

全球迎来股债同步上涨

摘要

- ▶ 年初至今风险资产全面大涨，随着联储3月例会超预期鸽派后，全球长债也出现大涨。前一轮经济周期美股美债出现同步大涨是在2006年7-11月，背景同样是联储暂停加息。
- ▶ 美国就业市场逐渐回到正轨，4周移动平均首次申领失业救济金人数下滑到21.7万人，保持在较接近充分就业的水平。本周五公布的非农报告将会是观察2月数据是“小颠簸”还是就业市场已经显著放缓的重要依据。
- ▶ 本次例会结束后多达12位联储官员发表公开谈话，大部分官员呼吁保持耐心，但仍有少数官员仍倾向于未来继续加息，只是时间点需要仔细斟酌。但目前利率期货市场显示年底前联储至少降息一次的概率已经超过60%。

兴业研究海外研究团队
联储观察第50期

苏畅 博士

首席分析师

电话：021_22852780

邮箱：880901@cib.com.cn

张仁俊

分析师

电话：021_22852773

邮箱：880912@cib.com.cn



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

全球迎来股债同步上涨

2019 年一季度正式结束。年初至今，全球央行同步转鸽促使风险资产全面大涨，标普 500 季度涨幅创下 2009 年以来的新高。随着联储 3 月例会超预期鸽派后，全球长端债券收益率大跌，如美国 10 年期从例会前的 2.6% 下跌到 2.4%，德国和日本 10 年期则分别下跌 15bp 和 5bp，两者自 2016 年后再度回到负利率。前一轮经济周期美国股债出现同步大涨是在 2006 年 7 月到 11 月，10 年期美债收益率从 5.2% 下跌到 4.4%，标普 500 从 1240 点上涨到 1400 点，背景同样是联储自 2006 年 6 月例会后起暂停加息。随后标普 500 继续上涨到 1550 点，而 10 年期美债收益率则是从 4.4% 重回 5.2%，直到 2007 年末美股暴跌，美债才重新大涨。

美国 1 月核心 PCE 指数同比增长 1.8%，维持在联储目标附近，但从 12 月下滑 0.1 个百分点，去年四季度 GDP 环比年化增速从初值的 2.6% 下调至 2.2%，但 3.0% 的同比增速仍较本轮周期低点的 1.6%（2016 年二季度）高出许多。就业市场在经过一季度的波折后，逐渐回到正轨，4 周移动平均首次申领失业救济金人数下滑到 21.7 万人，保持在较接近充分就业的水平。本周五公布的非农报告将会是观察 2 月数据是“小颠簸”还是就业市场已经显著放缓的重要依据。

本次例会结束后共有多达 12 位联储官员发表公开谈话，大部分官员（如联储副主席 Clarida、纽约 Williams、堪萨斯城 George 和亚特兰大 Bostic）呼吁保持耐心，没有透漏当前利率是否已经达到中性，但仍有少数官员（如联储理事 Quarles、芝加哥 Evans、费城 Harker 和达拉斯 Kaplan）仍倾向于未来继续加息，只是时间点需要仔细斟酌。随着中国经济有望在今年二到三季度企稳反弹，联储官员的主要担忧之一消除后，目前还不能完全排除联储在年末加息的可能性。没有任何联储官员表达需要降息的态度，但目前利率期货市场显示年底前联储至少降息一次的概率已经超过 60%。

3 月 22 日特朗普提名 Stephen Moore 担任联储理事。身为共和党党员的 Moore 是长期的联储批评者，在 QE 时期（由民主党的奥巴马担任总统）反对超低利率和量化宽松，但从去年下半年开始批评联储加息，近期撰文认为应该立即降息 50bp。市场普遍认为这是一个非常“政治化”的提名，且由共和党控制的参议院很有可能通过提名案。抱持着相同需要降息观点的还有特朗普本人（认为不加息 GDP 和股市会表现更好）和白宫经济顾问 Kudlow（认为联储在加息的路上已经走太远了）。虽然 Moore 的提名以及来自特朗普和库德洛的批评较难以改变联储的态度（整体仍倾向加息，认为还没有完全达到中性，但可以保持耐心等待最佳时间点），仍可能对金融市场形成一定影响。

