

# 研究报告

2019 年第 29 期

2019.3.25

执笔：宋玮

wei.songcsjr@icbc.com.cn

## 美联储货币政策开启边际宽松

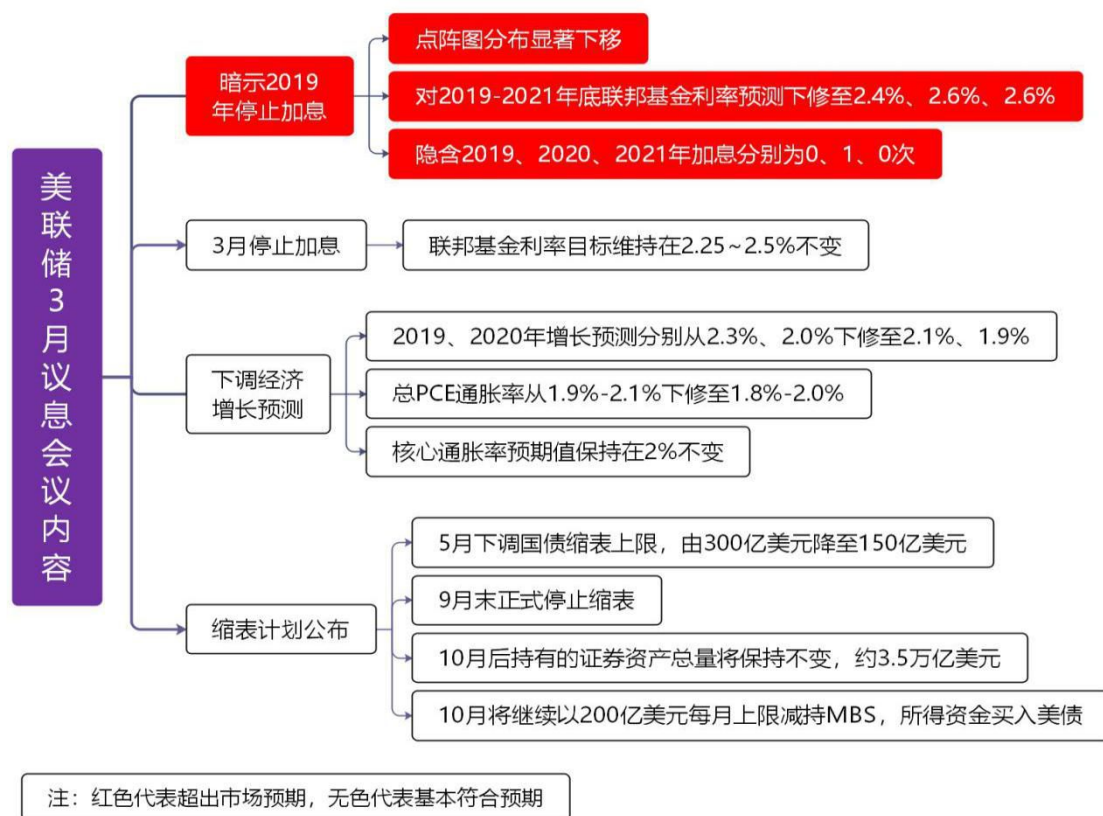
### 要点

- 2019 年 3 月 20 日，美联储 3 月议息会议公布了决议，其中包括下调加息预期、停止缩表计划和下调经济预测均在市场预期之内，但“暗示 2019 年不会加息”呈现出美联储货币政策风格由 2018 年的“强硬”转为“超预期温和”，重点由“控通胀”转向“稳增长”，可能影响全球货币政策整体风向由边际趋紧向边际宽松的转变，这也显示美联储与市场之间的激烈博弈最终以美联储倒向市场预期收尾。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2019年3月20日，美联储3月议息会议公布了决议，其中包括下调加息预期、停止缩表计划和下调经济预测均在市场预期之内，但“暗示2019年不会加息”呈现出美联储货币政策风格由2018年的“强硬”转为“超预期温和”，重点由“控通胀”转向“稳增长”，可能影响全球货币政策整体风向由边际趋紧向边际宽松的转变，这也显示美联储与市场之间的激烈博弈最终以美联储倒向市场预期收尾。

