

## 宏观点评

### 美联储全面转鸽，是时候讨论降息甚至 QE 了——2019 年 3 月 FOMC 会议点评

**事件：**3月21日凌晨2点，美联储公布3月利率决议：维持联邦基金目标利率区间2.25%-2.50%不变，预计2019年不会加息，2020年再加息1次；计划5月开始放慢缩表节奏，9月结束缩表；下调了2019和2020年GDP增速预期，上调了近3年的失业率预期，下调了近3年的PCE通胀预期。

#### 核心结论：

**1、美联储按兵不动，并全面转鸽。**美联储3月如期没有加息，根据最新点阵图，美联储年内也不会加息，且计划提前至今年9月结束缩表。换言之，自2015年加息以来，今年美联储将首度暂停加息。

**2、美联储对经济的担忧明显加大。**本次FOMC会议声明中，美联储对经济的表述由“稳固增长”修改为“开始放缓”，对劳动力市场的表述由“继续增强”修改为“依然强劲”，对薪资增长的表述由“强劲增长”修改为“稳固增长”，对家庭支出的表述由“强劲增长”修改为“增长放缓”。与此同时，美联储连续2个季度下调经济预期，并首度上调失业率预期。

**3、如果美国经济年内超预期下行，不排除美联储今年就开始降息。**美联储主席鲍威尔表示，美国经济超预期放缓可能与欧洲经济增速放缓、英国脱欧和贸易谈判等风险有关。美联储将保持耐心，根据经济前景作出政策调整要过一段时间，可能会在一段时间内维持资产持有规模。市场预期显示，美联储2019年底或2020年初降息的概率达48%，同时美国一级交易商和市场参与者普遍认为美联储将在2020年或2021年重新扩表。

**4、欧央行货币政策立场愈发鸽派，紧缩还没开始就已结束。**3月议息会议上，欧央行大幅下调了经济和通胀预期，年内不会加息，并推出了新一轮的定向长期再融资操作（TLTRO-III）。我们预计，若欧元区经济未来进一步下滑，不排除欧央行会重启QE。

**5、中国货币已然宽松，年内再降准和“降息”可期。**美联储愈显鸽为我国货币政策宽松进一步释放空间。维持此前判断，《政府工作报告》强调“M2、社融增速应与名义GDP增速匹配”，今年货币政策将更注重相机抉择和逆周期调节，后续降政策利率可期，但降基准利率难，也大概率再降准2-3次（预计最快4月份）。我们预计2019年M2同比中枢8.5%左右，但难破9%，信用底向经济底传导可期，我国GDP有望在三季度企稳走平。

**6、综合看，美联储本轮加息周期大概率已告终结，预计全球货币即将进入全面宽松时代。**根据历史经验，美联储一旦暂停加息超过1年，基本不会重新启动，而QE的推出往往是在大幅降息之后。倾向于认为，美联储今年已经不会加息，2020年美联储也大概率不会再加息，何时降息则取决于美国经济的实际表现。

**风险提示：**1.美国经济表现超预期强势；2.中国政策执行力度不及预期。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 王梅邨

邮箱：wangmei@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《美联储释放“强鸽”信号，全面转向尚需等待——2019年1月FOMC会议点评》2019-01-31
- 2、《美国加息 VS 中国“降息”，全球流动性和大类资产何去何从？》2018-12-20
- 3、《宏观专题：全球流动性将如何紧缩？——历史经验与展望测算》2018-11-18
- 4、《社融大概率就此企稳，经济底何时出现？——兼评2月金融数据》2019-03-10
- 5、《2019年政府工作报告10信号》2019-03-05

## 内容目录

<b>美联储3月FOMC会议再度“放鸽”</b> .....	<b>3</b>
美联储预计年内不会加息，9月结束缩表，2020年加息1次.....	3
美联储再次下调经济和通胀预期，美国经济隐忧显现.....	4
市场对美联储重启宽松的预期升温，未来继续加息可能性较低.....	6
<b>欧央行货币政策立场愈发鸽派，紧缩还没开始就已结束</b> .....	<b>8</b>
3月ECB会议上，欧央行大幅下调了欧元区经济和通胀预期.....	8
欧央行预计年内不会加息，并推出TLTRO-III.....	8
<b>美联储暂停加息为我国货币政策释放空间</b> .....	<b>9</b>
我国货币政策已然宽松，年内再降准和“降息”可期.....	9
人民币贬中趋稳.....	11
<b>风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 图表目录