图表 1 联储主席和地方联储主席最新看法一览表

职位	联储委员 (是否票委/年份)	看法	最新言论
联储主席	Jerome H. Powell (是)	中性	2019/02/26: 在我们判断未来需要进行何种货币政策调整之前, 联储将保持耐心
联储副主席	Richard H. Clarida (是)	中性	2019/03/28: 在存在这些风险并且通胀上升压力不大的情况下, 我们能够保持耐心和继续依赖数据。
联储理事	Lael Brainard (是)	中性	2019/03/07: 即使经济前景没有改变, 下行风险提高也是利率途径鸽化的重要原因。
联储理事	Randal K. Quarles (是)	中性	2019/03/29: 此时我将保持耐心, 并关注数据。但我感觉在未来某些时候可能需要进一步提高利率
联储理事	Michelle W. Bowman (是)	中性	2019/02/11: 通胀接近我们的目标, 我对目前的货币政策立场感到满意。
New York	John C. Williams (是)	中性	2019/03/28: 我认为短期货币政策已经达到中性。
St. Louis	James Bullard (是)	偏鸽	2019/02/21: 基础情况应该是保持利率不变。
Chicago	Charles L. Evans (是)	偏鹰	2019/03/25: 如果经济活动下行的程度超过预期, 或者通胀和通胀预期过低, 那当前货币政策可能需要保持不动 (甚至可能放松), 以提供适当的宽松来实现我们的目标。
Kansas City	Esther L. George (是)	中性	2019/03/27: 由于就业率较高、通胀较低, 联储认为在确定是否需要采取进一步的政策行动前可以保持耐心。
Boston	Eric S. Rosengren (是)	中性	2018/03/05: 可能需要几次会议才能让联储政策制定者了解风险是否实现。现在是保持耐心, 充分利用时间评估风险的好时机。
Philadelphia	Patrick T. Harker (否/2020)	中性	2019/03/25: 我继续处于观望模式。我目前的观点是, 今年至多加息 1 次, 明年也是至多加 1 次是较为合适的。
Minneapolis	Neel Kashkari (否/2020)	偏鸽	2019/03/25: 在薪资增长 (调整生产力增速后) 上升并预示未来通胀将超过 2% 前, 我认为就业市场还有成长的空间。如果通胀接近或低于目标并且就业市场仍可以成长, 那就不需要对经济踩刹车。
Dallas	Robert S. Kaplan (否/2020)	中性	2019/03/29: 我会说现在的政策立场仍然稍微宽松, 离中性利率仅有一线之隔。
Cleveland	Loretta J. Mester (否/2021)	中性	2019/02/19: 我认为目前的政策符合当前经济前景和相关风险。如果经济按照我最有可能的方式发展, 那利率可能需要略高于当前水平。
Richmond	Thomas I. Barkin (否/2021)	中性	2019/01/04: 如果你认为我们处于某种预先设定的路径中, 这种路径已经锁定而与经济发生的情况无关, 那显然不是我们的想法。
Atlanta	Raphael W. Bostic (否/2021)	中性	2019/03/22: 我们可能会加息, 可能会降息, 我对所有可能性保持开放的态度。
San Francisco	Mary C. Daly (否/2021)	偏鸽	2019/03/26: 关于我们的双重目标, 我对就业的情况感到高兴, 但对通胀却不怎么满意。

注: 红色为更新内容; 深色底色为偏鹰派官员, 浅色为偏鸽派官员, 白色为偏中立官员;

