月度)

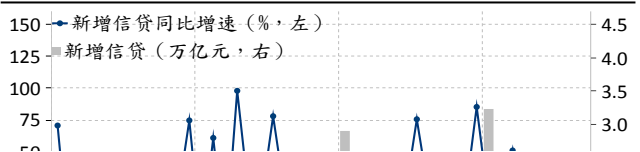


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 33: 新增社融 (月度)



图表 34: 新增信贷 (月度)



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\\_9956](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9956)