图表 1: 美联储预计 2019 年不会加息，2020 年加息一次.....	3
图表 2: 近 3 次 FOMC 会议声明对比.....	4
图表 3: 美联储近 4 次经济预期对比（红色表示预期调整） 单位%.....	5
图表 4: 全球经济放缓的背景下原油价格趋于下跌.....	5
图表 5: 美国核心 PCE 同比滞后于 GDP 增速 1-2 年.....	5
图表 6: 美国非金融企业资产负债率和杠杆率都已达历史高位.....	6
图表 7: 美国非金融企业偿债压力与不良贷款率走势高度一致.....	6
图表 8: 历史上企业偿债压力触及临界值后，美国 GDP 增速均大幅下行.....	6
图表 9: 纽约联储调查的美联储资产负债表重新扩张的时点.....	6
图表 10: 一级交易商认为的美联储资产负债表重新扩张的时点.....	7
图表 11: 市场参与者认为的美联储资产负债表重新扩张的时点.....	7
图表 12: 市场对美联储降息的预期不断升温.....	7
图表 13: 联邦基金目标利率和美联储资产负债表规模变化.....	7
图表 14: 3月欧央行经济预期与上次的对比 单位: %.....	8
图表 15: 欧央行前两轮 TLTRO 的具体信息.....	9
图表 16: 欧央行第二轮 TLTRO 将于 2 年内集中到期.....	9
图表 17: 社融存量增速连续两个月高于 2018 年四季度.....	10
图表 18: 我国历次降准统计.....	10
图表 19: 人民币贬中趋稳.....	11

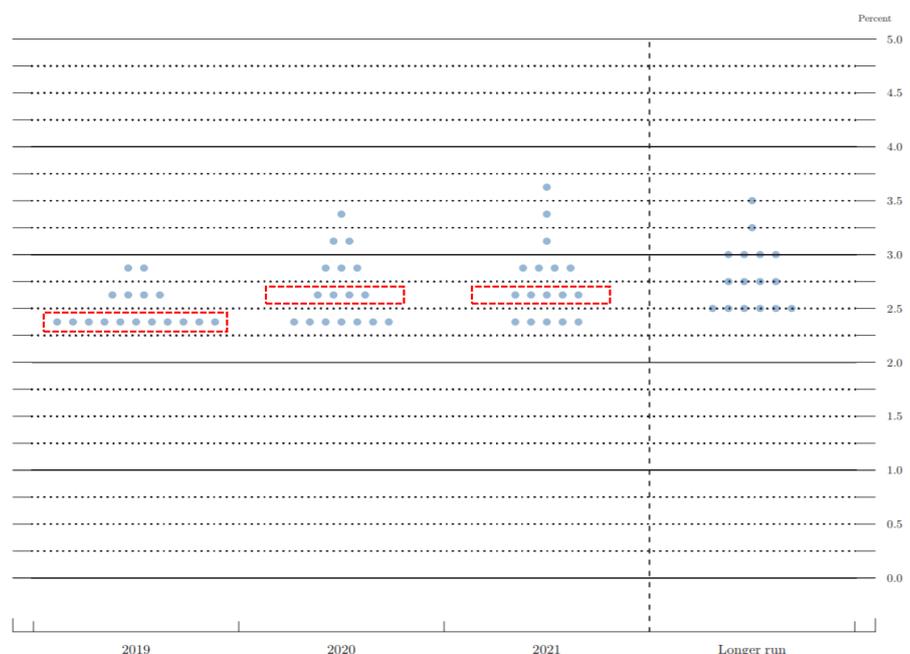
## 美联储3月 FOMC 会议再度“放鸽”

### 美联储预计年内不会加息，9月结束缩表，2020年加息1次

美联储3月 FOMC 会议按兵不动，预计年内不会加息，将于9月结束缩表，维持2020年加息1次的预期不变。3月的 FOMC 会议声明中，对经济增长的表述由“稳固增长”修改为“开始放缓”，对劳动力市场的表述由“继续增强”修改为“依然强劲”，对薪资增长的表述由“强劲增长”修改为“稳固增长”，对家庭支出的表述由“强劲增长”修改为“增长放缓”，同时首次认为“整体通胀下降”。最新的点阵图显示，美联储官员预计年内不会加息，2020年仍将加息1次。缩表方面，美联储计划从5月开始将每月国债缩减上限由300亿美元减少至150亿美元，MBS 保持不变，9月正式结束缩表；在10月之后，MBS 的到期资金将用于购买国债，最高金额为每月200亿美元，任何超过该最高金额的本金将继续再投资于 MBS。