资料来源: Federal Reserve, 兴业研究

图表 2 联储主席和地方联储主席发言

联储委员 (票委)	货币政策
Clarida (是)	我们已经表明,在存在这些风险并且通胀上升压力不大的情况下,我们能够保持耐心和继续依赖数据,让我们在未来的会议中继续评估什么样的货币政策可以维持美国经济增长,就业和价格稳定。
Quarles (是)	此时我将保持耐心,并关注数据。但我感觉在未来某些时候可能需要进一步提高利率,这一立场与我对经济增长保持乐观是一致的。我对中性利率的估计仍然略高于现在所处的位置。
Williams (是)	我认为短期货币政策已经达到中性。如果未来经济的发展,无论是就业还是通胀,显著的偏离我们的目标(向上还是向下),我们需要重新思考政策的途径。
Bullard (是)	[1] 货币政策是否能让社会所有人都受益?我们发现答案是肯定的。事实上,瞄准名义 GDP 目标的政策是“对群众最好”的政策。[2] 这些模型中最优货币政策与瞄准名义 GDP 目标的政策非常接近,因为它需要逆周期的物价变动。为了使名义 GDP 保持在目标路径上,货币政策制定者将遵循的规则为:当经济增长率较低时保持通胀相对较高,而增长较高时保持通胀较低。
Evans (是)	如果经济活动下行的程度超过预期,或者通胀和通胀预期过低,那当前货币政策可能需要保持不动(甚至可能放松),以提供适当的宽松来实现我们的目标。
George (是)	[1] 由于就业率较高、通胀较低,联储认为在确定是否需要采取进一步的政策行动前可以保持耐心。[2] 货币政策有某种程度上的滞后性。即使相比过去加息速度较慢,但我们在去年确实收紧了 100bp。我认为当前有理由停下来,了解这些是如何影响经济的。[3] 我支持通胀目标应该是对称的这种观点,也就是通胀低于或高于目标应被视为同样的问题。
Rosengren (是)	[1] 期望资产负债表恢复到金融危机前的规模是不现实的。在下次经济衰退来临时,许多央行可能几乎没有减少短期利率的空间。这可能会增加利用资产负债表作为货币政策刺激工具的需求。[2] 有些人认为联储缩表是 2018 年底金融市场波动的部分原因,但我不同意。联储缩表是相当渐进的,股价上涨和下跌时按照大致同样的速度进行。此外,我注意到期限溢价(资产负债表影响经济的主要机制)仍然处于相当低的水平。
Harker (否)	[1] 我继续处于观望模式。我目前的观点是,今年至多加息 1 次,明年也是至多加 1 次是较为合适的。[2] 理想情况下,联储资产组合应该让我们在必要时能够快速、安全的部署一系列的资产负债表政策,这也是维持较短久期的组合相对优势的地方:久期越短,任何时间到期的资金量就越多。[3] 在讨论政策选择时,经常有人提到联储的“工具包”。资产负债表政策当然仍然是一种选择,但我们已将其放回工具箱中,并将其存放在地下室;保持在伸手可及的范围内,但不会时常使用。
Kashkari (否)	虽然我反对早些时候的加息,但我当时认为我们还没有达到中性利率并进入略微限缩。我对中立的看法是约 2.5%,但那可能不对,中性可能比我想象的要低。在我看来,这是收益率曲线有用的地方:非常平坦的收益率曲线(10 年期-2 年期)告诉我们可能接近中性。
Kaplan (否)	[1] 在我 3 月的点阵图中,我预期 2019 年不再加息。这不意味我不会改变主意,而是当我 3 月坐在会议室里面时,这似乎是最可能发生的情况。[2] 我会说现在的政策立场仍然稍微宽松,离中性利率仅有一线之隔。
Bostic (否)	[1] 联储委员会继续将利率作为调整货币政策立场的主要工具。这是因为与资产负债表工具相比,政策制定者和市场对利率工具的影响要熟悉得多。[2] 有一些评论认为,委员会保持“耐心”是一个明确的信号,表示未来在任何情况下联储今年都不会调整政策利率。我认为这不准确,我并不认为“耐心”会限制联储的选择:我们可能会加息,可能会降息,我对所有可能性保持开放的态度。
联储委员	经济/金融环境/风险/就业/通胀
Clarida (是)	尽管联储一直致力于实现最大就业和价格稳定的使命,但在当今高度全球化的世界,美国政策制定者几乎无法忽视海外风险;我们最近的三个例会声明都突显对全球经济和金融发展的担忧。
Quarles (是)	[1] 我对美国经济前景保持乐观,且我认为未来几年可以持续保持稳健增长。[2] 最近劳动生产率增长的提升令我感到鼓舞。去年近 2% 的增长是金融危机发生后最强劲的增长,远远高于前五年的约 1% 增速。[3] 我认为当前 1.8% 的核心 PCE 通胀数据与我们 2% 的目标基本一致。

