

宏观研究/即时点评

2019年03月21日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 通胀表现温和, 消费行业持续受益》
2019.03
- 2《宏观: 春节复工节奏扰动外贸数据》
2019.03
- 3《宏观: 企业民生为本, 人民币资产重估》
2019.03

美联储下调加息预期一步到位

——美联储3月议息会议点评

3月议息鸽派程度略超出市场预期, 美元重挫, 美债收益率下跌

北京时间3月21日凌晨, 美联储维持联邦基金利率目标区间在2.25%-2.50%不变, 这一决定委员会全票通过。3月议息是美联储鸽派转向的再确认。美联储19年加息预期由18年12月预计的两次直接降至零次, 侧面反映出对经济增长放缓, 通胀低迷, 海外风险的担忧。美联储宣布停止缩表计划, 5月开始减缓缩表速度, 9月底终止缩表。声明公布后, 美元指数重挫, 跌幅近0.5%, 跌破96关口, 创1月25日以来最大单日跌幅。10年期美债收益率下跌约7个基点, 至2.54%, 一度触及2.52%。标普500短暂上涨, 但受金融和医疗板块拖累, 最终回吐涨幅。

3月议息会议声明确认经济有所放缓, 整体通胀有所下滑

3月议息会议声明有以下四大变化: 第一、承认经济有所放缓。1月议息的措辞表态是经济在稳步上升, 而3月议息表明经济增速已从四季度的稳健步伐放缓。第二、进一步确认家庭支出和商业固定资产投资放缓。此前1月议息表示尽管固定资产投资出现放缓, 家庭支出仍继续上涨。第三、整体通胀有所下滑, 主要是由于能源价格下跌。1月议息表态为总体通胀率与剔除食品和能源的通胀率依然接近2%。第四、形容就业增长的措辞从“强劲”改为“稳健”。3月议息表示2月份就业人数变化不大, 但平均而言最近几个月就业增长一直稳健, 而1月议息表明近几个月里就业增长总体强劲。

美联储下调今明两年GDP预测, 全面下调PCE预测

经济预测方面, 美联储分别下调2019年和2020年GDP增速预测0.2和0.1个百分点至2.1%, 1.9%, 维持2022年GDP增速1.8%不变。可以看到, 2018年的GDP增速为2.9%, 2019年的GDP增速预测比去年的实际增速低了0.8个百分点。通胀方面, 美联储全面下调2019-2021年PCE各0.1个百分点至1.8%, 2%, 2%。核心PCE美联储维持2019-2021年在2%水平不变。为什么我们此前认为2019年加不了息? 我们的判断正是基于联储进一步加息的门槛较高。核心PCE距离2%目标值仍有一定距离。朱格拉周期、房地产周期和库存周期下行叠加, 美国经济回落压力较大。

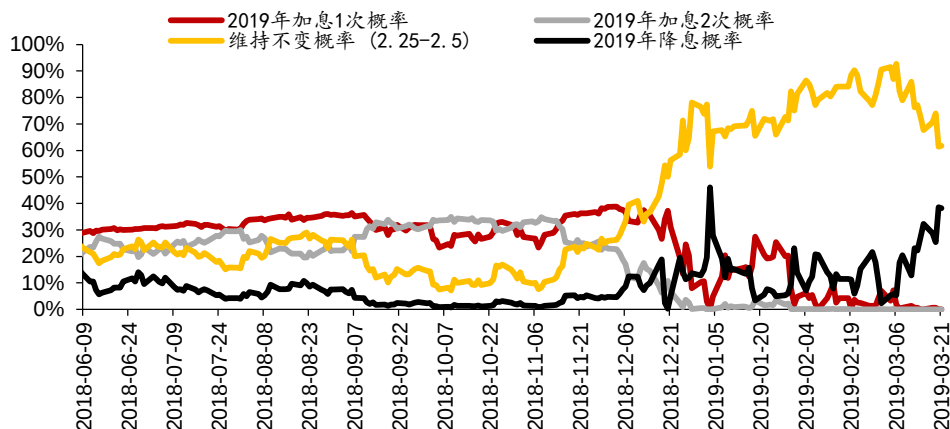
美联储下调加息预期一步到位, 2019年不加息符合我们此前的判断

美联储全面下调19-21年联邦基金利率中值预测, 分别至2.4%, 2.6%, 2.6%, 即联储官员认为19年不加息, 20年加息1次, 21年不加息。17名官员中有11名预期19年不会加息, 4名预计加息一次, 两位预计加息两次。美联储下调加息预期一步到位, 侧面反映出对经济增长放缓, 能源价格下跌通胀低迷, 海外风险发酵的担忧。我们认为, 点阵图预期中的2020年加息1次也无法实现, 本轮加息周期已结束。主要有以下两点原因: 第一、全球经济的大环境在趋弱, 美国经济触顶回落; 第二、美国本身没有较强的政策刺激, 减税刺激效果减退, 而新一轮财政刺激前景渺茫。

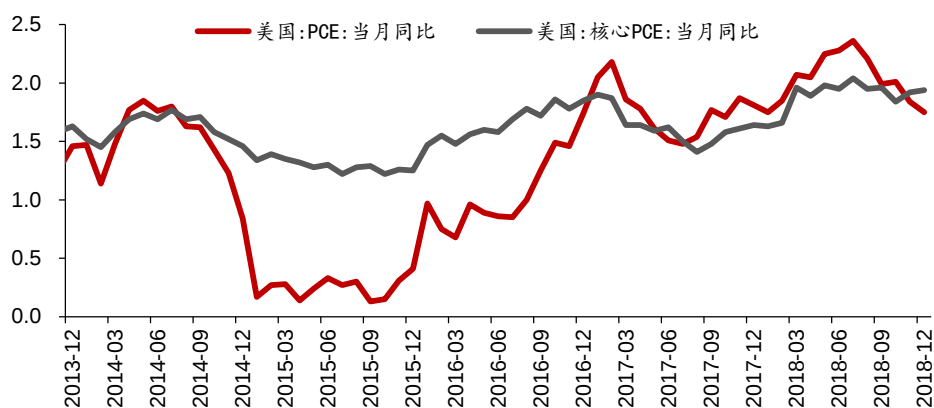
美联储5月开始减缓缩表速度, 9月底终止缩表

美联储表示将从5月份开始放缓资产负债表的缩表速度, 将减持国债的月度上限从300亿美元降至150亿美元, 并在9月底终止缩表。缩表结束后, 美联储可能会在“一段时间内”保持SOMA公开市场操作账户的规模不变, 以促使准备金以非常缓慢的速度下降, 来反映非准备金部分的增长, 但资产负债表资产端的结构组成存在一定的变化。10月开始美联储将用MBS到期资金来买国债, 最高限额为每月200亿美元, 超出的部分继续再投资于MBS。由于联储的最终目标是持有以国债为主的资产, 联储表示未来存在卖出一定量MBS的可能, 但是节奏和时间大概率提前和市场进行沟通。

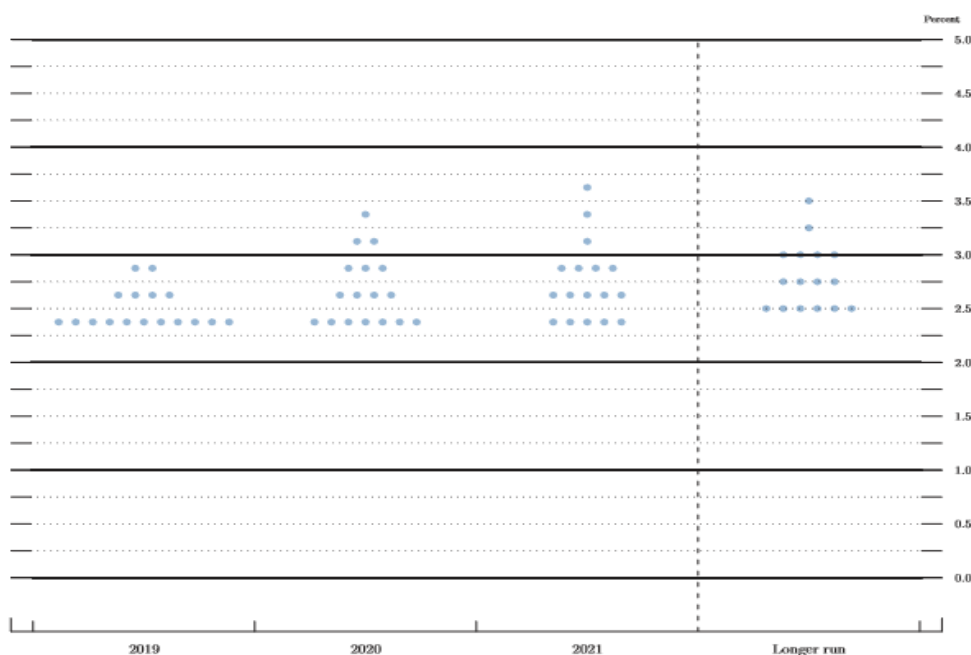
风险提示: 美联储经济复苏强于预期, 美联储加息节奏超预期。

图表1： 3 月 21 日联邦基金利率期货隐含的加息概率显示 2019 年不加息的概率为 61.8%，降息概率为 38.2%


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表2： PCE 自 2018 年 7 月以来持续走低，核心 PCE 距离 2% 目标值仍有一定距离（单位：%）


资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 17 名官员中有 11 名预期今年不会加息，4 名预计加息一次，两位加息两次，目前没有官员预计降息


资料来源：美联储官网，华泰证券研究所

图表4： 美联储下调今明两年 GDP 预测，全面下调 2019-2021 年 PCE，核心 PCE 保持在 2%不变

Variable	Median ¹				Central tendency ²				Range ³			
	2019	2020	2021	Longer run	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	1.6-2.4	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
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	2.0-2.7	1.5-2.2	1.4-2.1	1.7-2.2
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	3.5-4.0	3.4-4.1	3.4-4.2	4.0-4.6
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	3.4-4.0	3.4-4.3	3.4-4.2	4.0-4.6
PCE inflation	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0	1.6-2.1	1.9-2.2	2.0-2.2	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	1.8-2.2	2.0-2.2	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.0	2.0	2.0		1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.1		1.8-2.2	1.8-2.2	1.9-2.2	
December projection	2.0	2.0	2.0		2.0-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1		1.9-2.2	2.0-2.2	2.0-2.3	
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	2.4-2.9	2.4-3.4	2.4-3.6	2.5-3.5
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	2.4-3.1	2.4-3.6	2.4-3.6	2.5-3.5

资料来源：美联储官网，华泰证券研究所

风险提示：美联储经济复苏强于预期，美联储加息节奏超预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

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_13582

