

欧央行新一轮 TLTRO 利多长债

摘要

- 经济的弱势倒逼欧央行采取宽松的货币政策，中国货币政策的逆转、欧央行的继续宽松、联储的暂缓加息预计将压低德国等全球债券长端利率水平，利好全球风险资产。
- 从劳动参与率持平、失业率下滑、薪资增速上升到 2009 年 4 月以来新高来看，美国 2 月就业数据并不差。尤其是在前两个月超预期的报告之后，2 月份受到异常天气、政府关门等因素影响，新增就业人数回落也是很正常的事，不足以使联储官员们显著调整当前仍倾向加息的立场。
- 下周二周三的联储例会已无加息可能。本次例会的关注点主要有二：（1）委员对 2019-2021 年的经济增速、失业率和通胀的预期，以及点阵图是否下调未来利率途径预期；（2）结束缩表计划的计划是否公布。我们预计点阵图中位数将下调至今明 2 年各 1 次加息。

兴业研究海外研究团队
联储观察第 48 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

欧央行新一轮 TLTRO 利多长债

上周欧央行大幅下调今年欧元区经济增长（从 1.7% 至 1.1%）和通胀（从 1.6% 至 1.2%）预期，决议维持负利率到至少 2020 年，并公布新一轮的 TLTRO 计划。在本经济周期中，欧央行甚至并未开始紧缩，欧洲经济增长就已经出现大幅放缓，其背后反映的问题可能在于 2008-2009 年全球金融危机之后的金融机构监管改革本身就是一针紧缩剂，2017 年以来欧元区的信用脉冲已经转负。经济的弱势倒逼欧央行采取宽松的货币政策，中国货币政策的逆转、欧央行的继续宽松、联储的暂缓加息预计将压低德国等全球长债利率水平，利好全球风险资产。

美国 2 月新增非农就业人数 2 万人，远小于预期的 18.6 万人。乍看之下美国就业市场可能出现松动，但究竟新增非农人数创下近 17 个月新低是供给不足（闲置劳动人口减少）还是需求下滑（企业预期经济放缓而不需更多劳工）的问题呢？前者是典型经济周期后半段的特征，未来需要担心的是通胀是否有可能超预期上升，联储是否需要超预期加息以抑制经济过热；后者则代表联储可能会选择继续保持鸽派，甚至是提早结束加息周期。

从劳动参与率维持在 63.2%、失业率从 4.0% 下滑到 3.8%、每小时薪资同比增速从 3.2% 上升到 2009 年 4 月以来新高的 3.4% 来看，就业数据依旧表现良好。尤其是在前两个月超预期的就业报告之后，2 月份受到异常天气、政府关门等因素影响，新增就业人数回落也是很正常的事情。此外，2 月 ISM 非制造业 PMI 指数较 1 月上升 3 个百分点到 59.7，显示服务业仍保持着较高涨的情绪；同时 4 周滚动首次申领失业救济金人数小幅下降到 22.6 万人，离 24.5 万人的最鸽派门槛仍有一定距离。总的来说，我们更倾向于认为本次就业报告只是一个小的“颠簸”，不足以使联储官员们显著调整当前仍倾向加息的立场。

上周五五位联储官员发表公开谈话，其中今年拥有投票权的联储主席鲍威尔、理事 Brainard、纽约联储 Williams 和波士顿联储 Rosengren 都再度呼吁保持耐心的重要性。在数个月前 Brainard 是较为鹰派的委员之一，上周她表示已经下调对今年经济增长的预期，算是符合近期大多数委员的一致态度。Williams 和 Rosengren 预期今年增速至少会大于或等于长期潜在增速（2%），但通胀看起来还不会显著上升，经济目前没有过热迹象，因此保持耐心是最佳对策。