美联储主席鲍威尔在随后举行的新闻发布会上称，2018年9月以来美国经济增速的放缓程度超过预期，这可能与欧洲的经济增速放缓、英国脱欧和贸易谈判等风险有关。总体看，鲍威尔认为2019年美国经济增长仍将坚实，但弱于2018年的强劲态势，强调对12月疲软的零售销售数据和消费要保持耐心和观望状态。鲍威尔表示，美联储将保持耐心，根据经济前景作出政策调整要过一段时间，可能会在一段时间内维持资产持有规模，预计到2019年底，资产负债表占 GDP 的比重大概为17%。结合历史规律，同时考虑到美国经济中长期存在超预期下行的风险，我们倾向于认为，美联储本轮加息周期已告终结，短期大概率不会重启 QE，若下半年美国经济大幅下行，不排除美联储在年内开启降息。

图表1: 美联储预计2019年不会加息，2020年加息一次



资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表 2: 近 3 次 FOMC 会议声明对比

会议时间	2018/12/19	2019/1/31	2019/3/21
会议结果	<b>加息</b>	不加息	不加息
联邦基金利率	2.25%-2.5%	2.25%-2.5%	2.25%-2.5%
每月缩表上限	500 亿美元	500 亿美元	<b>5 月开始每月国债缩减上限由 300 亿下降为 150 亿, 9 月结束缩表。10 月开始 MBS 到期资金将用于购买国债。</b>
经济增长	强劲增长 (rising at a strong rate)	<b>稳固增长 (rising at a solid rate)</b>	<b>开始放缓 (has slowed)</b>
经济前景风险	大致平衡 (roughly balanced)	<b>删除“经济前景风险大致平衡”的表述</b>	无
劳动力市场	劳动力市场继续增强 (continued to strengthen), 失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场继续增强 (continued to strengthen), 失业率仍然很低 (remained low)	<b>劳动力市场依然强劲 (remains strong)</b> , 失业率仍然很低 (remained low)
薪资增长	强劲增长 (have been strong)	强劲增长 (have been strong)	<b>稳固增长 (have been solid)</b>
家庭支出	继续强劲增长 (continued to grow strongly)	继续强劲增长 (continued to grow strongly)	<b>增长放缓 (slower growth)</b>
固定投资	有所放缓 (has moderated)	有所放缓 (has moderated)	增长放缓 (slower growth)
通胀表现	仍接近 2% (remain near 2 percent)	仍接近 2% (remain near 2 percent)	<b>整体通胀下降 (has declined)</b> , 核心通胀仍接近 2% (remains near 2 percent)
表述变化	<b>新增“将继续监测全球经济和金融发展, 并评估其对经济前景的影响”的表述</b>	<b>删除“进一步逐步加息”的表述, 新增“鉴于全球经济和金融形势的发展, 以及通胀压力的减弱, 在决定未来如何调整联邦基金目标利率时, 委员会将保持耐心”的表述</b>	无

资料来源: FED, 国盛证券研究所

## 美联储再次下调经济和通胀预期, 美国经济隐忧显现

美联储下调了 2019 和 2020 年 GDP 增速预期; 上调了近 3 年的失业率预期, 但同时下调了长期失业率预期; 下调了近 3 年的 PCE 通胀预期, 维持核心 PCE 通胀预期不变。其中, 下调通胀预期主因全球经济放缓的背景下, 能源价格趋于下跌; 而美国经济周期中核心通胀通常是经济的滞后变量, 鉴于 2018 年美国表现强势, 2019 年核心通胀有望维持高位。值得注意的是, 美联储近几次 FOMC 会议连续下调了经济和就业的预期, 表明美国经济增长的隐忧正日渐显现。

