

停加息止缩表，美国货币政策全面转向 —— 2019年3月美联储会议点评

美东时间3月20日，美联储发布3月议息会议声明、经济预测表和点阵图。继1月出现显著立场反转之后，美联储此次在调整基准利率和资产负债表规模这两大货币政策操作上均释放了比市场预期更为“鸽派”的信号。我们对此点评如下：

❖ 美联储对美国经济增长前景忧虑加深

(1) **美联储调整对经济形势的判断，并下调经济增长预期。**美联储对经济增长的表述由1月的“稳步增长”(rising at a solid rate)调整为“有所放缓”(has slowed)。数据显示，去年4季度实际GDP年化环比初值为2.6%，大幅低于前两个季度的增速(2、3季度分别为4.2%和3.4%)。相比1月，声明对居民消费支出的表述由“强劲增长”(grow strongly)变为“增长放缓”(slower growth)，同时指出固定资产投资增速仍在持续放缓。

鲍威尔在发布会上承认美国经济放缓程度超出预期，指出美国经济增长面临的风险和不确定性包括中国和欧洲经济增长放缓、英国脱欧进程、中美贸易关系等。基于此，继去年12月后，美联储进一步下调对于实际GDP增速的预测。对2019年和2020年经济增速的预测由上年12月的2.3%和2.0%，下调至2.1%和1.9%；分别提升今年明年失业率预测2个百分点至3.7%和3.8%。

(2) **通胀压力衰减是美联储货币政策转向的最主要原因。**声明明确指出通胀水平“有所下降”(has declined)，将对薪资增长的表述由“强劲”(strong)调整为“稳步”(solid)。由于全球经济放缓、油价下挫，美国通胀水平连续不及预期，美联储也因此将2019年的PCE通胀由1.9%下调至1.8%。

❖ **美联储预计2019年不加息。**美联储保持联邦基金利率目标在2.25%-2.5%区间不变，符合预期。点阵图显示，美联储对2019年底联邦基金利率的预测由去年12月的2.875%下调至2.4%，即今年不加息；对2020年底联邦基金利率的预测由去年12月的3.125%下调至2.6%，意味着明年最多加息一次。在17位FOMC决策者当中，有11位支持2019年暂停加息，而在去年9月和12月的会议中，仅有两位支持者。在经济仍然稳健的情况下，美联储对于利率政策的态度转变如此之快实属罕见，体现了美联储对于经济风险的高度警惕。

❖ **美联储将于9月停止“缩表”。**1月议息纪要显示，美联储提出将根据经济和金融形势的发展调整“缩表”的进程。此次会议则推出了具体时间表，宣布从今年5月开始逐步放缓收缩资产负债表步伐，将每月国债缩减上限由300亿美元减半至150亿美元，至9月结束“缩表”进程。10月开始将到期的抵押贷款支持证券(MBS)本金转投美国国债(上限为200亿美元/月)。

根据鲍威尔3月8日的工作论文(Monetary Policy: Normalization and the Road Ahead)以及CBO对于2019年美国名义GDP的预测(21.5万亿美元)，美联储2019年末的合意资产规模约为3.54万亿美元(当前规模为3.97万亿)，“合意”储备规模为1.22万亿美元(当前规模1.71万亿)。MBS转投国债之后将增加美国国债的需求，压低美国长端国债收益率。

❖ **总体来看，3月美联储议息会议在“加息”和“缩表”两大货币政策操作上做出了超预期的“鸽派”转向，是美国货币政策调整的再确认。加之本月早前欧央行宣布推出刺激政策，标志着全球主要央行的货币政策全面转向。这有利于改善流动性，对于实体经济和资本市场的制约进一步减少，是经济下行阶段的明显政策利好。与此同时，美元的支撑将进一步趋弱，新兴市场资本外流和货币贬值压力大幅降低。**

谭卓, 博士

电话: (86) 755 8316 7787

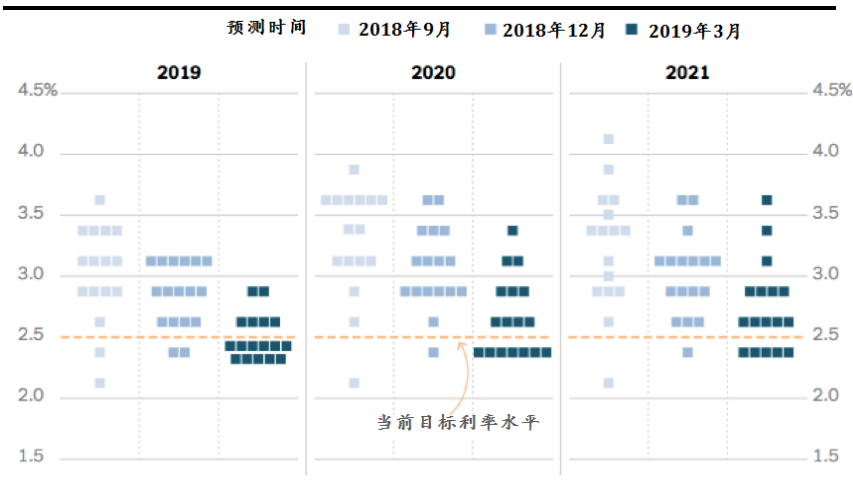
邮件: zhuotan@cmbchina.com

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

图 1：美联储近 3 次点阵图对比



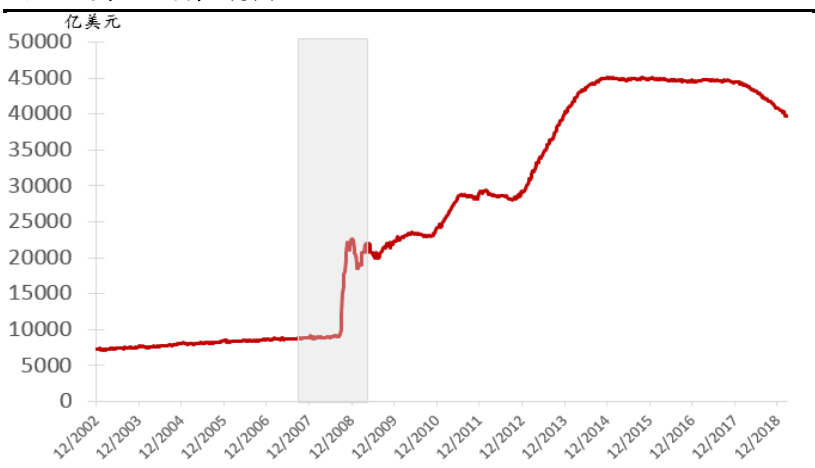
资料来源：美联储、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：美联储近 4 次经济预测对比

经济指标	时间	2019	2020	2021	长期
实际GDP增速	2019-03	2.1	1.9	1.8	1.9
	2018-12	2.3	2.0	1.8	1.9
	2018-09	2.5	2.0	1.8	1.8
	2018-06	2.4	2.0	-	1.8
失业率	2019-03	3.7	3.8	3.9	4.3
	2018-12	3.5	3.6	3.8	4.4
	2018-09	3.5	3.5	3.7	4.5
	2018-06	3.5	3.5	-	4.5
PCE 通胀	2019-03	1.8	2.0	2.0	2.0
	2018-12	1.9	2.1	2.1	2.0
	2018-09	2.0	2.1	2.1	2.0
	2018-06	2.1	2.1	-	2.0
核心 PCE	2019-03	2.0	2.0	2.0	-
	2018-12	2.0	2.0	2.0	-
	2018-09	2.1	2.1	2.1	-
	2018-06	2.1	2.1	-	-
年底联邦基金利率的预测中位数	2019-03	2.4	2.6	2.6	2.8
	2018-12	2.9	3.1	3.1	2.8
	2018-09	3.1	3.4	3.4	3.0
	2018-06	3.1	3.4	-	2.9

资料来源：美联储、招商银行研究院、招银国际研究（绿色为下调预测，红色为上调预测）

图 3：美联储资产规模



资料来源：美联储、招商银行研究院、招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。