下周二和周三（3 月 19 和 20 日）将迎来联储今年第二次例会。从 2 月就业报告和近期联储官员发言来看，3 月例会按兵不动已是市场一致共识，因此本次例会的关注点主要有二：（1）委员们对 2019-2021 年的经济增速、失业率和通胀的预期，以及点阵图是否下调未来预期利率途径和下调的幅度；（2）结束缩表计划的计划是否公布。我们预计点阵图中位数将微幅下调至今明 2 年各 1 次加息。

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	2019/03/10: 耐心表示我们并不急于改变当前的货币政策立场。
联储副主席	Richard H. Clarida (是)	中性	2019/02/20: 我们能保持耐心, 让数据告诉我们全球经济将走向何处。
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	2019/02/22: 最合适的资产负债表规模应该是一方面保持相当数量的储备, 足以应付大部分的冲击; 另一方面, 在缓冲不足时我们可以进行公开市场操作。
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	2019/03/06: 基础前景判断看起来不错, 但各种不确定因素仍然很大。因此我们可以灵活地等待数据来指导我们的政策方向。
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)	中性	2019/01/17: 我认为我们可以轻松地决定我们需要耐心。
Kansas City	Esther L. George (是)	中性	2019/01/15: 当前利率是否已经回到中性水平? 在我看来还没有。然而, 我们现在很接近, 所以我认为我们应该谨慎行事, 并在接近目的地时保持耐心。
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	2019/02/28: 我个人认为 2019 年和 2020 年各加息 1 次是合适的。
Minneapolis	Neel Kashkari (否/2020)	偏鸽	2019/03/05: 不必要的提高利率可能会使扩张提早结束。
Dallas	Robert S. Kaplan (否/2020)	中性	2019/02/20: 我们应该停下来看看不确定性因素如何发展。
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	2019/02/25: 我仍然看到今年和明年各加息 1 次。
San Francisco	Mary C. Daly (否/2021)	中性	2019/02/22: 我们需要耐心等待, 直到开始看到通胀可持续的达到甚至是超过 2%, 或是直到我们看到其他市场过热的迹象。

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
Powell (是)	[1] 我们认为经济前景良好, 通胀没有提升, 货币政策所处的维持适当。耐心表示我们并不急于改变当前的货币政策立场。[2] (关于缩表) 联储长期以来表示, 当资产负债表规模达到能够有效的执行货币

	政策的最小规模时间，资产负债表将被视为“正常”。这个水平究竟有多大是不确定的，然而目前的估计表明，新常态可能会在2019年四季度达到。联储委员会正在讨论今年晚些时候结束缩表的计划。一旦缩表结束，我们可以保持资产负债表的规模不变一段时间，以便随着其他负债的增加，储备金逐渐下降到所需的水平。我们希望尽快公布该计划的进一步细节。
Brainard (是)	[1] 较为疲软的消费支出、国外经济放缓，以及早先的金融市场波动可能会对基础前景判断造成压力，使得货币政策需要更加缓和。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。 [2] 联储当前正在使用两种政策工具，需要注意的是联储表示它一次只会积极的使用一种工具；当利率高于有效下限时，这个工具会是联邦基金利率。但我想明确表示，我们不希望两个工具相互逆逆；比如说，在联储认为应该降息的时候还在进行缩表。 [3] 在我看来，缩表应该在今年晚些时候结束，这将提供足够的储备缓冲以满足市场对储备金的需求。我希望看到一个健康的缓冲，以避免不必要的波动，并确保联邦基金利率在很大程度上不受影响储备日常波动的影响。
Williams (是)	基础前景判断看起来不错，但各种不确定因素仍然很大。因此我们可以灵活地等待数据来指导我们的政策方向。
Rosengren (是)	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。
Kashkari (否)	不必要的提高利率可能会使经济扩张提早结束。我将尽我所能避免这种结果。我认为我们还没有达到最大限度的就业。
联储委员	经济/金融环境/风险/就业/通胀
Powell (是)	我们看到美国经济增速放缓，但仍然保持健康的增势。我认为对美国经济来说主要的风险来自于国外，包括中国和欧洲的增长放缓。
Brainard (是)	[1] 部分受到近期消费支出和信心数据的疲软，我已下调对今年前景的预测。去年企业投资增长强劲，包括最新的一个季度，但也出现一些放缓的迹象。 [2] 较弱的国外经济前景也是当前的风险。国外增长放缓似乎比当初假设的更持久，导致去年大部分时间增长可能低于潜在增速。 [3] 贸易争端升级仍然存在风险。最近的政府关闭给许多家庭带来困境。对即将进行的财政谈判的关注度也正在增加。
Williams (是)	[1] 我预期增长将比去年大幅放缓至2%左右。三种原因促成了这一观点：全球经济增长下滑，地缘政治不确定性增加，以及金融条件收紧。 [2] 正如我所说，由于劳动力市场强劲，增长稳定，没有任何明显的通胀压力，基础前景判断仍较乐观。事实上，我的2%增长预测和长期潜在增速一致，这意味着放缓不代表危机；这是我们应该预期的“新常态”。
Rosengren (是)	[1] 我预期2019年经济仍强劲：增速略高于2%，通胀接近联储2%目标，就业市场继续收紧。然而，最近这种前景的风险有所增加。 [2] 世界其他维持更久的经济放缓可能会比我预测的更加抑制美国经济增长。虽然就业市场紧缩且薪资压力正在上升，但到目前为止，通胀仍表现良好。早些时候对经济过热的担心在此时似乎不那么紧迫。

资料来源：Federal Reserve, 兴业研究

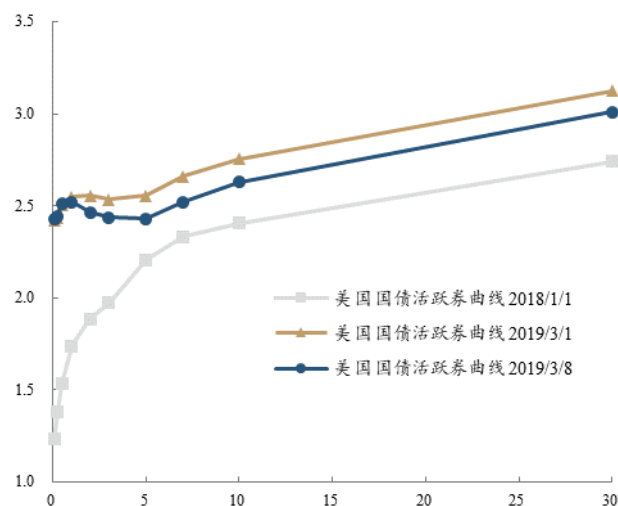
图表3 三大经济体扩散指数 - 几个时间点的比较

时间点	美国	中国	欧日	全球
2019/3/8	-6.95	7.69	-16.23	-6.97
两周前	-5.71	5.59	-15.50	-6.47
四周前	-5.33	3.32	-15.63	-6.65
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8月月报

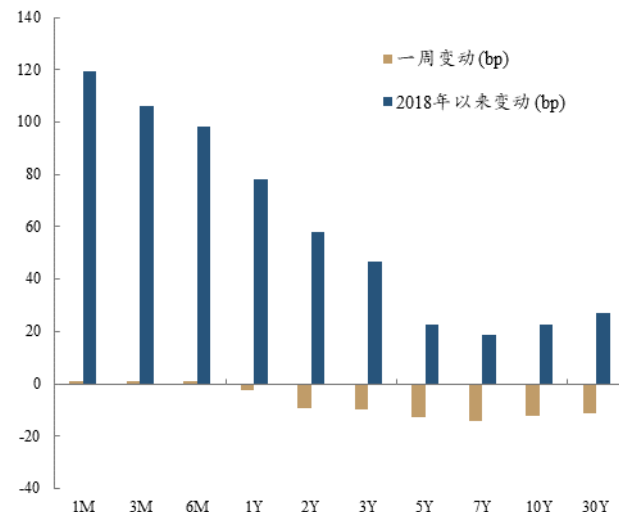
资料来源：Bloomberg, 兴业研究

图表4 美债收益率短端持续倒挂



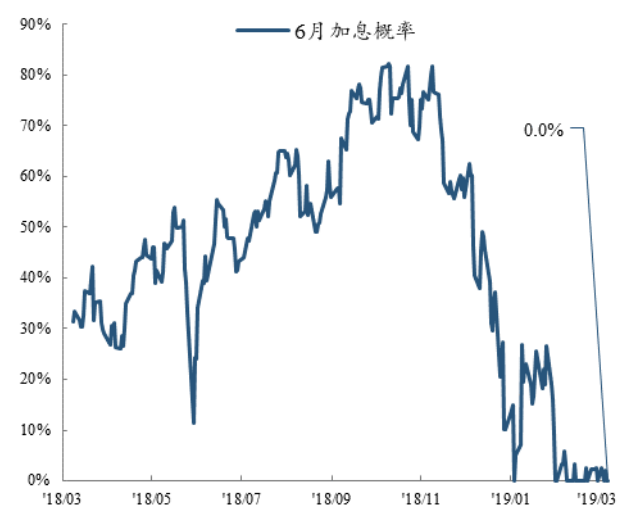
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表5 美债中长端收益率下滑



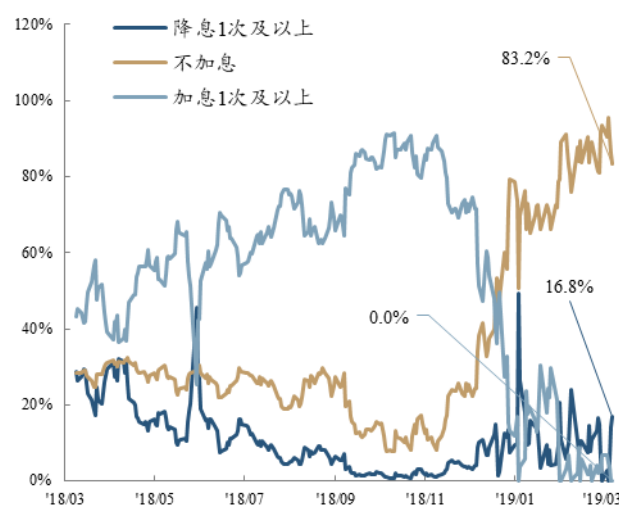
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表6 联邦基金期货隐含3月加息概率



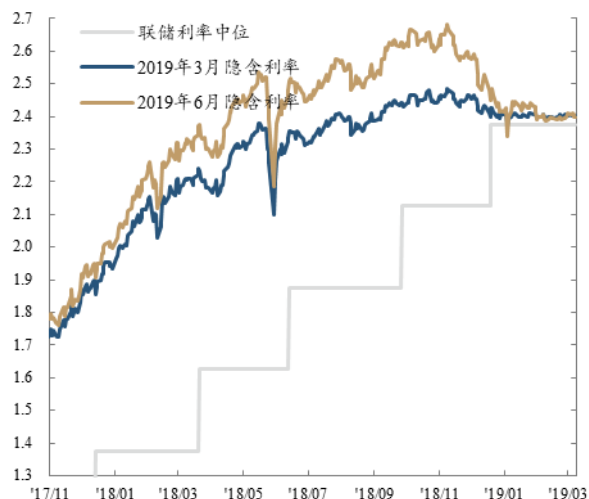
资料来源：CME，兴业研究

图表7 联邦基金期货隐含2019全年加息次数



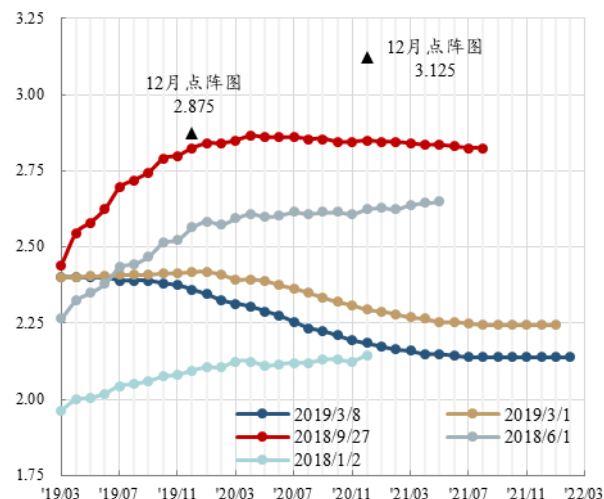
资料来源：CME，兴业研究

图表 8 联邦基金期货隐含 3 月和 6 月利率水平



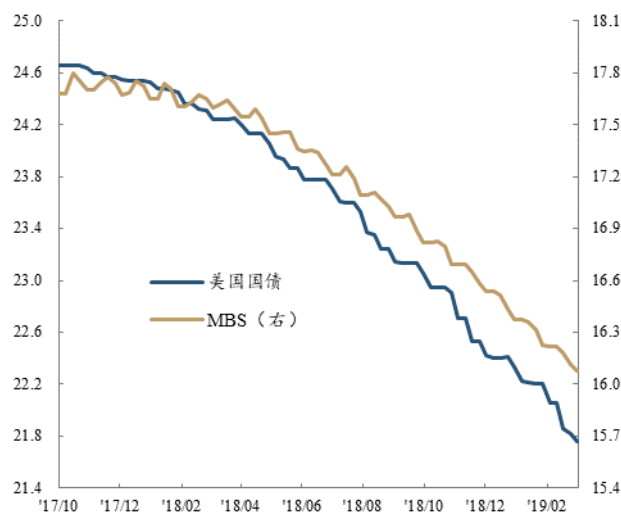
注：联邦基金利率期货的结算价格为当月平均利率
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 9 联邦基金期货隐含利率曲线



资料来源：Bloomberg，兴业研究

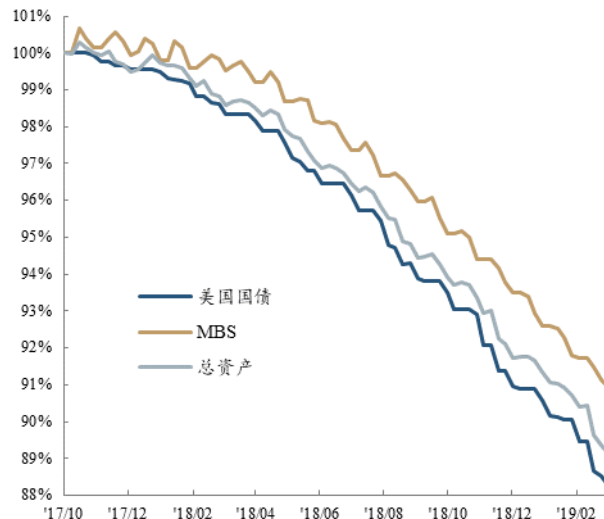
图表 10 美联储持有的国债和抵押担保证券



单位：千亿美元

资料来源：Bloomberg，兴业研究

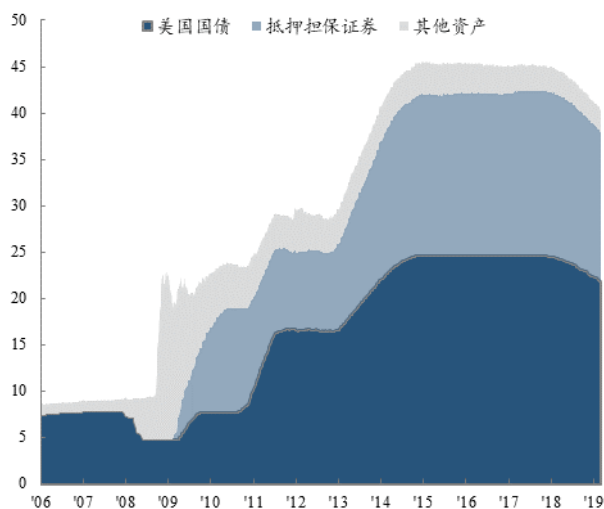
图表 11 美联储缩表比例



注：对比时间点为 2017 年 10 月 4 日

资料来源：Bloomberg，兴业研究

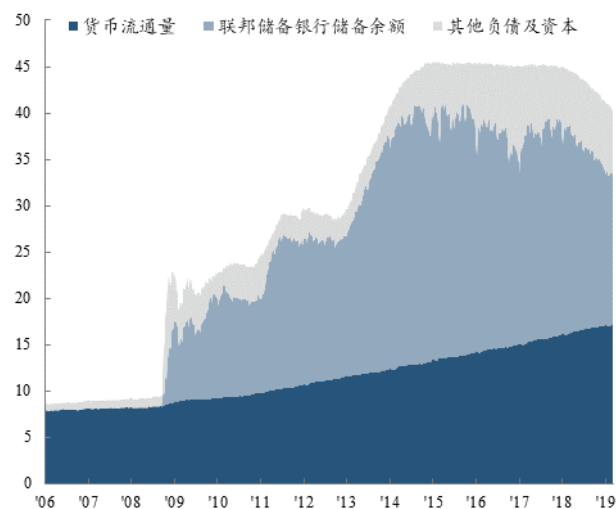
图表 12 美联储资产端主要构成及走势



单位：千亿美元

资料来源：Bloomberg，兴业研究

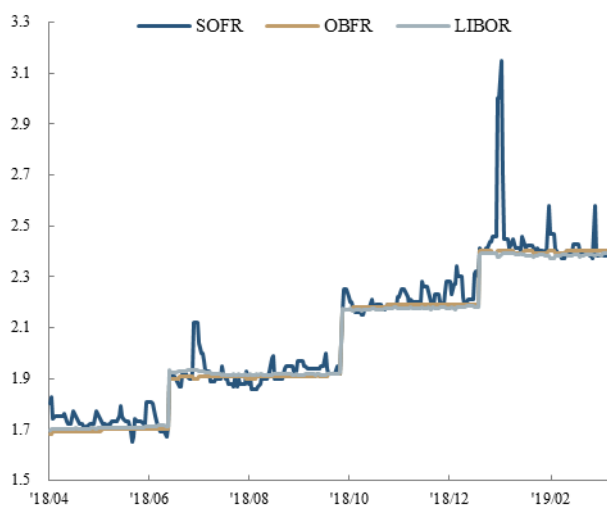
图表 13 美联储负债端主要构成及走势



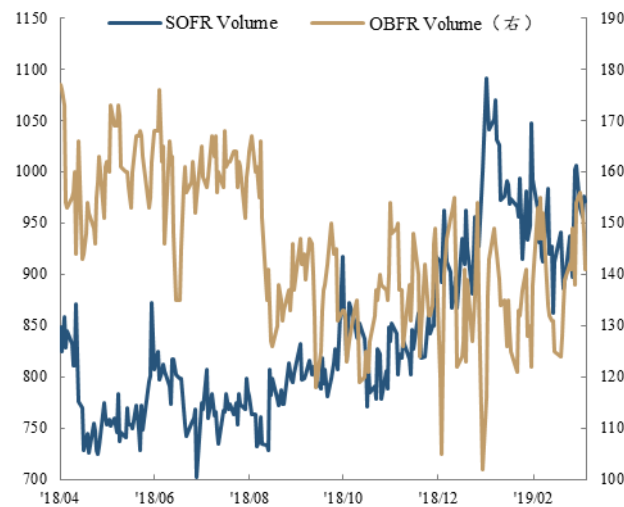
单位：千亿美元

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_13728

