

## 停加息止縮表，美國貨幣政策全面轉向 —— 2019年3月美聯儲會議點評

美東時間3月20日，美聯儲發布3月議息會議聲明、經濟預測表和點陣圖。繼1月出現顯著立場反轉之後，美聯儲此次在調整基準利率和資產負債表規模這兩大貨幣政策操作上均釋放了比市場預期更為“鴿派”的信號。我們對此點評如下：

### ❖ 美聯儲對美國經濟增長前景憂慮加深

(1) **美聯儲調整對經濟形勢的判斷，并下調經濟增長預期。**美聯儲對經濟增長的表述由1月的“穩步增長”(rising at a solid rate)調整為“有所放緩”(has slowed)。數據顯示，去年4季度實際GDP年化環比初值為2.6%，大幅低於前兩個季度的增速(2、3季度分別為4.2%和3.4%)。相比1月，聲明對居民消費支出的表述由“強勁增長”(grow strongly)變為“增長放緩”(slower growth)，同時指出固定資產投資增速仍在持續放緩。

鮑威爾在發布會上承認美國經濟放緩程度超出預期，指出美國經濟增長面臨的風險和不確定性包括中國和歐洲經濟增長放緩、英國脫歐進程、中美貿易關係等。基於此，繼去年12月後，美聯儲進一步下調對於實際GDP增速的預測。對2019年和2020年經濟增速的預測由上年12月的2.3%和2.0%，下調至2.1%和1.9%；分別提升今年明年失業率預測2個百分點至3.7%和3.8%。

(2) **通脹壓力減弱是美聯儲貨幣政策轉向的最主要原因。**聲明明確指出通脹水平“有所下降”(has declined)，將對薪資增長的表述由“強勁”(strong)調整為“穩步”(solid)。由於全球經濟放緩、油價下挫，美國通脹水平連續不及預期，美聯儲也因此將2019年的PCE通脹由1.9%下調至1.8%。

❖ **美聯儲預計2019年不加息。**美聯儲保持聯邦基金利率目標在2.25%-2.5%區間不變，符合預期。點陣圖顯示，美聯儲對2019年底聯邦基金利率的預測由去年12月的2.875%下調至2.4%，即今年不加息；對2020年底聯邦基金利率的預測由去年12月的3.125%下調至2.6%，意味著明年最多加息一次。在17位FOMC決策者當中，有11位支持2019年暫停加息，而在去年9月和12月的會議中，僅有兩位支持者。在經濟仍然穩健的情況下，美聯儲對於利率政策的態度轉變如此之快實屬罕見，體現了美聯儲對於經濟風險的高度警惕。

❖ **美聯儲將於9月停止“縮表”。**1月議息紀要顯示，美聯儲提出將根據經濟和金融形勢的發展調整“縮表”的進程。此次會議則推出了具體時間表，宣布從今年5月開始逐步放緩收縮資產負債表步伐，將每月國債縮減上限由300億美元減半至150億美元，至9月結束“縮表”進程。10月開始將到期的抵押貸款支持證券(MBS)本金轉投美國國債(上限為200億美元/月)。

根據鮑威爾3月8日的工作論文(Monetary Policy: Normalization and the Road Ahead)以及CBO對於2019年美國名義GDP的預測(21.5萬億美元)，美聯儲2019年末的合意資產規模約為3.54萬億美元(當前規模為3.97萬億)，“合意”儲備規模為1.22萬億美元(當前規模1.71萬億)。MBS轉投國債之後將增加美國國債的需求，壓低美國長端國債收益率。

❖ **總體來看，3月美聯儲議息會議在“加息”和“縮表”兩大貨幣政策操作上做出了超預期的“鴿派”轉向，是美國貨幣政策調整的再確認。加之本月早前歐央行宣布推出刺激政策，標誌著全球主要央行的貨幣政策全面轉向。這有利於改善流動性，對於實體經濟和資本市場的制約進一步減少，是經濟下行階段的明顯政策利好。與此同時，美元的支撐則將進一步趨弱，新興市場資本外流和貨幣貶值壓力大幅降低。**

譚卓，博士

電話：(86) 755 8316 7787

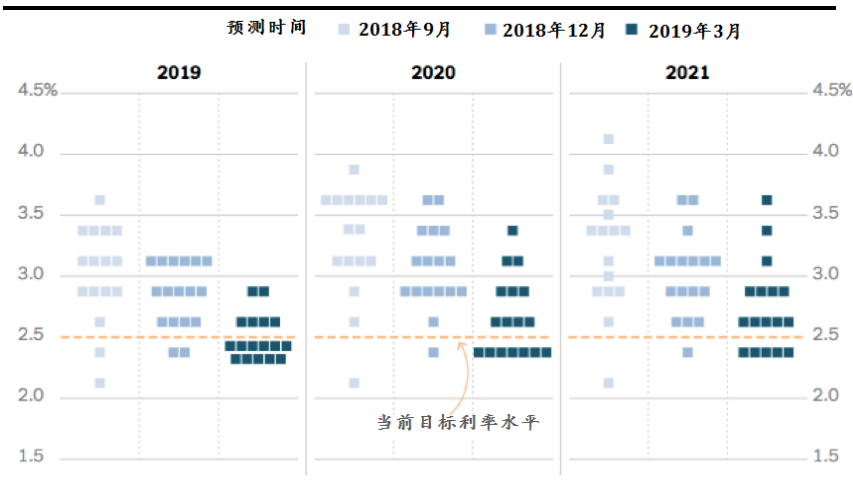
郵件：[zhuotan@cmbchina.com](mailto:zhuotan@cmbchina.com)

成亞曼，博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：[angelacheng@cmbi.com.hk](mailto:angelacheng@cmbi.com.hk)

圖 1：美聯儲近 3 次點陣圖對比



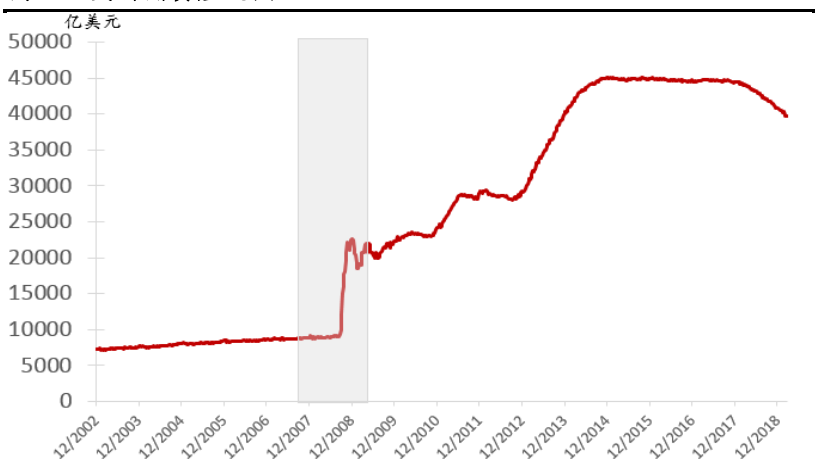
資料來源：美聯儲、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2：美聯儲近 4 次經濟預測對比

經濟指標	時間	2019	2020	2021	長期
實際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
失業率	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 通脹	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	-	-
年底聯邦基金利率的預測中位數	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

資料來源：美聯儲、招商銀行研究院、招銀國際研究（綠色為下調預測，紅色為上調預測）

圖 3：美聯儲資產規模



資料來源：美聯儲、招商銀行研究院、招銀國際研究

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。