图表3: 美联储近4次经济预期对比 (红色表示预期调整) 单位%

经济指标	公布月份	2019年	2020年	2021年	长期
实际 GDP 增速	2019年3月	2.1	1.9	1.8	1.9
	2018年12月	2.3	2.0	1.8	1.9
	2018年9月	2.5	2.0	1.8	1.8
	2018年6月	2.4	2.0	-	1.8
失业率	2019年3月	3.7	3.8	3.9	4.3
	2018年12月	3.5	3.6	3.8	4.4
	2018年9月	3.5	3.5	3.7	4.5
	2018年6月	3.5	3.5	-	4.5
PCE 通胀	2019年3月	1.8	2.0	2.0	2.0
	2018年12月	1.9	2.1	2.1	2.0
	2018年9月	2.0	2.1	2.1	2.0
	2018年6月	2.1	2.1	-	2.0
核心 PCE	2019年3月	2.0	2.0	2.0	-
	2018年12月	2.0	2.0	2.0	-
	2018年9月	2.1	2.1	2.1	-
	2018年6月	2.1	2.1	-	-

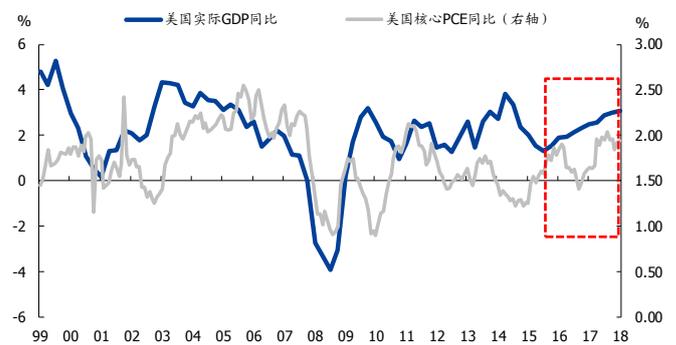
资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表4: 全球经济放缓的背景下原油价格趋于下跌



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

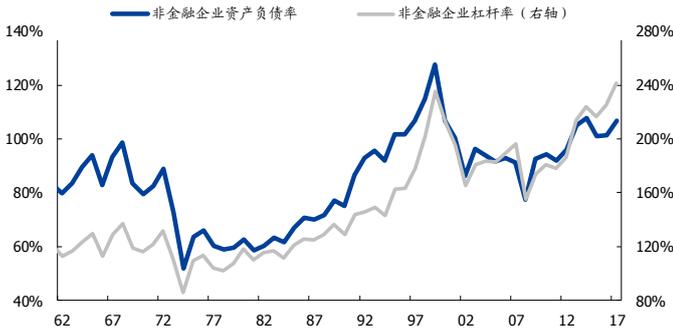
图表5: 美国核心PCE同比滞后于GDP增速1-2年



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

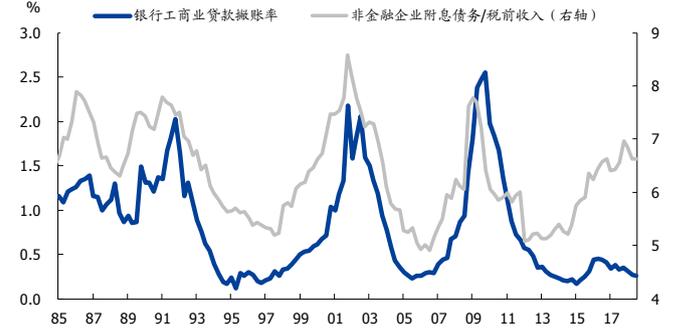
美国经济最大的隐忧在于非金融企业部门债务。当前, 美国非金融企业部门的宏观杠杆率(债务/GDP)已创历史新高, 微观杠杆率(资产负债率)也已升至历史次高点, 仅低于2000年互联网泡沫时期。我们以付息债务/税前收入来衡量企业的偿债压力, 数据显示, 这一比值与银行不良贷款率走势高度一致。回溯历史可以发现, 当非金融企业付息债务/税前收入升破某一临界值时, 美国GDP增速随后均出现了大幅下行, 历史上这一临界值介于6-7之间, 截至2018年3季度这一比值为6.6, 已处在危险水平, 美国企业面临去杠杆的压力。在经济下滑的背景下, 企业去杠杆, 无非有两种形式: 一种是缩减开支来偿还债务, 将导致投资减少和失业增加; 另一种是债务违约, 将导致金融系统的不稳定。显然, 无论哪种形式的去杠杆, 最终都会对经济造成巨大冲击。我们倾向于认为, 企业去杠杆最终将对美国经济形成巨大拖累, 中长期来看美国经济存在超预期下行的风险。