Williams (是)	我并不像私营部门的一些同事那样担心经济衰退。我仍然认为今年或明年经济衰退的可能性没有比过去任何一年还要高许多。
Evans (是)	[1] 展望未来,我和大多数其他预测预计2019年的GDP增速将靠近长期潜在水平。考虑到新的信息,我目前预测今年增速约为1.75-2%;去年秋天时,我的预测还是在2.25%左右。[2] 当前经济下行的风险大于上行。[3] 考虑到通胀压力不大,对我来说,通胀上升至2.25-2.5%对我来说并不是一个大问题。
George (是)	[1] 随着财政刺激措施效果减弱,全球经济增长放缓,我预计今年增速将放缓至约2%的长期潜在增速。我的持续稍微温和增长的前景判断来自于就业市场扩张、薪资增长和消费者信心对消费支出的支撑。[2] 如果国外增长放缓、财政和货币政策刺激效果的减弱比我的基础判断带来更强大的逆风,我们可能会看到增长更加放缓。现在这些数据的杂讯较多,需要更多的时间和证据来将经济信号与杂讯分开。
Harker (否)	[1] 总的来说,我认为当前潜在风险略微向下倾斜,但前景还是较乐观的。[2] 我们也看到就业市场持续增长,尽管许多人对2月的就业数据感到绝望,但我认为不必过于关注单一个数据点。[3] 通胀正在2%的目标附近,而且重要的是,似乎没有出现强劲的上升趋势,如果有趋势的话反而是略微向下。
Kashkari (否)	[1] 一个我试图评估的关键问题是近期经济增长和就业放缓是持续性的还是短暂的。我认为需要更多时间和数据来评估。[2] 在薪资增长(调整生产力增速后)上升并预示未来通胀将超过2%前,我认为就业市场还有成长的空间。如果通胀接近或低于目标并且就业市场仍可以成长,那就不需要对经济踩刹车。更不用说我们有一个对称的通胀目标,多年来一直没有达成,所以通胀略微高于目标应该不必感到担忧。[3] 我们应该关注实际通胀,通胀预期和实际薪资增长(扣除生产力增速),以确定经济是否高于或低于潜在增速。
Kaplan (否)	[1] 我们不确定增长放缓的程度多大,但我最佳的估计是增速将放缓至1.75-2%。[2] 大幅度或是长时间的倒挂才是比较重要的,但现在两者都没有看到。重要的原因是因为曲线倒挂带给信贷创造负面的影响,当短期贷款的利息更高时,信贷创造就会开始受到阻碍。
Daly (否)	[1] 虽然今年出现一些经济放缓的迹象,但我预计今年增速将达到2%左右,和长期潜在增速一致。[2] 关于我们的双重目标,我对就业的情况感到高兴,但对通胀却不怎么满意。

资料来源: Federal Reserve, 兴业研究

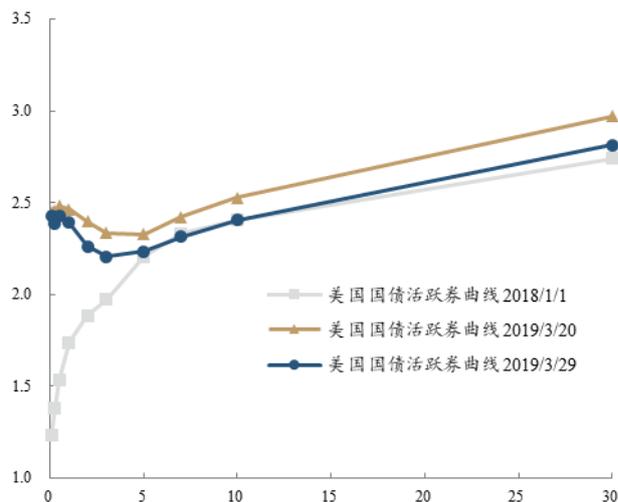
图表3 三大经济体扩散指数 - 几个时间点的比较

时间点	美国	中国	欧日	全球
2019/3/29	-7.82	3.32	-17.07	-8.42
两周前	-7.57	7.87	-16.43	-6.92
四周前	-6.70	7.69	-15.63	-6.33
2018年初	6.45	-23.60	12.86	0.92
2017年初	9.43	0.89	14.66	7.81
2016年初	-12.66	14.10	9.48	2.00