图1 美联储3月议息会议主要内容

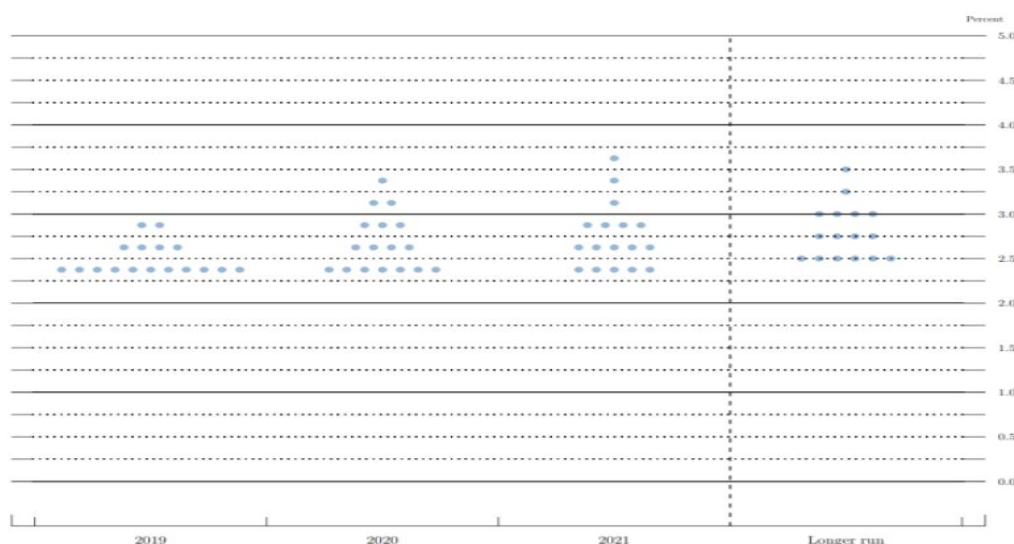


资料来源：根据美联储信息自行整理

## 一、3月议息会议释放“超预期温和”信号

2018年三季度至今，美联储加息前景成为市场关注焦点问题。由于美联储货币目标不包含资产价格和金融稳定，特朗普与美联储对美国经济前景分歧巨大，从2018年7月19日开始连续八次发声批评美联储，这也迫使鲍威尔于2018年11月29日在纽约经济俱乐部指出美国当前利率水平略低于中性水平，加息预期有所弱化。12月19日，美联储如期加息25个基点至2.25%-2.50%区间，完成自2015年12月以来的第九次加息和2018年的第四次加息。根据12月美联储公布的利率预期点阵图显示，2019年还将加息至少两次。美联储主席鲍威尔称政治不会影响利率决定，而且未来不会放缓缩表步伐。特朗普顾问透露其考虑解雇鲍威尔，致使美国三大股指应声下跌。2019年，全球经济在贸易摩擦加剧、美股和国际油价暴跌、特朗普与鲍威尔的唇枪舌剑、英国脱欧乱局等极度悲观情绪笼罩之中悄悄拉开序幕。同时，随着美国四季度GDP增速有所放缓且2019年一季度或将继续放缓，美国本轮经济复苏拐点或已出现，全球经济进入了短周期下行阶段，而主要经济体增势格局由日渐分化变为同向放缓。在此背景下，1月美联储暂缓加息和3月欧洲央行新一轮TLTRO拉开了全球货币政策整体风向由边际趋紧向边际宽松转变的序幕。

