

证券分析师

陆兴元

资格编号: S0120518020001

电话: 021-68761616

联系人

赵梧凡

电话: 021-68761616-6319

邮箱: zhaowf@tebon.com.cn

相关研究

货币宽松与流动性紧张

——宏观周报（09.16~09.22）

摘要:

- **主题评论：货币宽松与流动性紧张**
- **美联储再次降息，但内部分歧加大。**在美联储 9 月议息会议上，美联储决定将其基准利率下调 25 个基点，至 1.75% 到 2.00% 的目标区间，这是美联储年内的第二次降息。同时，美联储此次还调整了超额准备金率（IOER）和隔夜逆回购利率（ONRRP）的水平。尽管美联储此次降息完全符合市场预期，但无论是会议声明还是点阵图都透露出美联储内部对于降息此事充满分歧；
- **流动性紧张，扩表可能比降息更需要。**实际上，我们认为美联储目前遇到的更迫切的问题是市场流动性紧张，适时的扩表可能比降息更加迫切。美联储在本周执行了十年来首次隔夜回购操作，是美联储近十年来首次主动向一级交易商提供流动性。这主要原因是美国财政部恢复发债导致市场流动性紧缩；
- **面对美联储的加量放松，中国央行维持自身节奏。**首先在 9 月 17 日早间，央行发布公告称，当天开展 1 年期中期借贷便利（MLF）操作 2000 亿元，利率依旧维持在 3.3%。这样使得市场此前对于央行会借此机会降低 MLF 利率的预期落空。随后，在 9 月 20 日 LPR 公布了最新报价。1 年期 LPR 下降 5 基点，连续第二次下降。5 年期以上 LPR 没有变化。这表明央行目前更愿意通过引导银行成本下行来释放流动性，而非直接的降息。同时此次 1 年期 LPR 调整，5 年期 LPR 并未调整也反映出央行目前还是以结构性调整政策为主。同时我们认为，目前央行依旧关注通胀上行压力，对于利率的调整偏于审慎，短期没有全面降息的可能。
- **本周大类资产走势回顾：**全球股市回暖，债券下行。股市：本周全球股市回暖，道琼斯指数上涨 1.6%。A 股小幅上涨 1.1%。利率：随着美联储降息，美债下行（16BP）。中国降息预期落空，国债收益率小幅上行（1.04BP）；汇率：美元指数小幅上涨（0.28%）；人民币本周也有小幅上涨（0.13%）；商品：原油价格大幅上涨 7.78%，最新报价 63.75 美元/桶；黄金价格最新报价 1515.1 美元/盎司，小幅上涨 1.04%。
- **国内外重点事件追踪。**
- **国内：**1-8 月累计，全国一般公共预算收同比增长 3.2%，比前值回升 0.1 个百分点。全国一般公共预算支出同比增长 8.8%，相比前值降低 1.1 个百分点；9 月 20 日富时罗素和标普道琼斯两大指数纳入 A 股正式生效。截至收盘，北上资金最终净买入 A 股 148.62 亿元，其规模属年内单日最大。
- **海外：**9 月 19 日至 20 日，中美双方经贸团队在华盛顿举行副部长级磋商，就共同关心的经贸问题开展了建设性的讨论；日本 8 月 CPI 同比上涨 0.3%，与预期持平，较上月下滑 0.2 个百分点。核心 CPI 回落至 0.5%，创 2017 年 7 月以来新低。
- **下周重点关注。**美国 9 月 PMI 数据和中国 8 月工业企业利润。
- **风险提示：**政策不及预期，全球经济失速下行

目 录

1. 主题评论：货币宽松与流动性紧张.....	4
2. 大类资产走势回顾.....	5
2.1 股债：全球股市回暖，债券下行.....	5
2.2 汇率：人民币、美元小幅上涨.....	6
2.3 商品：黄金原油价格双双走高.....	6
3. 国内外重点事件跟踪回顾.....	6
3.1 国内跟踪.....	6
3.1.1 财政收入继续低位徘徊，财政支出收窄.....	7
3.1.2 富时罗素和标普道琼斯纳入 A 股正式生效.....	7
3.2 海外跟踪.....	7
3.2.1 中美重启贸易谈判.....	7
3.2.2 日本核心通胀创两年新低.....	7
4. 下周重要财经数据和事件.....	7
下周重点关注美国 9 月 PMI 数据和中国 8 月工业企业利润。.....	7

图表目录

图 1 美联储加息点阵图	4
图 2 LPR 利率	5
图 7 全球主要指数涨跌幅	6
图 8 中美日欧国债收益率变动	6
图 9 汇率变动	6
图 10 布伦特原油活跃期货收盘价	6
图 11 黄金价格	6
表 1 FOMC 会议声明对比	4
表 2 下周重要财经数据和事件	7

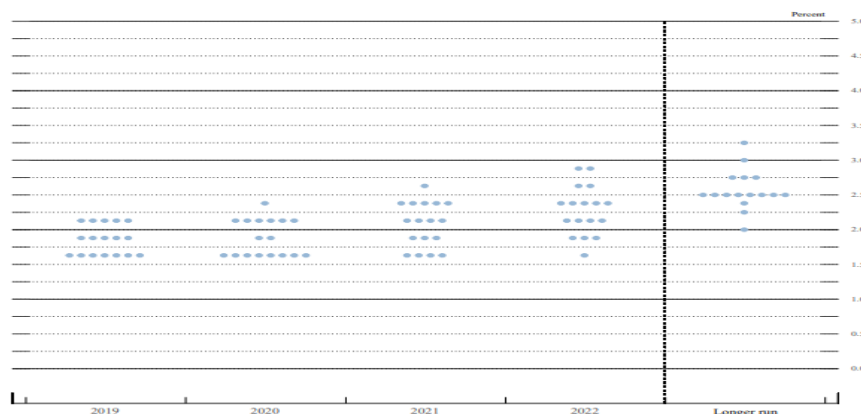
1. 主题评论：货币宽松与流动性紧张

美联储9月议息会议上，美联储决定将其基准利率下调25个基点，至1.75%到2.00%的目标区间，这是美联储年内的第二次降息。同时，美联储此次还调整了超额准备金率（IOER）和隔夜逆回购利率（ONRRP）的水平，调整后IOER利率为1.8%，ONRRP利率为1.7%。

尽管美联储此次降息完全符合市场预期，但无论是会议声明还是点阵图都透露出美联储内部对于降息此事充满分歧。首先在会议声明中透露，在十位美联储货币政策委员会FOMC的投票委员之中，有七人支持降息，三人反对，反对人数比7月会议的降息多一人。而美联储的点阵图透露出了更多的分歧信号。

美联储会后公布的利率预期点阵图显示，在17名联储官员中，有7人预计，在今年底以前，还会降息一次，将联邦基金目标利率区间降至1.5%-1.75%。有5人预计，今年无需再次降息。还有5人预计今年应当将加息，将联邦基金目标利率区间回调至2.0%-2.25%。但没有一位官员预计，此后直到2022年会进一步降息。美联储预期的中位值显示，到2022年，利率会累计回升50个基点，即有两次25个基点的加息。

图1 美联储加息点阵图



资料来源：美联储，德邦研究所

与美联储内部分歧较大不同，本月美联储的会议声明并无较大变化。尽在声明当中对固定资产投资和出口方面的表述做出了修正，指出企业固定资产投资和出口已经减弱。此前在7月的声明当中并没有提及出口。

表1 FOMC会议声明对比

时间	2019年7月	2019年9月
经济增长	温和增长	温和增长
劳动力市场	薪资就业近几月基本没变，但新增就业依然稳固。失业率处在低位。	薪资就业近几月基本没变，但新增就业依然稳固。失业率处在低位。
通货膨胀	整体通胀维持低位，主要是由于能源价格的下跌。但长期通胀预期指标总体而言几乎未变	整体通胀维持低位，主要是由于能源价格的下跌。但长期通胀预期指标总体而言几乎未变
家庭消费支出	有所回升	快速增长
固定资产投资	企业固定投资指标疲软	企业固定资产投资和出口已经减弱
货币政策	将联邦基金利率的目标区间下调为2.0%-2.25%	将联邦基金利率的目标区间下调为1.75%-2.0%