注: 扩散指数编制详情请参阅海外市场2018年8月月报

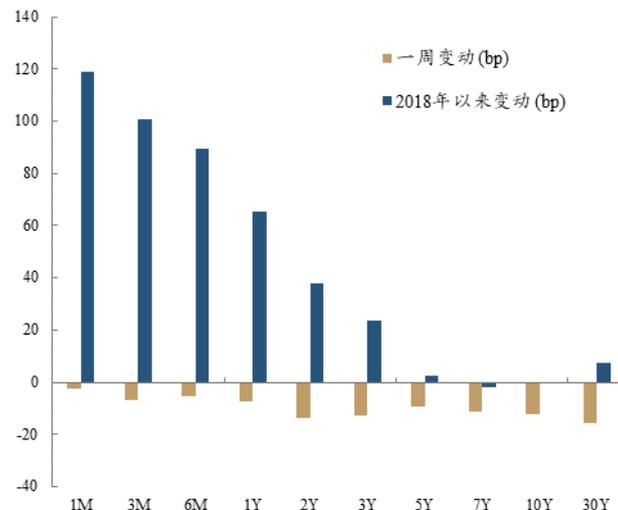
资料来源: Bloomberg, 兴业研究

图表 4 美债收益率继续倒挂



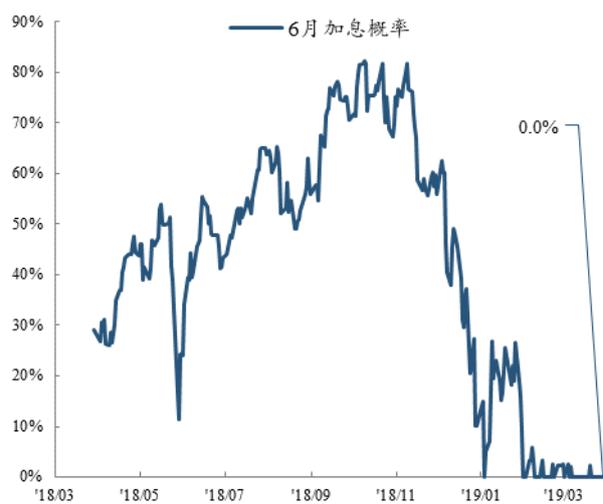
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 5 美债中长端收益率继续下滑



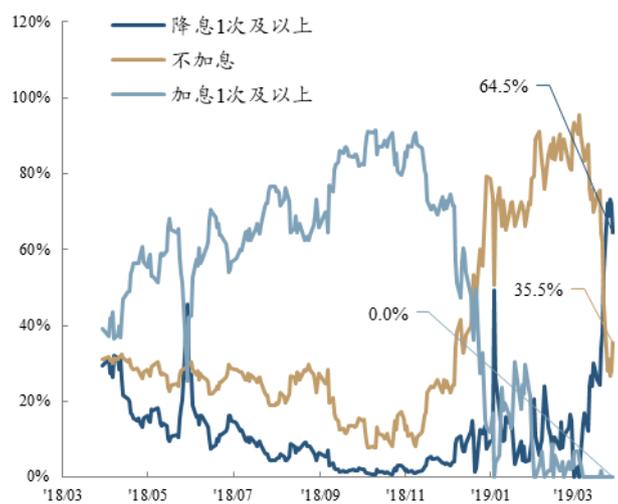
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 6 联邦基金期货隐含 6 月加息概率