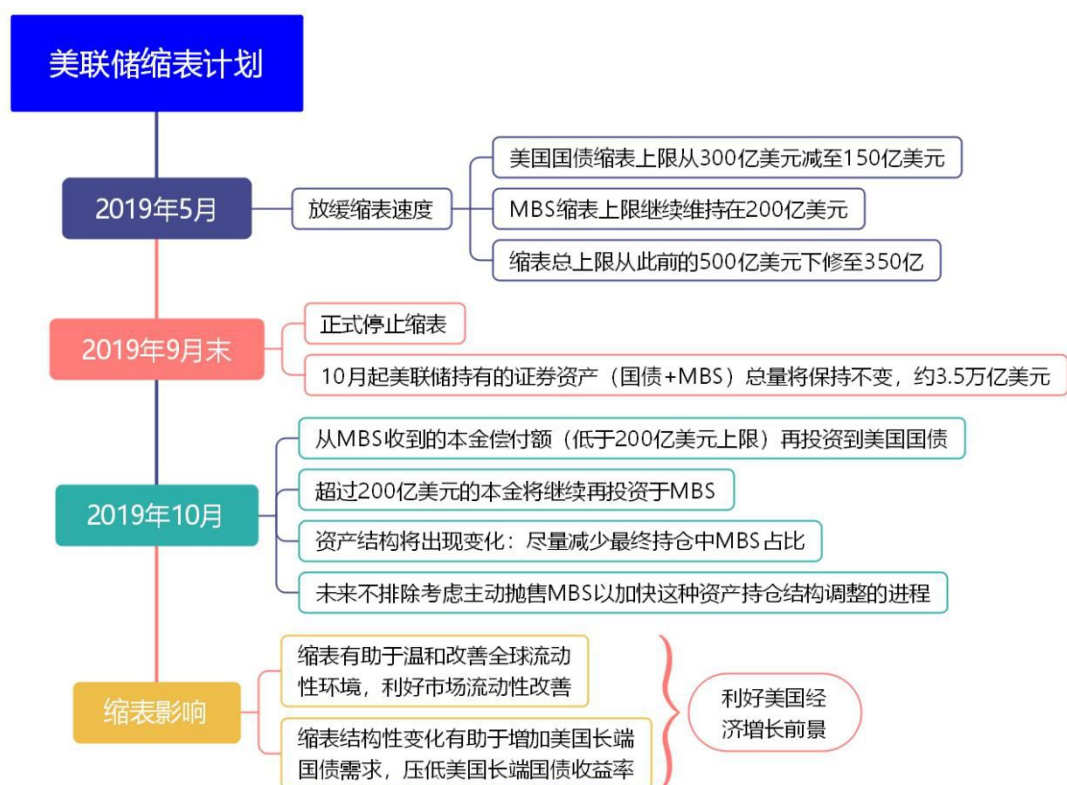
图2 点阵图显示2019年加息次数锐减至0次



资料来源：美联储

但是美联储与市场针对2019年加息次数展开激烈博弈：2018年12月议息会议点阵图暗示2019年美联储将加息两次，比9月点阵图暗示的加息3次有所下降，并称2019年维持缩表规模在每月500亿美元。2019年1月中旬，市场对2019年加息次数大幅下降，甚至出现小概率的降息，联邦基金利率期货显示美联储一季度加息概率几乎为零，9月加息一次的概率仅为18.2%，2019年末不加息的概率为76.1%，12月降息一次的概率则升至6%。2019年3月中旬，部分美联储委员的发言可以看出美联储加息进程可能并不是终点，其中，联储副主席 Clarida 表示降息完全不可能，费城 Harker 和亚特兰大 Bostic 更是直接表态2019年和2020年应该各有一次加息，委员们对未来三年经济、失业率和通胀的预期及点阵图仍有较大分歧，2019年加息一次的概率仍旧存在。但此次议息会议的点阵图分布显著下移，对2019-2021年底联邦基金利率的预测分别从去年的2.9%、3.1%和3.1%下调至2.4%、2.6%和2.6%，暗示2019和2021年不会加息，2020年或将加息一次，至此美联储加息迷局最终以美联储迅速向市场预期靠拢收尾。此外，美联储还公布了停止缩表的时点以及对 MBS 的处理，符合市场预期。其中，2019年9月正式结束缩表，5月国债缩表上限从300亿美元下调至150亿，10月后以每月200亿美元上限将到期的机构债券和 MBS 再投资为美元国债，超出200亿美元部分继续再投资为 MBS，维持总证券持仓规模在3.5万亿美元。

图3 美联储缩表计划及其对美国经济的利好影响



资料来源：根据美联储信息自行整理

## 二、2019年暂停加息和停止缩表有助于美国经济金融企稳

首先，2019年美国经济增长由2018年的超预期转向趋缓，停止加息有助于缓解经济下行压力。一是包括减税在内的扩张性财政政策已经产生积极效应，但两党分治参众议院格局将掣肘特朗普继续加码财政政策的效果，2019年对GDP的边际拉动效应会逐步减弱。二是美国2月失业率已处于3.8%的历史低点，就业改善空间较为有限，2月新增非农就业人数从1月的31.1万人大幅下降至2万人，创17个月以来新低，家庭收入增长对私人消费的托底作用也在减弱，2019年1月美国零售销售季调同比增速大幅下滑至1.9%，预计2019年美国消费对经济增长的支撑效应有所下降。三是美国与欧洲和日本的贸易摩擦和谈判前景尚不明朗，或将增大美国出口下行压力。2019年3月14日，欧洲议会对美欧“三零”（零关



税、零非关税壁垒和零补贴）谈判进行关键性投票，结果显示欧盟成员国既不赞成也不反对此次谈判，内部博弈态势加剧，而美国总统特朗普则强硬表态“不谈判就征税”。此外，美日贸易谈判仍旧停滞不前，致使美国出口外部环境不确定性较大。3月议息会议将2019-2020年美国增长预期由2.3%和2.0%下调至2.1%和1.9%，声明称经济活动较2018年四季度放缓。

表1 美联储对2019-2021年美国经济增速的预测

Percent								
Variable	Median <sup>1</sup>				Central tendency <sup>2</sup>			
	2019	2020	2021	Longer run	2019	2020	2021	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9-2.2	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0
December projection	2.3	2.0	1.8	1.9	2.3-2.5	1.8-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0
Unemployment rate	3.7	3.8	3.9	4.3	3.6-3.8	3.6-3.9	3.7-4.1	4.1-4.5
December projection	3.5	3.6	3.8	4.4	3.5-3.7	3.5-3.8	3.6-3.9	4.2-4.5
PCE inflation	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0
December projection	1.9	2.1	2.1	2.0	1.8-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.0	2.0	2.0		1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.1	
December projection	2.0	2.0	2.0		2.0-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1	
Memo: Projected appropriate policy path								
Federal funds rate	2.4	2.6	2.6	2.8	2.4-2.6	2.4-2.9	2.4-2.9	2.5-3.0
December projection	2.9	3.1	3.1	2.8	2.6-3.1	2.9-3.4	2.6-3.1	2.5-3.0

资料来源：美联储

其次，2018年美联储加速加息对美国产生较大冲击，2019年停止加息有助于缓解资产市场下行压力。一方面，利率走高致使房地产市场拐点已现。住宅投资是美国经济重要的先行性指标，2018年四个季度美国住宅投资分别同比萎缩3.4%、1.3%、3.6%和3.5%，非住宅投资同比增速分别为11.5%、8.7%、2.5%和6.2%，放缓趋势十分明显。加息也助推美国住房抵押贷款利率加速走高，30年期抵押贷款固定利率从2016年底的3.4%上行至2018年末的5%左右，住房贷款余额增速从2018年开始放缓，再加上房价持续维持高位，对购房需求造成了挤压，

致使美国新屋和成屋套数从2018年4月开始逐步下滑，2019年1月分别降至-6.9%和-1.2%，2018年四季度全美20个大中城市标普CS房价指数连续三个月环比萎缩，房价见顶迹象显现，未来房地产市场将对美国经济产生较大负面影响。另一方面，2018年持续加息推动美债收益率走高成为触发美股四季度暴跌的导火索，而美债收益率倒挂更值得担忧。美国10年期国债收益率自9月初的2.86%走高至10月9日的3.261%，创下7年来新高，触发美股多次暴跌。随后，美国10年期国债收益率在11月7日至2018年底持续下滑，在12月20日美国10年期-2年期国债收益率收窄至11个基点的十年最低，加大市场对美国经济大幅放缓和美股进入熊市的担忧，2019年停止加息有助于美国股市的企稳。

再次，2019年美国通胀水平或将维持在2%以下区间，为停止加息提供了坚实基础。进入2018年四季度以来，国际油价在不到两个月的时间暴跌超过30%，创下了近四十年最长的连续下挫记录，大幅缓解了美国通胀压力，美国2018年CPI同比增速从1月的2.1%冲高至6、7月的2.9%后持续回落至2019年1月和2月的1.55%和1.5%，创2017年6月以来的新低，核心CPI同比增长2.1%，弱于市场预期，为2019年美联储停止加息奠定了基础。美联储12月议息会议全面下调2018-2021年核心PCE各0.1个百分点，分别至1.9%、2.0%、2.0%和2.0%，本次议息会议仍保持2019年核心通胀预期为2%。因此美联储2019年停止加息是最理性的选择。

最后，2019年美联储货币政策将面临国际政治经济形势的三大不确定性。一是英国脱欧进程面临较大不确定性，3月14日，英国议会投票决定推迟原定的3月29日脱欧时间点，是否陷入长期推迟引发市场担忧；二是全球贸易摩擦和贸易谈判进展面临较大不确定性，一旦美欧和美日贸易谈判进展受阻或贸易摩擦继续恶化，美联储货币政策节奏亦将随之调整；三是全球地缘政治存在较大不确定性，委内瑞拉内乱及印巴冲突此起彼伏，经济增长和货币政策步伐或将受到一定冲击。