资料来源：美联储，德邦研究所

实际上，我们认为美联储目前遇到的更迫切的问题是市场流动性紧张，适时的扩表可能比降息更加迫切。

之所以市场关心美联储是否扩表，是因为美联储在本周执行了十年来首次隔夜回购操作（Overnight Repurchase Agreement Operation）。这一操作将允许一级交易商

以国债、机构债和机构 MBS 为抵押物，从美联储借款获取流动性，从而缓解交易商的融资压力。此前，美联储曾经在金融危机时期使用过一级交易商信贷工具（Primary Dealer Credit Facility）来向市场提供流动性。但此次美联储启用的正回购是美联储近十年来首次主动向一级交易商提供流动性。

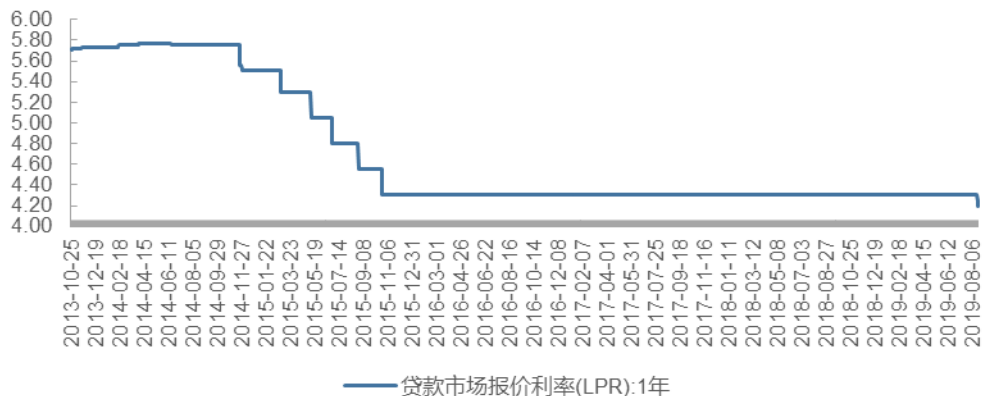
这主要原因是两党此前达成协议延长债务上限时间，美国财政部恢复发债导致市场流动性紧缩。在本周一的时候，美国隔夜回购协议利率突然飙升 248 个基点，至 4.75%，为去年 12 月以来的最高水平，而联储的利率管理区间是 2%-2.25%，这次飙升让市场对美联储短端利率的管控水平产生了怀疑。因此美联储经济投放了流动性，希望将市场利率控制在自己的目标管理区间内。

为了持续缓解市场压力，国纽约联储发布最新版回购安排，称将持续逐日地实施隔夜回购操作，直至 10 月 10 日。本周二至周五（9 月 17-20 日），美联储已经连续四天实施隔夜回购协议操作，总共回购了超过 2700 亿美元美国国债和证券。不过此次美联储投放的 2700 亿美元相较于美国 20000 亿美元的回购市场来说微不足道，想要持续向市场投放流动性，适时开启新的量化宽松和扩表才是更加有效的方案。

而面对美联储的加量放松，中国央行却没有太大动作。首先在 9 月 17 日早间，央行发布公告称，当天开展 1 年期中期借贷便利（MLF）操作 2000 亿元，利率依旧维持在 3.3%。这样使得市场此前对于央行会借此机会降低 MLF 利率的预期落空。

随后，在 9 月 20 日 LPR 公布了最新报价。1 年期 LPR 为 4.2%，5 年期以上 LPR 为 4.85%。相比前值，1 年期 LPR 下降 5 基点，连续第二次下降。5 年期以上 LPR 没有变化。这表明央行目前更愿意通过引导银行成本下行来释放流动性，而非直接的降息。

图 2 LPR 利率



资料来源：WIND, 德邦研究所

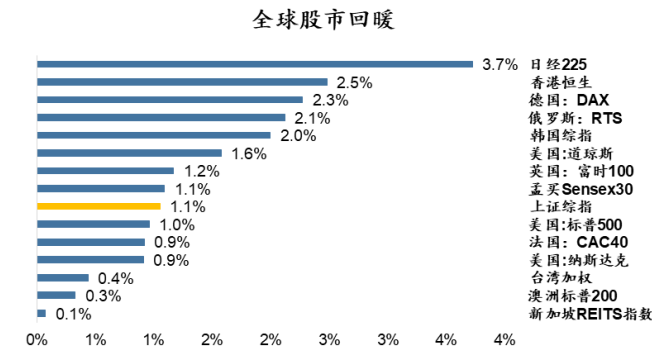
同时此次 1 年期 LPR 调整，5 年期 LPR 并未调整也反映出央行目前还是以结构性调整政策为主。同时我们认为，目前央行依旧关注通胀上行压力，对于利率的调整偏于审慎，短期没有全面降息的可能。

2. 大类资产走势回顾

2.1 股债：全球股市回暖，债券下行

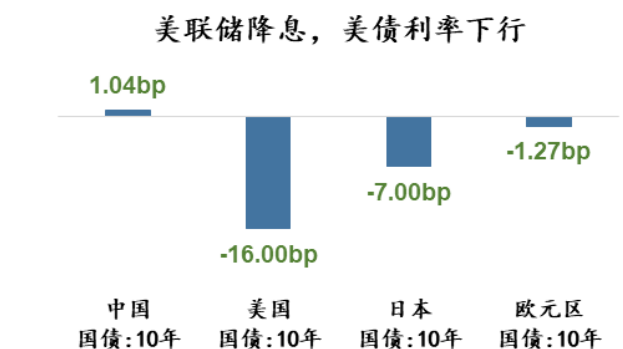
- 1) **股市**：本周全球股市回暖，道琼斯指数上涨 1.6%。A 股小幅上涨 1.1%。
- 2) **利率**：随着美联储降息，美债下行（16BP）。中国降息预期落空，国债收益率小幅上行（1.04BP）。

图 3 全球主要指数涨跌幅



资料来源: WIND,德邦研究所

图 4 中美日欧国债收益率变动

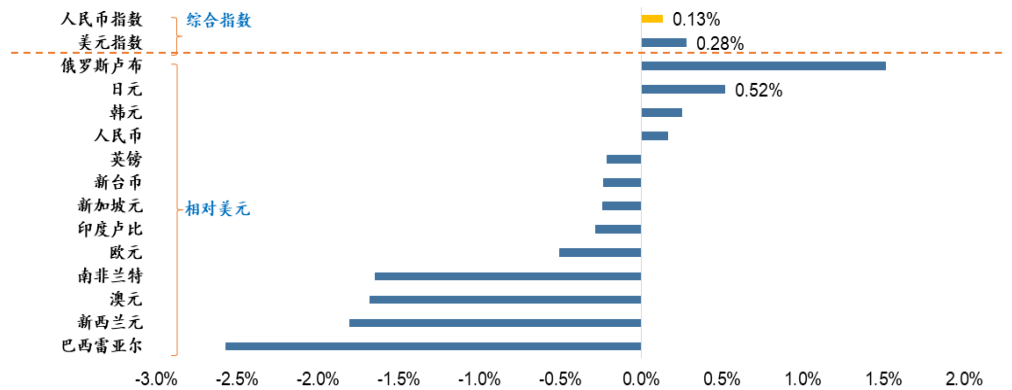


资料来源: WIND,德邦研究所

2.2 汇率：人民币、美元小幅上涨

- 1) 汇率：美元指数小幅上涨 (0.28%)；人民币本周也有小幅上涨 (0.13%)。

图 5 汇率变动



资料来源: WIND,德邦研究所

2.3 商品：黄金原油价格双双走高

- 2) 大宗商品：原油价格大幅上涨 7.78%，最新报价 63.75 美元/桶；黄金价格最新报价 1515.1 美元/盎司，小幅上涨 1.04%。

图 6 布伦特原油活跃期货收盘价

80.00
突发风险，本周原油大涨

图 7 黄金价格

1,600.00
黄金价格小幅走高

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_9989

