

美联储对加息保持耐心，且有望调整缩表进程

——美联储1月议息会议纪要点评

宏观点评

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

北京时间2月21日凌晨，美联储公布1月FOMC会议纪要显示，鉴于经济前景面临的下行风险，美联储将对未来的货币政策行动保持耐心，并多次提到以数据为指导。几乎所有与会者都认为，应当不会太迟公布关于今年晚些时候停止缩减资产负债表规模的计划。

● 美联储对经济下行风险的担忧升温

对于美国未来的经济前景，美联储继续认为，经济活动的持续扩张、强劲的劳动力市场状况和接近美联储2%对称目标的通胀是未来几年最有可能出现的结果。与会者普遍继续预计，2019年实际GDP增长率将从2018年的水平略微下降，接近他们对更长期经济增长的预期。受财政刺激力度的减弱，消费者、企业信心走软，外国经济增长前景下降，以及近几个月来金融环境收紧的影响，部分与会者已略微下调对产出增长的预期。纪要显示，由于近期的经济数据显示美国经济的扩张步伐自去年年底以来有所放缓，与会者同意将最近经济增长动能从“强劲”改为“稳健”。此外，政府政策环境，包括贸易谈判和最近联邦政府部分关门，也被视为造成经济前景不确定性的一个因素。鉴于此，与会者支持此前发布的会议声明中删除经济前景风险描述为“大致平衡”的建议。

受就业市场强劲以及薪资增长的支持，近期的支出数据表现仍然强劲，人们对消费支出大多仍持乐观态度。但2018年以来美国房地产市场持续疲软，这也令与会者表现出对潜在购房者承受能力的担忧。商业固定资产投资的增长较去年较早时有所放缓。由于对全球经济增长放缓的担忧、贸易政策前景不确定性、财政政策刺激力度减弱等因素，企业家对经济前景的乐观程度有所减弱。整体通胀率和核心通胀率维持在2%左右，但油价下跌、海外经济增长和通胀放缓等压低通胀的因素，或将在今年持续对通胀造成影响。劳动力市场状况继续强劲，失业率保持在低位，劳动力参与率上升。

● 美联储加息将保持“耐心”

美联储对措辞的修改，是基于美联储官员对目前经济形势以及前景的评估，采取耐心和灵活的做法是适当的。目前美联储对经济下行风险和不确定性的关注度明显提升，对货币政策行动保持“耐心”，是管理经济前景中各种风险和不确定性的适当步骤。美联储将继续关注经济数据所提供的信息，进而对经济形势及前景做出更好的判断，并由此来指导未来货币政策的行动。

维持联邦基金利率目标区间在现有水平一段时间几乎没有风险，但美联储官员对于今年后期是否加息尚未达成一致。目前的联邦基金利率水平处于中性利率估计区间的低端。但美联储目前对于今年晚些时候对联邦基金利率目标区间进行何种调整尚未有定论。一些美联储官员认为，只有当通胀结果高于他们的基准预期时，加息才是必要的；但也有官员表示，如果经济发展如他们预期的那样，那么在今年晚些时候提高联邦基金利率的目标区间是适当的。甚至有许多与会者指出，如果不确定性减弱，美联储将需要重新评估货币政策的“耐心”特征，并可能修改相关的措辞。

1月FOMC会议纪要基本符合市场预期，没有造成太大的恐慌情绪。纪要公布后，美国三大股指均出现震荡，先下跌后上涨，之后又转跌；美国国债收益率走高；美元指数短线上涨约25点，一定程度上是由于纪要体现出美联储官员对于加息的态度并没有想象中的那么鸽派，如果经济条件达到美联储加息门槛，仍可能实施加息。

● 年内有望调整缩表进程

对于未来缩表进程，美联储官员均持一致态度。几乎所有与会者都认为，应当不会太迟公布关于今年晚些时候停止缩减资产负债表规模的计划。这样的声明将为美联储资产负债表规模正常化的进程提供更多确定性，也将有助于缓解缩表进程可能对金融市场造成的影响。美联储缩表已经顺利进行了一年多，没有对金融市场产生重大影响。与会者指出，逐步减持资产的消息早已宣布，联邦基金利率仍是委员会调整政策立场的主要工具。虽然联邦基金利率的目标范围是美联储调整政策立场的主要手段，但资产负债表正常化进程应以支持实现美联储最大限度就业和稳定物价的双重任务目标的方式进行。

2019年就停止缩表的话，美联储资产保留的规模应该会比以前预计的更大。许多与会者认为，若真如此，那么让美联储的平均准备金水平进一步非常缓慢地下降，可能是合适的。他们表示，这一过程将使美联储能够缓慢地达到有效的储备水平，同时保持对短期利率的良好控制，而不需要更频繁地进行公开市场操作。但也有一些参与者对此持反对意见，认为允许储备水平在缩表结束后继续下降的成本可能会超过其好处。

最后，鉴于美联储长期以来主要持有美国国债的计划，在缩表结束后，对其资产构成进行调整，将大部分机构按揭证券的本金支付用于再投资美国国债或许是适当的。

美联储在1月FOMC会议纪要中释放出关于缩表计划“放缓”的信号，加上美联储加息进程放缓的预期，将对全球资本市场造成重大影响。美联储货币政策正常化或接近尾声，美元流动性紧张现象将有所缓解，对全球市场特别是新兴市场而言将是利好。对于中国来说，随着美国紧缩货币政策的弱化，中国与美国货币政策的分化缩小，将有助于缓解人民币贬值压力，中国货币政策进一步宽松的空间将有所打开。

● 风险提示：美联储货币政策超预期

相关报告

宏观报告：2019年美联储加息可能强于预期

2018-12-20

宏观报告：美联储如期加息，并上调经济增速预期

2018-09-27

宏观报告：日本央行维持货币宽松，但扩大国债收益率波动范围

2018-08-01

宏观报告：缩表或给美联储利率调控带来挑战

2018-06-26

宏观报告：世界经济分化，美欧央行一鹰一鸽

2018-06-15

宏观报告：美联储加息且声明偏鹰，出于稳增长中国央行暂不跟进

2018-06-14

宏观报告：意大利债市危机的前因后果

2018-05-30

宏观报告：美联储预计六月继续渐进加息，政府进一步放松金融监管

2018-05-24

宏观报告：中美经济周期分化，人民币何处从？

2018-05-22

宏观报告：新兴市场为何出现货币危机？

2018-05-21

大宗商品：中东局势不稳，原油价格上涨

2018-05-14

宏观报告：通货膨胀接近目标，美联储加息延续

2018-05-04

宏观报告：美债收益率走高的成因、趋势及影响

2018-05-02

目 录

1、 美联储对经济下行风险的担忧升温.....	3
2、 美联储加息将保持“耐心”.....	3
3、 年内有望调整缩表进程.....	4

图表目录

图 1: CME FedWatch Tool 美联储加息概率.....	4
图 2: 美联储持有国债和 MBS 规模 (百万美元).....	5

北京时间2月21日凌晨,美联储公布1月FOMC会议纪要。美联储官员表示,鉴于经济前景面临的下行风险,美联储将对未来的货币政策行动保持耐心,并多次提到以数据为指导。此外,几乎所有与会者都认为,应当不会太迟公布关于今年晚些时候停止缩减资产负债表规模的计划。

1、 美联储对经济下行风险的担忧升温

对于美国未来的经济前景,美联储继续认为,经济活动的持续扩张(sustained expansion)、强劲(strong)的劳动力市场状况和接近美联储2%对称目标的通胀是未来几年最有可能出现的结果。与会者普遍继续预计,2019年实际GDP增长率将从2018年的水平略微下降,接近他们对更长期经济增长的预期。受财政刺激力度的减弱,消费者、企业信心走软,外国经济增长前景下降,以及近几个月来金融环境收紧的影响,部分与会者已略微下调对产出增长的预期。纪要显示,由于近期的经济数据显示美国经济的扩张步伐自去年年底以来有所放缓,与会者同意将最近经济增长动能从“强劲”改为“稳健”。此外,政府政策环境,包括贸易谈判和最近联邦政府部分关门,也被视为造成经济前景不确定性的一个因素。鉴于此,与会者支持此前发布的会议声明中删除经济前景风险描述为“大致平衡”的建议。

在家庭部门方面,受就业市场强劲以及薪资增长的支持,近期的支出数据表现仍然强劲(strong),人们对消费支出大多仍持乐观态度。但需要注意到,最新公布的零售销售环比增速超预期下滑,虽然该数据或是受到政府停摆、统计误差的影响,但不能忽视该数据可能反应的问题。此外,2018年以来美国房地产市场持续疲软,这也令与会者表现出对潜在购房者承受能力的担忧。

在固定资产投资方面,商业固定资产投资的增长较去年较早时有所放缓。一些与会者强调,近期对企业信心的调查显示,企业家对经济前景的乐观程度有所减弱。对经济前景的担忧主要原因在于,对全球经济增长放缓的担忧、贸易政策前景不确定性、财政政策刺激力度减弱等等。上述因素已在一定程度上导致制造业部门推迟资本支出,而最近石油价格的下跌也抑制能源部门的资本支出计划。

在通胀方面,整体通胀率和核心通胀率维持在2%左右。与会者继续认为,未来通胀前景仍将保持在接近2%对称目标水平。但油价下跌、海外经济增长和通胀放缓等压低通胀的因素,或将在今年持续对通胀造成影响。此外,许多与会者表示,尽管劳动力市场状况不断改善,一些行业的投入成本不断上升,但通胀上行压力似乎比去年要小。

在劳动力市场方面,劳动力市场状况继续强劲。近期公布的非农就业报告对就业增长的预估强劲,失业率保持在低位,劳动力参与率上升。受劳动力市场状况趋紧的推动,薪资增长正在加快。与会者表示,持续稳定的生产率增长是支持实际工资长期上涨的关键因素。

2、 美联储加息将保持“耐心”

在1月底发布的FOMC会议声明中,美联储对前瞻性指引的措辞进行修改,删除“联邦基金利率目标区间的进一步渐进上调”的措辞;并表示,由于“全球经济和金融形势的发展以及通胀压力的减弱”,美联储将“在决定未来对联邦基金利率目标区间的调整是否合适时保持耐心”。在今天公布的FOMC声明中,给出了更多关于美联储保持“耐心”的细节讨论。

首先,美联储对措辞的修改,是基于美联储官员对目前经济形势以及前景的评

估。目前美联储对经济下行风险和不确定性的关注度明显提升，对货币政策行动保持“耐心”，是管理经济前景中各种风险和不确定性的适当步骤。美联储将继续关注经济数据所提供的信息，进而对经济形势及前景做出更好的判断，并由此来指导未来货币政策的行动。美联储将继续通过未来的数据来判断下述问题，包括但不限于企业和消费者信心的轨迹、近期通胀的疲软是否会持续，以及金融环境收紧对总需求的影响等等。

其次，目前采取耐心和灵活的做法 (patient and flexible approach) 是适当的。“耐心”的做法能够让政策制定者有机会判断，货币政策调整对经济活动和通胀的影响。此外，“耐心”的姿态将为国际贸易政策形势和全球经济状况提供时间，特别是可以让政策制定者对欧洲和中国经济放缓的程度和持续时间做出更好的判断。

最后，维持联邦基金利率目标区间在现有水平一段时间几乎没有风险，但美联储官员对于今年后期是否加息尚未达成一致。目前的联邦基金利率水平处于中性利率估计区间的低端，并且现阶段通胀压力减弱，资产估值也没有几个月前那么高 (less stretched)。但美联储目前对于今年晚些时候对联邦基金利率目标区间进行何种调整尚未有定论。一些美联储官员认为，只有当 (only if) 通胀结果高于他们的基准预期时，加息才是必要的；但也有官员表示，如果经济发展如他们预期的那样，那么在晚些时候提高联邦基金利率的目标区间是适当的。甚至有许多与会者指出，如果不确定性减弱，美联储将需要重新评估货币政策的“耐心”特征，并可能修改相关的措辞。

1月FOMC会议纪要基本符合市场预期，没有造成太大的恐慌情绪。纪要公布后，美国三大股指均出现震荡，先下跌后上涨，之后又转跌；美国国债收益率走高，十年期美债收益率一度突破2.65%；美元指数短线上涨约25点，一定程度上是由于纪要体现出美联储官员对于加息的态度并没有想象中的那么鸽派，如果经济条件达到美联储加息门槛，仍可能实施加息。

根据CME美联储观察工具显示，截至2月21日，美联储今年3月维持利率在2.25%-2.5%区间的概率为96.1%，加息和降息的概率分别为3.9%和0%；今年6月维持利率在该区间的概率为91.3%，加息和降息的概率分别为3.7%和5.0%。

图1: CME FedWatch Tool 美联储加息概率

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES																							
	0-25	25-50	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2019/3/20								0.0%	0.0%	96.1%	3.9%	0.0%												
2019/5/1						0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	94.3%	3.8%	0.0%	0.0%											
2019/6/19				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.0%	91.3%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%									
2019/7/31		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.9%	89.5%	5.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
2019/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.9%	89.5%	5.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
2019/10/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.9%	89.5%	5.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2019/12/11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.6%	85.8%	5.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2020/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	15.5%	78.6%	4.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，新时代证券研究所

3、年内有望调整缩表进程

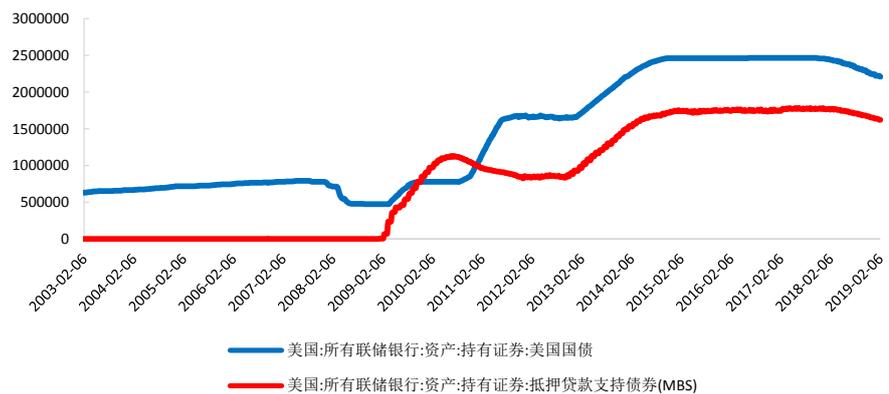
在会议纪要公布前的一周内，包括美联储理事 Lael Brainard、纽约联储主席 John Williams、克利夫兰联储主席 Mester 在内的多位美联储高官在发言中都暗示缩表终点将近，也令市场对美联储对缩表以及未来缩减资产负债表计划的进程十分关注。而今日公布的1月FOMC会议纪要为缩表的相关问题提供更为细节的信息。

首先,对于未来缩表进程,美联储官员均持一致态度。几乎所有与会者(Almost all participants)都认为,应当不会太迟(desirable to announce before too long)公布关于今年晚些时候停止缩减资产负债表规模的计划。这样的声明将为美联储资产负债表规模正常化的进程提供更多确定性,也将有助于缓解缩表进程可能对金融市场造成的影响。

其次,美联储正在进行的资产减持已经顺利进行了一年多,没有对金融市场产生重大影响。对于市场提出的资产负债表正常化的过程可能正在影响金融市场这一问题,与会者指出,逐步减持资产的消息早已宣布,而且联邦基金利率仍是委员会调整政策立场的主要工具。虽然联邦基金利率的目标范围是美联储调整政策立场的主要手段,但资产负债表正常化进程应以支持实现美联储最大限度就业和稳定物价的双重任务目标的方式进行。

再次,2019年就停止缩表的话,美联储资产保留的规模应该会比以前预计的更大。绝大多数与会者(substantial majority)预计,当缩表结束时,美联储的储备规模可能会略高于有效实施货币政策所需的水平。目前美联储的缩表进度慢于缩表计划,截至2019年2月初,美联储持有的国债、MBS分别较缩表前减少2597亿美元、1464亿美元,远低于原计划的3000亿美元、2000亿美元。如果年内停止缩表,那么美联储保留资产的规模将高于此前的预期。

图2: 美联储持有国债和MBS规模(百万美元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

许多与会者认为,如果在缩表结束后,美联储保留资产的规模高于此前的预期,那么让美联储的平均准备金水平进一步非常缓慢地下降,可能是合适的。他们表示,这一过程将使美联储能够缓慢地达到有效的储备水平,同时保持对短期利率的良好控制,而不需要更频繁地进行公开市场操作。但也有一些参与者对此持反对意见,认为允许储备水平在缩表结束后继续下降的成本(比如短期利率过度波动的风险)可能会超过其好处。

最后,鉴于美联储长期以来主要持有美国国债的计划,在缩表结束后,将大部分机构按揭证券的本金支付用于再投资美国国债或许是适当的。即在美联储停止缩表后,将会对其资产构成进行调整,尽量减少MBS持有,以达到主要持有的资产为美国国债的目标。

美联储在1月FOMC会议纪要中释放出关于缩表计划“放缓”的信号,加上美联储加息进程放缓的预期,将对全球资本市场造成重大影响。美联储货币政策正常化或接近尾声,美元流动性紧张现象将有所缓解,对全球市场特别是新兴市场而言将是利好(资本外流压力有望缓解)。对于中国来说,随着美国紧缩货币政策的

弱化，中国与美国货币政策的分化缩小，将有助于缓解人民币贬值压力，中国货币政策进一步宽松的空间将有所打开。

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_14109