图表6: 美国非金融企业资产负债率和杠杆率都已达历史高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 美国非金融企业偿债压力与不良贷款率走势高度一致



资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表8: 历史上企业偿债压力触及临界值后, 美国GDP增速均大幅下行



资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

### 市场对美联储重启宽松的预期升温, 未来继续加息可能性较低

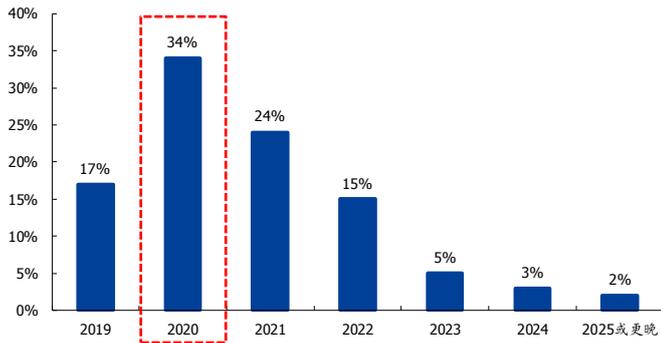
在美联储接连释放鸽派信号之后, 市场开始预期美联储将在不久后重启宽松。纽约联储2018年12月对一级交易商和市场参与者的调查报告显示, 一级交易商和市场参与者一致认为美联储资产负债表将在2020年或2021年开始重新扩张, 具体时点的中性预期分别在2020年2季度和2021年1季度。此外, 美国利率期货市场的交易数据显示, 市场预期美联储2019年末或2020年初实施降息的概率在迅速提升, 2020年1月降息的概率已达48%。

图表9: 纽约联储调查的美联储资产负债表重新扩张的时点

	25分位数	中位数	75分位数
一级交易商	2020 Q1	2020 Q2	2021 Q2
市场参与者	2020 Q2	2021 Q1	2022 Q2

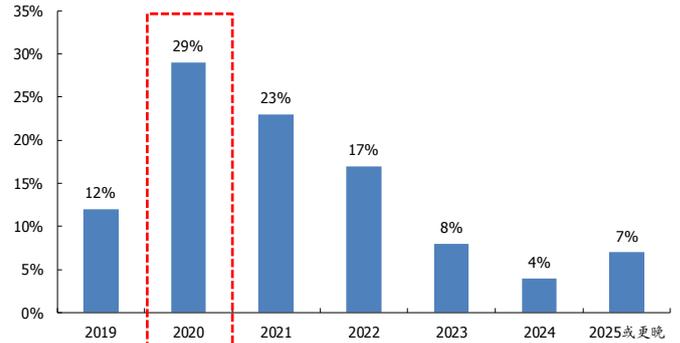
资料来源: NYFed, 国盛证券研究所

图表 10: 一级交易商认为的美联储资产负债表重新扩张的时点



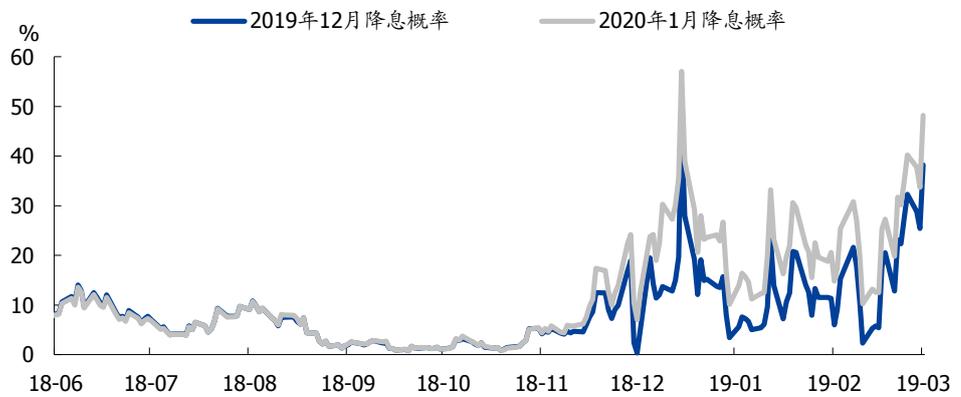
资料来源: NYFed, 国盛证券研究所

图表 11: 市场参与者认为的美联储资产负债表重新扩张的时点



资料来源: NYFed, 国盛证券研究所

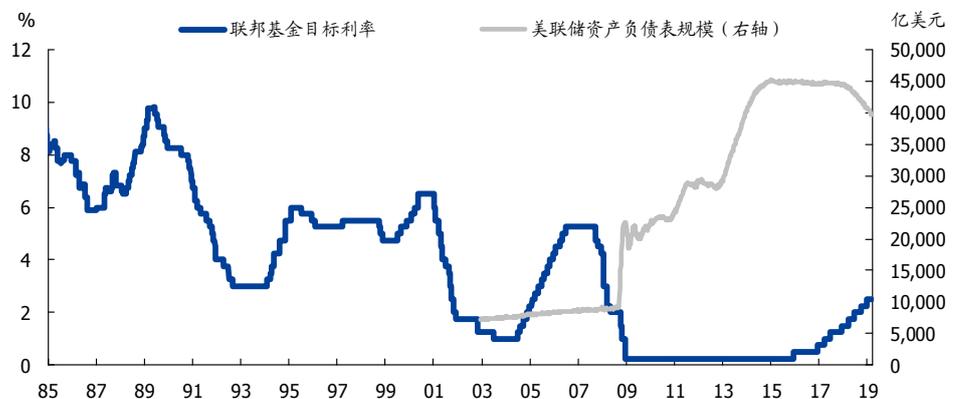
图表 12: 市场对美联储降息的预期不断升温



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

我们倾向于认为，美联储本轮加息周期已告终结，短期大概率不会重启 QE。根据历史经验，美联储一旦暂停加息超过 1 年，基本不会重新启动。而资产负债表政策的实施需综合考量多方面因素，且影响范围较广，因此历史上美联储往往是在基准利率降至极低水平之后才会启动 QE。结合历史规律，同时考虑到美国经济中长期存在超预期下行的风险，我们倾向于认为美联储 2020 年继续加息的可能性较小，而重启 QE 大概率是在降息开始之后。至于降息的时点，则取决于美国经济的实际表现，若下半年美国经济大幅下行，不排除美联储在年内开启降息。

图表 13: 联邦基金目标利率和美联储资产负债表规模变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 欧央行货币政策立场愈发鸽派，紧缩还没开始就已结束

### 3月 ECB 会议上，欧央行大幅下调了欧元区经济和通胀预期

3月7日，欧央行公布3月议息会议声明，大幅下调了经济和通胀预期。其中，对于2019年的GDP增速预期由2018年12月预测的1.7%大幅下调至1.1%，失业率由7.8%上调至7.9%，整体通胀和核心通胀分别由1.6%、1.4%下调至1.2%、1.2%。而据彭博报道，即便已经大幅下调了经济预期，部分官员仍然认为太乐观。

欧央行行长德拉吉在新闻发布会上表示，短期经济展望仍偏下行，且比预期更差，欧元区核心通胀仍然受抑制。贸易保护主义及其他因素伤害了信心。经济调整将在2019年持续，陷入衰退的风险非常低。外在因素持续施压欧元区经济，欧洲央行的行动不能改变贸易保护主义和英国脱欧的影响。欧央行尚未讨论重启QE和下调存款利率，同时欧央行准备好按需调整所有工具。

图表 14: 3月欧央行经济预期与上次的对比 单位: %

	2019年3月预测			2018年12月预测		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
GDP 增速	1.1	1.6	1.5	1.7	1.7	1.5
失业率	7.9	7.7	7.5	7.8	7.5	7.1
整体通胀	1.2	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8
核心通胀	1.2	1.4	1.6	1.4	1.6	1.8

资料来源: ECB, 国盛证券研究所

### 欧央行预计年内不会加息，并推出 TLTRO-III

利率前瞻指引方面，欧央行将前次会议的“预计至少在2019年夏天前将保持利率不变”修改为“预计至少在2019年底将保持利率不变”，暗示年内不会加息。再投资的前瞻性指引方面，欧洲央行声明维持上次表述不变，即“再投资将一直持续到首次加息后很长一段时间，且会持续足够长的时间，以维持有利的流动性条件和货币宽松的充裕程度”。

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\\_13591](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13591)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>