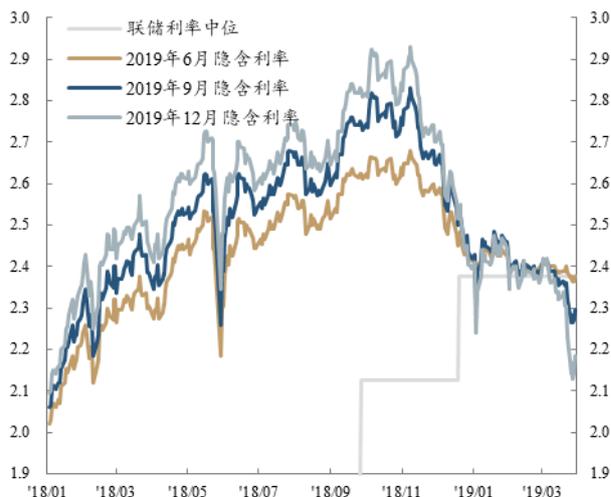
资料来源：CME，兴业研究

图表 7 联邦基金期货隐含 2019 全年加息次数



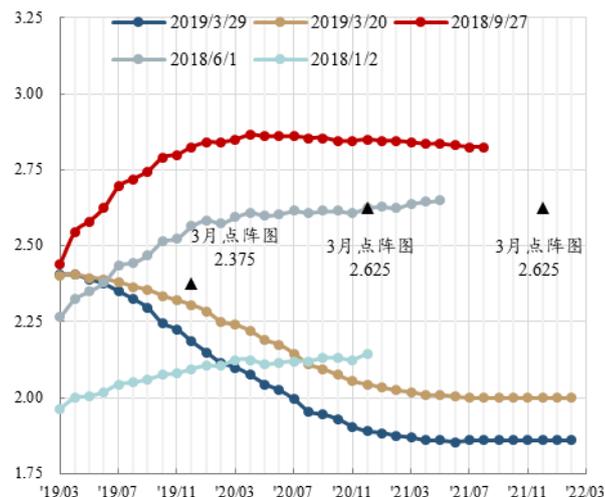
资料来源：CME，兴业研究

图表 8 联邦基金期货隐含利率水平



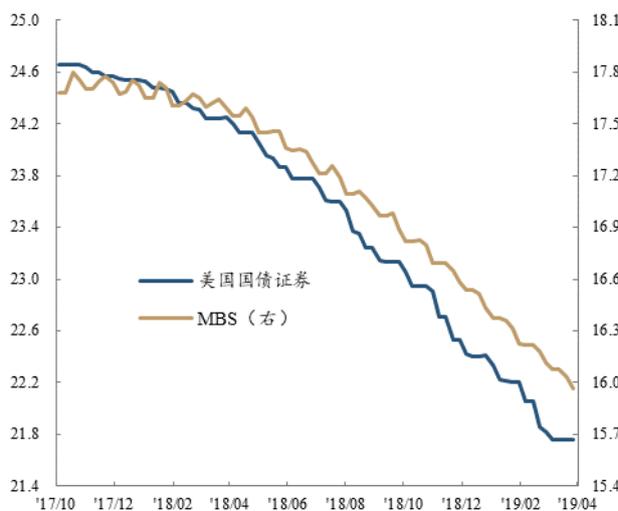
注：联邦基金利率期货的结算价格为当月平均利率
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 9 联邦基金期货隐含利率曲线



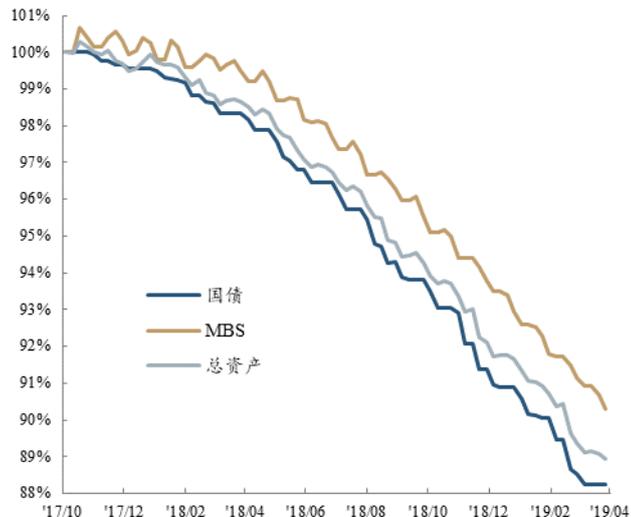
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 10 美联储持有的国债和抵押担保证券



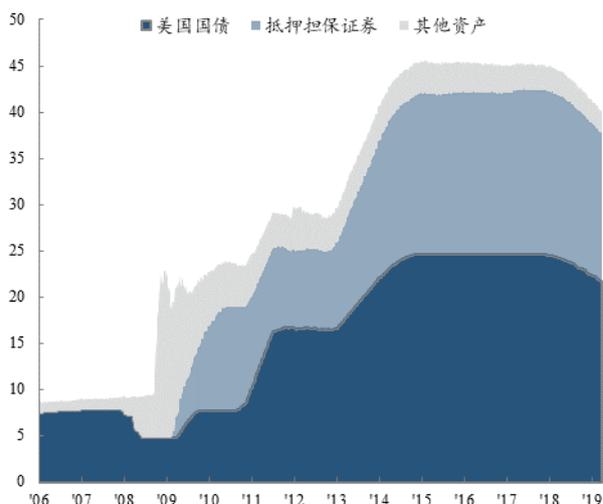
单位：千亿美元
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 11 美联储缩表比例



注：对比时间点为 2017 年 10 月 4 日
资料来源：Bloomberg，兴业研究

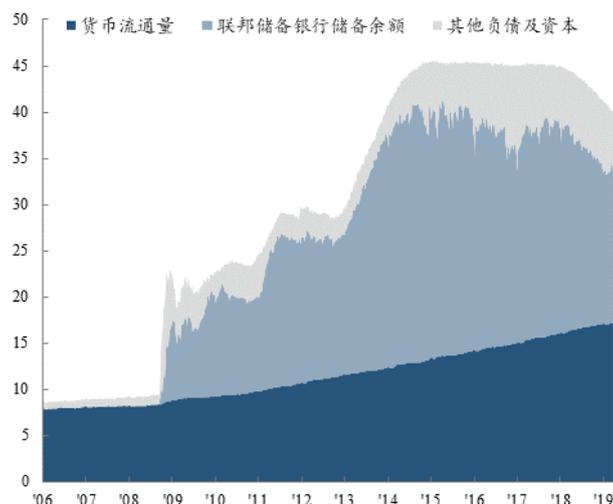
图表 12 美联储资产端主要构成及走势



单位：千亿美元

资料来源：Bloomberg，兴业研究

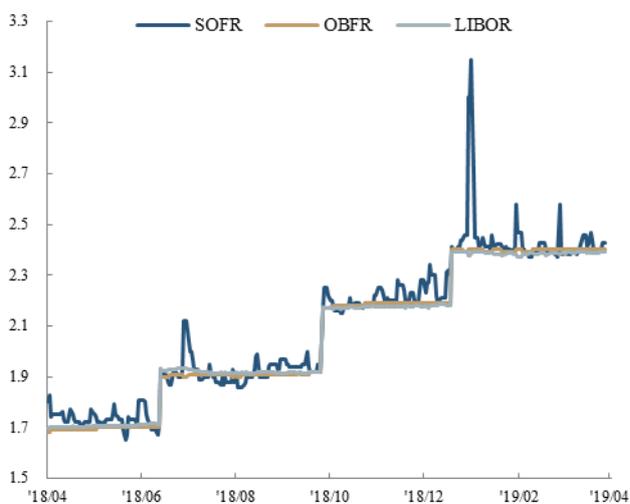
图表 13 美联储负债端主要构成及走势



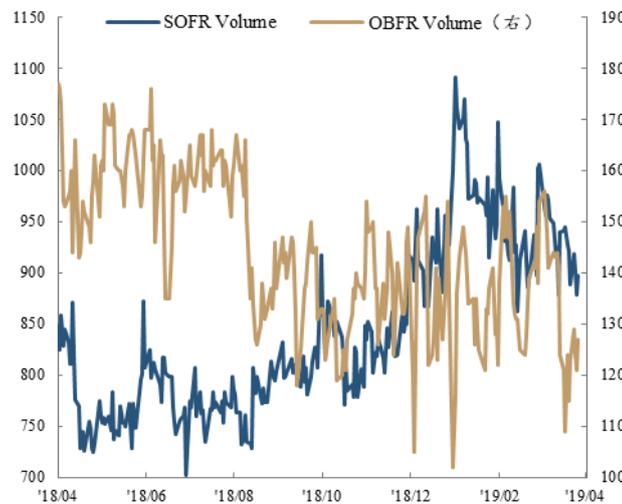
单位：千亿美元

资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 14 纽约联储 SOFR、银行间隔夜利率 (OBFR) 和隔夜 LIBOR



图表 15 SOFR 和 OBFR 所基于的交易成交金额



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_13348



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn