

部分联储委员表态加息未至终点

摘要

- 联储暂停加息是因为当前经济前景的信号比较混乱，短时间内经济面临一定速度的放缓，同时通胀没有显著上升的迹象，使得联储没有加息的急迫性。
- 我们建构的美国扩散指数显示美国经济仍在放缓中。另一方面国际形势或有好转，包括中美贸易谈判结果可期，中国经济扩散指数已经转正，全球经济扩散指数也有见底企稳的迹象。
- 部分联储委员本周发言预期联储加息进程当前并不是终点，包括纽约 Williams，堪萨斯城 George，费城 Harker 和亚特兰大 Bostic 等，其中后两位委员预期 2019 和 2020 年各有一次加息。

兴业研究海外研究团队
联储观察第 47 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

联储会如市场预期的那么鸽吗？

为何当前联储要暂停加息呢？这是因为短期内经济面临一定程度的放缓，同时通胀没有显著上升的迹象，使得联储没有加息的急迫性。

一方面是美国四季度 GDP 环比年化增长 2.6%，高于预期，数据显示企业固定资产投资回温，部分抵消消费支出的下滑，这显示经济扩张仍然可以持续一段时间。但忧的是受到政府关门等不确定性影响，今年一季度经济数据很有可能比较难看，比如我们看到工业生产、设备利用率、进出口数据都有下滑的迹象，且 2 月制造业 PMI 指数也从 1 月的 56.6 下滑至 54.2，创下近 2 年半的新低，我们建构的美国经济扩散指数为 -6.70，显示美国经济增长还在放缓中，高盛、纽约联储和亚特兰大联储的模型更显示美国一季度 GDP 环比增速可能仅为 1% 附近。当前的关键在于这些数据是否会随着不确定性逐渐消失而好转，或是已经对经济造成难以抹灭的影响，未来几个月将会是重点考察期。

另一方面，国际局势有所好转：中美顺利延长 3 月 1 日的期限，媒体报道中国处于达成贸易协议的最后阶段；美韩取消联合军演对亚太情势有所帮助；英国确保不会出现硬脱欧；全球权益类资产摆脱了去年四季度的疲弱走势，目前处于强势状态；中国经济扩散指数已经转正，全球经济扩散指数也有见底企稳的迹象；按照联储委员们的预期，今年 4 季度左右联储将停止缩表。

虽然目前很难确定上述关键事件最终如何落地，但我们是比较乐观的：上半年可能会是经济小周期的一个低点，中国信用扩张或许能带动新兴市场成长，这一判断有待第二季度的经济数据来验证。对于全球来说，短期内需要关注的一个不确定性因素来自 5 月欧洲议会的选举及其后欧央行行长的变动。

最新的 4 周滚动首次申领失业救济金为 22.9 万人，较上周下滑 7 千人，远低于“最鸽派联储”的 24.5 万人门槛。美债收益率曲线增陡，10 年期收益率一举上扬 10bp 到 2.75%。目前来看联储 3 月例会已基本确定不会加息，但如我们此前所说，3 月点阵图下调但仍预期今年加息 1 次是较有可能的。

本周发言的几位联储委员中，联储副主席 Clarida 表示降息完全不在预测之内，而费城联储主席 Harker 和亚特兰大联储主席 Bostic 上周更直接表示预期今年应该加息 1 次，2020 年再加息一次。

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	2019/02/20: 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	2019/02/14: 我认为暂缓提高利率, 等待数据帮助我们了解经济实际的情况是一个正确的政策。
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	2019/02/20: 我认为当前货币政策正处于适当的水平, 靠近我估计的中性利率。
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	2018/01/09: 在数据更清楚地表明经济增长的途径前, 我们不应该特别倾向于提高或是降低利率
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	2019/02/03: 我们应该让经济继续增强, 如果看到工资和通胀上升的迹象, 我们总能再踩刹车。
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] 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。[2] (关于缩表) 我们已经制定了一个计划框架，希望很快能够宣布，使得缩表结束有所依据。我们完全没有考虑设立更高的通胀目标；我们正在研究如何能够更佳的实现我们的对称 2%通胀目标。
Clarida (是)	[1] 展望未来货币政策，我们需要认识到我们必须在 (1) 保持前瞻性和 (2) 最大化正确的概率之间取得平衡，因为我们建立的模型并非绝对可靠。[2] (关于降息) 我们处于一个非常好的位置，降息不是我或同事的基础看法。
Harker (否)	温和通胀、就业市场持续扩张、非常轻微的经济下行风险、未来几年的稳健增长预期，以及当前不确定性较高的氛围，这些条件促使我保持观望状态。 我个人认为 2019 年和 2020 年各加息 1 次是合适的。
Kaplan (否)	(关于联储货币政策框架) 我们需要重新思考如何看待货币政策的方式 - 不论是瞄准名义 GDP 增长，或是瞄准价格，等方式。我认为如果未来几年持续的无法达成通胀目标是有成本的。
Bostic (否)	[1] 只要经济运行良好，没有迹象显示货币政策正在压制经济成长，我认为未来仍有继续非常缓慢加息的空间。 我仍然看到今年和明年各加息 1 次。 [2] 我们的模型显示中性利率约为 3%。随着我们越来越接近中性利率的估计，放缓脚步接近他，看看市场如何反应，看看经济的发展，而不是奔跑到他身边是有道理的。
联储委员	经济/金融环境/风险/就业/通胀
Powell (是)	经济面临一些逆风，释放出较矛盾的信号。几个尚未解决的政策问题，包括英国脱欧和贸易谈判，使得不确定性提升。金融市场在去年底波动加剧，而且金融条件现在对经济增长的支持程度低于去年早些时候。
Clarida (是)	[1] 我对 2019 年的基础展望是经济有所放缓，但仍将保持稳健增长。[2] 数据显示通胀预期处于我认为符合 2%通胀目标范围的下限。
Harker (否)	[1] 我认为今年的经济增长将略高于 2%，在 2020 年的某个时候回到了 2%左右的长期趋势。[2] 我认为今年和明年的通胀将略高于 2%。
Kaplan (否)	[1] 我认为当前存在许多下行风险和不确定性。[2] 国债收益率曲线告诉我未来增长的前景不乐观，这对我来说是一个警示信号，告诉我们最好非常非常小心。

资料来源：Federal Reserve, 兴业研究

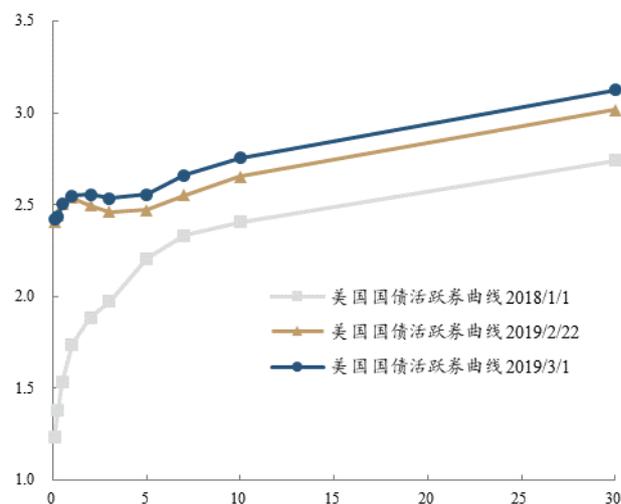
图表 3 三大经济体扩散指数 - 几个时间点的比较

时间点	美国	中国	欧日	全球
2019/3/1	-6.70	7.69	-15.63	-6.33
两周前	-6.20	5.42	-16.35	-7.01
四周前	-5.46	0.87	-14.90	-7.38
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

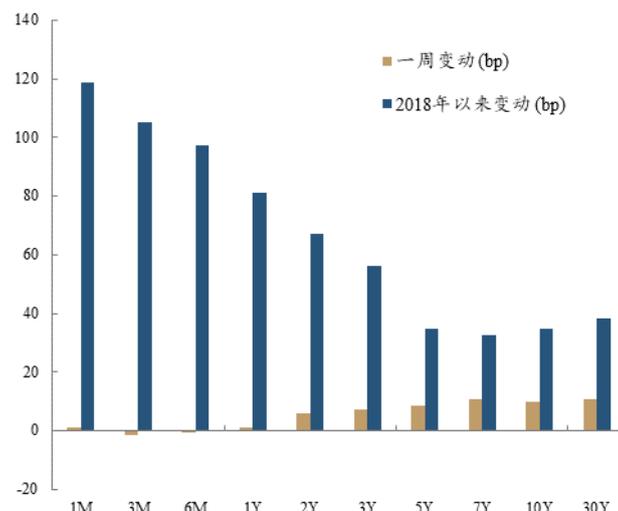
资料来源：Bloomberg, 兴业研究

图表4 美债收益率短端倒挂程度大幅缩小



资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表5 美债中长端收益率上行



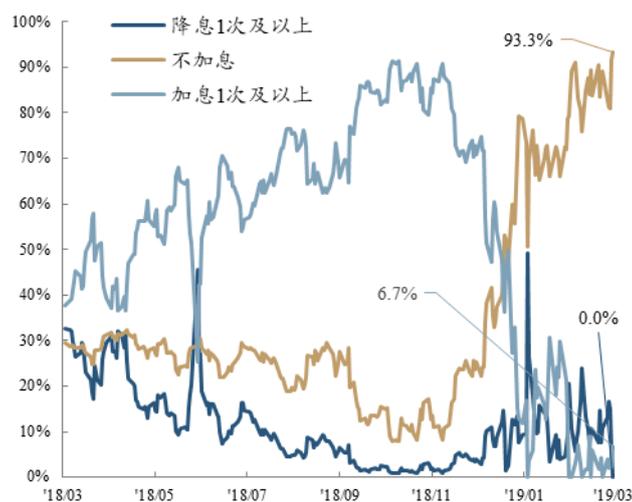
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表6 联邦基金期货隐含6月加息概率



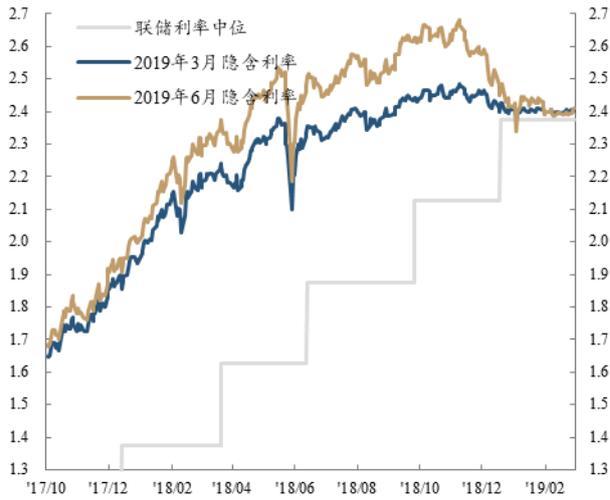
资料来源：CME，兴业研究

图表7 联邦基金期货隐含2019全年加息次数



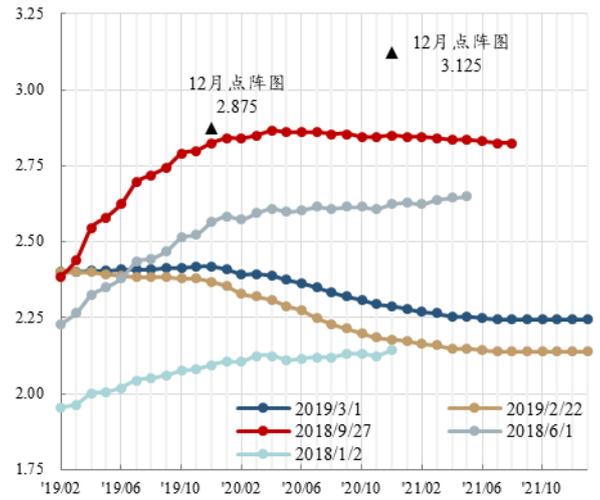
资料来源：CME，兴业研究

图表 8 联邦基金期货隐含 3 月和 6 月利率水平



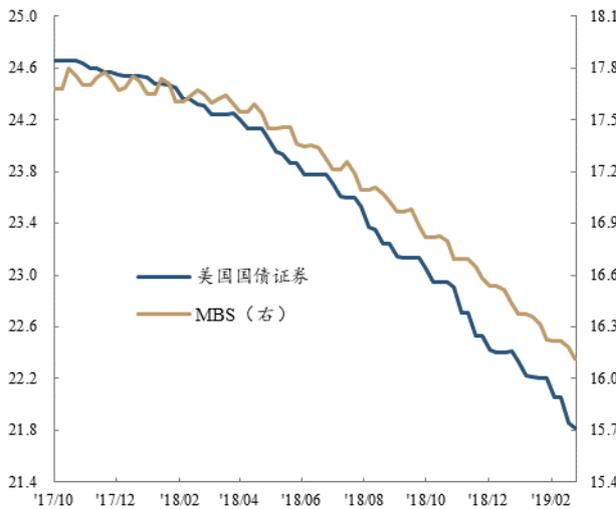
注：联邦基金利率期货的结算价格为当月平均利率
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 9 联邦基金期货隐含利率曲线



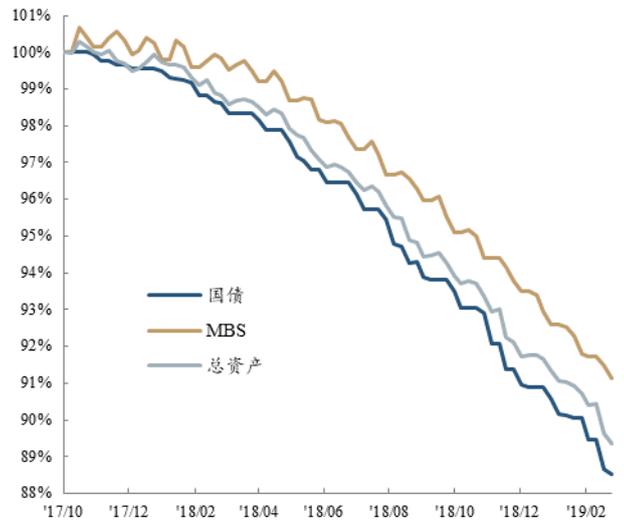
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 10 美联储持有的国债和抵押担保证券



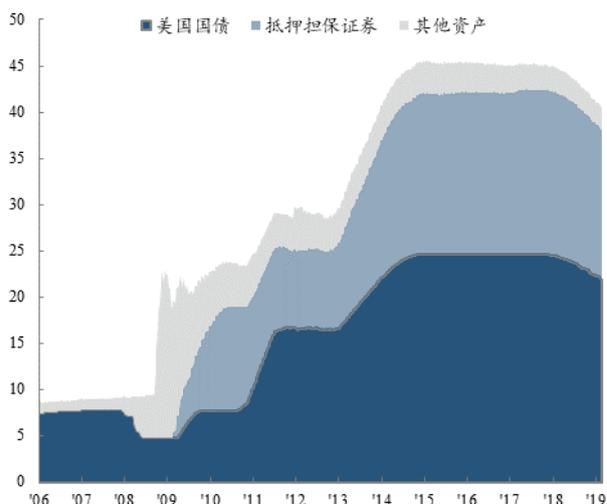
单位：千亿美元
资料来源：Bloomberg，兴业研究

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

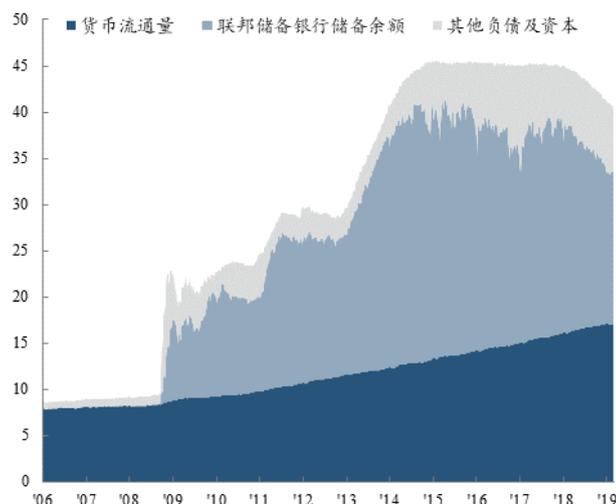
图表 12 美联储资产端主要构成及走势



单位：千亿美元

资料来源：Bloomberg，兴业研究

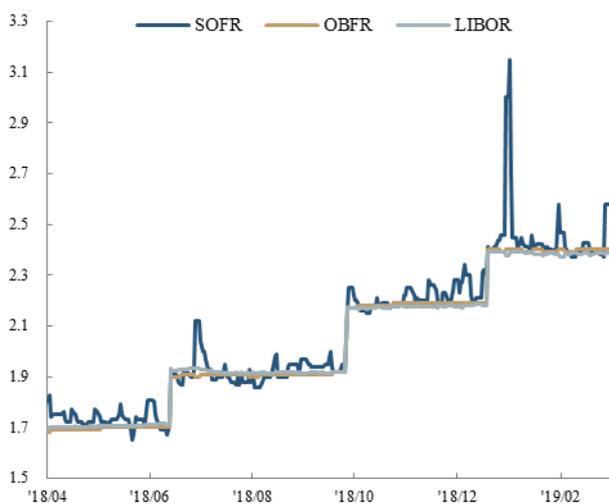
图表 13 美联储负债端主要构成及走势



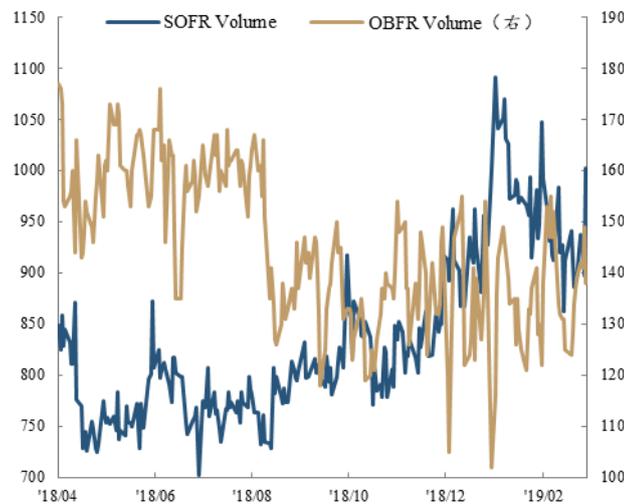
单位：千亿美元

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_13911



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn