



2月海外宏观动态点评

美联储耐心加息，今年有望结束缩表

美联储公布1月议息会议纪要，释放今年结束缩表信号，加息仍需考量市场动向和经济前景。纪要公布后，美股剧烈震荡。美国国债规模已超22万亿，利息支出占比也显著上升。特朗普或会寻求提高或继续暂停债务上限，若两党未就此达成一致，财政支出规模将自动削减1,250亿美元。美联储减少美债购买，资产负债表规模已经降至4.028万亿美元。海外持有者抛售美债创最高单月纪录，因经济下行预期、避险情绪和货币政策鸽派，美债预计仍会受到投资者青睐。

- 美联储公布会议纪要，支持今年停止缩表计划，加息并未确定，考虑到油价、金融市场等因素，加息概率下滑。纪要公布后，美股三大股指回吐涨幅后再度上涨，后又悉数转跌。
- 今年下半年终止缩表而减慢准备金下降或为美联储选项。美国国债规模已超过22万亿美元，利息开支占GDP和政府预算比重不断上升。
- 特朗普或会寻求提高或继续暂停债务上限。若两党就此问题无法达成协议，则军队和公务员受财政开支自动削减影响最大。
- 美联储减少购买美债，美联储的资产负债表规模已经降至4.028万亿美元，但缩减规模仍未确定。
- 去年12月，海外持有者抛售美国国债创最高单月抛售记录。鸽派发言和避险需求压低美债收益率至2.8%下方，预计未来将下行至2.3-2.5%附近。
- 风险提示：美经济增长超预期，加息超预期，美债收益率下行不及预期。

相关研究报告

《2月海外宏观动态点评：美国CPI走低，加息尾声推升债牛》20190214

《2月海外宏观动态点评：美联储鸽派措辞，非农虽高但经济前景不佳》20190202

《1月海外宏观动态点评：美国12月CPI下滑，不及前值》20190113

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略

钱思韵

(8621) 20328516

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

朱启兵

(8610) 66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

美联储耐心加息，今年有望结束缩表

当地时间2月20日，美联储公布会议纪要，谈了加息和缩表事宜。会议纪要显示，上月末的会议上，美联储官员认为，面对多种经济前景的风险，货币政策的行动应该有耐心，几乎全体一致支持今年公布停止缩减资产负债表规模的计划，释放了今年有望结束缩表的信号。

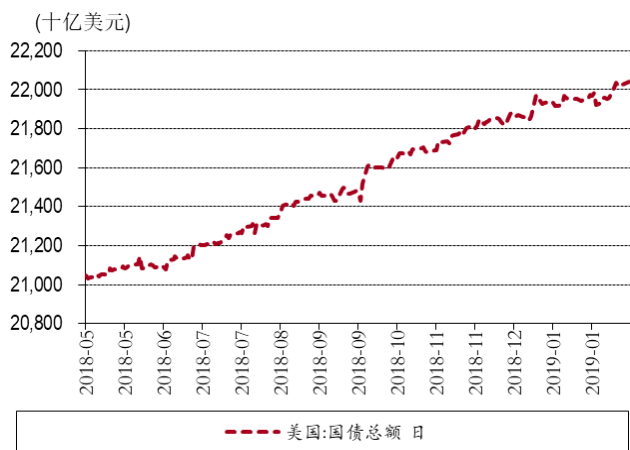
纪要公布后，美东时间20日周三盘中，美股剧烈震荡，三大股指先回吐涨幅，后再度上涨，后又悉数转跌。道指一度涨超80点，纳指涨0.18%，标普涨0.3%，后道指跌超30点，纳指跌超0.3%，标普跌逾0.1%。

我们认为，

1. 官员们并不确定今年有无可能加息，有些人认为，若经济形势符合预期，可能有必要继续加息。官员们担忧去年末的金融市场动荡，强调要监控市场动向及其对经济前景的影响。与会联储官员认为，在继续衡量多种增长不利因素时，“耐心”的加息态度将是谨慎的。美联储提到的考量包括通胀疲软、美国政府关门和财政政策路径，还有联储收紧货币以及中美贸易磋商的影响。我们维持今年加息0-2次的判断，而油价近期震荡走强或会使得CPI温和上涨，但金融市场的考量被纳入后，**加息的概率进一步下滑。**
2. 纪要提到：“最近一些调查和一些迹象预示，今年晚些时候，准备金可能开始接近高效（实行货币政策）的水平。基于这种背景，联储工作人员展示了通过在今年下半年某个时候终止缩表而大幅减慢准备金下降的一些选项。”当地时间2月11日，**美国国债规模超过22万亿美元**，占全球债务的9%。而美国2018年的GDP才20.51万亿美元，其中，自特朗普上任以来，美债增长了2万亿美元。2017年底的减税法案，使得美国联邦政府的收入大为减少，只能更多依靠发债来维持预算。我们在此前指出，美国财政陷入税收、支出和债务的三角困局中，因税收收入减少和财政支出扩大，使得美国政府不得不依靠多发债来支撑入不敷出的局面。利息总额不仅显著增加，而且占政府预算和GDP的比重也在不断上升。据估计，到2030年，用于支付国债利息的开支将占到美国GDP的3%，到本世纪中叶，这一数值会攀升至7%左右。
3. 我们预计在今年3月15日暂停债务上限到期后，**特朗普或会寻求提高或继续暂停债务上限**。这也将是美国国会两党接下来争论的重点之一。如果两党无法达成协议，那么在2020财年，财政支出规模将自动削减1,250亿美元，比2019财年减少10%。如今的财政支出中最大比重是国防军费，达7,000亿美元。如果削减支出规模，则军队和公务员队伍将会受到影响最大。
4. 在美国国债规模不断扩大的同时，**美联储却在减少购买美债，以缩减危机时期积累的4万亿美元债券**。截至2月13日当周，美联储的资产负债表规模已经降至4.028万亿美元，为2014年1月8日以来的最低水平。美联储在2017年10月开始缩减资产负债表，但尚未确定应该缩小到何种规模。美联储理事布雷纳德表示，缩减目前为4万亿美元的资产负债表规模的行动“应在今年稍晚结束”。美联储目前每月的缩表规模低于500亿美元的上限。**如今若结束缩表，则对市场又是一剂强心剂。**
5. 去年12月，海外持有者抛售美国国债773.5亿美元，是11月的5.8倍多，创1978年1月有记录以来最高单月抛售纪录，我们认为主要是因为国际资本撤出美国所致，但随后的鸽派发言和避险需求又使得资金流入美债，**美债重回2.8%下方**。现在美国十年期国债收益率在2.66%附近震荡，我们预计随着美国货币政策鸽派预期的加强，未来或会下行至2.3-2.5%附近。**因经济下行预期、避险情绪和货币政策鸽派，美债预计仍会受到投资者青睐。**

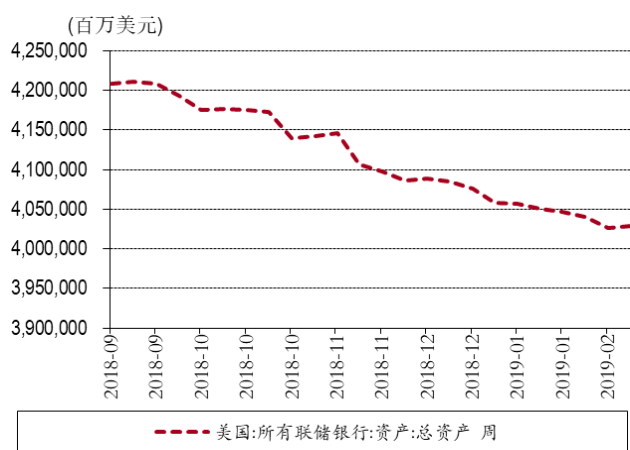
风险提示：美国经济增长超预期，加息超预期，美债收益率下行不及预期。

图表 1. 美国国债总额



资料来源: 万得数据及中银国际证券

图表 2. 美联储资产负债表规模



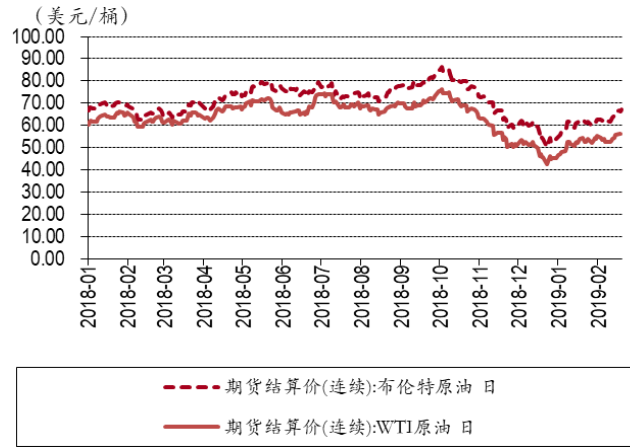
资料来源: 万得数据及中银国际证券

图表 3. 美国十年期国债收益率



资料来源: 万得数据及中银国际证券

图表 4. 原油价格



资料来源: 万得数据及中银国际证券



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_14116

