

风险资产全面强势

摘要

- 两个重大消息提振全球风险资产价格。第一是中美贸易谈判传出良好进展，特朗普考虑延长3月1日的期限。第二是特朗普正式签署预算法案，政府不再面临关门危机。我们追踪的动量模型显示全球权益市场（除日本）已经全部处于强势，同时美债收益率曲线整体上移，1-5年期倒挂程度减轻。
- 如果说风险事件升温是导致联储去年12月开始转鸽的主要原因，那当前来看，随着这些风险事件逐一解决，不能排除联储会再度偏向鹰派的可能性，至少不会比当前市场预期（联邦基金期货市场预期今年不再加息，明年开始降息）的还要鸽派。
- 联储官员开始更加密集的探讨调整缩表政策。克里夫兰 Mester 表示将在未来的几次会议上完成缩表的最终计划，联储理事 Brainard 更直接表明联储或许应该于下半年结束缩表。下周联储将公布1月例会会议纪要，同时将有3位官员参与“资产负债表展望”圆桌论坛，值得重点关注。我们预期联储同时停止加息和停止缩表的可能性较低，因为这使得金融市场过热的风险提高。

兴业研究海外研究团队
联储观察第45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

风险资产全面强势

两个重大消息提振全球风险资产价格。第一是中美贸易谈判传出良好进展，本周将于美国华盛顿举行继续磋商。特朗普表示，若是谈判顺利，可以考虑延长3月1日的期限。第二是特朗普正式签署预算法案，10月前（新的财政年度）政府不再面临关门危机，但“紧急状态”的实施将会受到民主党的挑战。我们追踪的动量模型显示全球权益市场（除日本）已经全部处于强势，同时美债收益率曲线整体上移，10年期收益率上升到2.66%，1-5年期倒挂程度减轻（剩下4.5bp）。

如果说风险事件升温是导致联储去年12月开始转鸽的主要原因，那当前来看，随着这些风险事件逐一解决，不能排除联储会再度偏向鹰派的可能性，至少不会比当前市场预期（联邦基金期货市场预期今年不再加息，明年开始降息）的还要鸽派。新任联储理事Bowman上周首次发表公开谈话，表示目前的货币政策立场符合当前经济的走势。换句话说，她的立场和大部分联储官员相同，属于中性“耐心加息”派。目前来看，2019年10位投票委员中共有8位中性派；也就是说，若是当前影响全球经济的问题都得以顺利解决（目前来看政府关门已解决、中美之间有望延长提高关税的期限），联储官员仍有再度提高利率预期的可能性。

联储官员开始更加密集的探讨调整缩表政策。克里夫兰联储主席Mester表示联储将在未来的几次会议上完成缩表的最终计划。联储理事Brainard更直接表明联储或许应该于今年下半年结束缩表；她主要负责维持金融体系的健全，因此可能是从稳定性的角度出发，赞成保持较多的超额准备金，以预防银行风险资产价格波动导致的系统性风险。下周联储将公布1月例会会议纪要，同时将有3位官员（联储理事Quarles、圣路易联储主席Bullard和费城联储主席Harker）参与“资产负债表展望”圆桌论坛，值得重点关注缩表计划是否会出现转向。如我们在年初的《联储观察第40期》报告所言，我们预期联储同时停止加息和停止缩表的可能性较低，因为这使得金融市场过热的风险提高。除非经济数据出现重大问题，否则联储应该不会考虑这种选项；而美国当前经济增长仍然高于长期潜在增速，若是联储态度180度大转变，那就是完全屈服于市场了。

美国1月核心CPI维持2.2%的增长；去年12月零售销售同比增长仅2.3%，较11月的4.1%显著下滑；1月工业生产指数同比增长3.8%，也是较去年12月增速下滑0.3个百分点。这是否代表美国经济增长是否出现疲态？我们的看法是否定的，因为2018年财政扩张的效应逐渐退散，经济数据增速放缓十分正常，当前市场预期仍过于鸽派了。目前能确定的是联储3月不会加息，但未来9-12个月，随着中国宽信用逐渐传导到实体经济，新兴市场有望恢复活力。欧洲日本是当前全球经济最弱的一环，但若是真如欧央行真如理事Coeure所说正在讨论是否需要实施新一轮QE，全球经济回稳也可能提高美国的利率预期。

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	2019/01/10: 对于货币政策, 我们会耐心的观察、等待经济的发展。今年没有预设的利率途径, 也没有所谓的计划。
联储副主席	Richard H. Clarida (是)	中性	2019/01/14: 我认为我们今年可以非常有耐心的评估适当的政策。
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)	偏鹰	2018/10/18: 目前逐渐移除宽松的政策是较为合适的。
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	2019/01/18: 我们需要的是谨慎、耐心和良好的判断。依赖数据比过去更加重要。
St. Louis	James Bullard (是)	偏鸽	2019/02/07: 我不认为我们还需要进一步调高利率。
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	2019/02/13: 我认为, 2019 年加息和 2020 年加息分别加息 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	2019/02/05: 我认为在经济前景和金融条件的若干不确定因素更加明确之前, 我们不应对政策利率采取进一步行动。
Cleveland	Loretta J. Mester (否/2021)	中性	2019/02/04: 在进一步调整利率之前, 我们有足够的机会继续收集信息并重新评估经济风险。
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	2019/02/13: 联储应该继续观望, 并且避免在货币政策上过快行动。
San Francisco	Mary C. Daly (否/2021)	偏鹰	2018/11/12: 在联储目标基本达成的情况下, 确实需要逐步实现货币政策正常化。

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
Brainard (是)	[1] 我认为今天我们处在一个好的状态。我很乐意等待。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。[2] 我认为缩表大概会在今年晚些时候结束, 我们希望保持充足的储备金。我们已经从市场中了解一些关于储备需求的预期, 而我希望在此基础上增加充分的缓冲来避免波动。

Bowman (是)	通胀接近我们的目标，我对目前的货币政策立场感到满意。
Harker (否)	我继续处于观望的模式，我认为耐心是一种美德。我认为，2019 年加息和 2020 年加息分别加息 1 次是合适的。
Mester (否)	(关于缩表) 我们正在完成未来的策略，之后我们将公布具体的计划。我不认为缩表对商业银行放贷的决定造成明显的影响，但他们对储备的需求的确是高于危机前的。
Bostic (否)	联储应该继续观望，并且避免在货币政策上过快行动。
联储委员	经济/金融环境/风险/就业/通胀
Powell (是)	我们并不认为经济衰退的可能性很高。当前国家层面的数据表明经济仍十分强劲。
Brainard (是)	早在去年十二月，我已经注意到经济的逆风正在增加，且顺风正在消失。我认为如今更是如此。
Bowman (是)	我们的经济处于一个好的状态。我们继续看到强劲的就就业数据和稳健的薪资增长。
George (是)	经济状况良好，通胀没有上升，虽然在低失业率和以服务业为基础的经济扩张的环境中，追踪通胀的走势是较为困难的。
Harker (否)	[1] 我认为今年的经济增长率将略高于 2%，并在 2020 年的某个时候恢复到 2%左右的长期趋势水平。家庭部门支出将继续保持强劲、可持续的步伐增长。但另一方面，企业联系人表示不确定性增加，信心下降，加上金融条件趋紧，投资前景并不像去年那么乐观。当然目前的展望不是非常悲观的，但不确定性确实造成了影响。[2] 我认为今年和明年的通胀将略高于 2%。我们当前没有看到明显上行的通胀压力，反而是略微下行的。如果后续发生变化，我将根据数据改变我的观点。
Mester (否)	[1] 没有证据表明存在强大的通胀上升压力，但确实有证据表明经济增速正在放缓。这个组合表明我们有充足时间和机会了解经济走势的发展，再做出决定。[2] 工资正在增长，劳动力全面稀缺，但通胀压力并没有显著上升。[3] 经济衰退不在我的预测中。
Bostic (否)	我不认为美国经济的表现会像 2018 年那样强劲。此外，中国和欧洲的经济增长放缓的程度显著。

资料来源：Federal Reserve，兴业研究

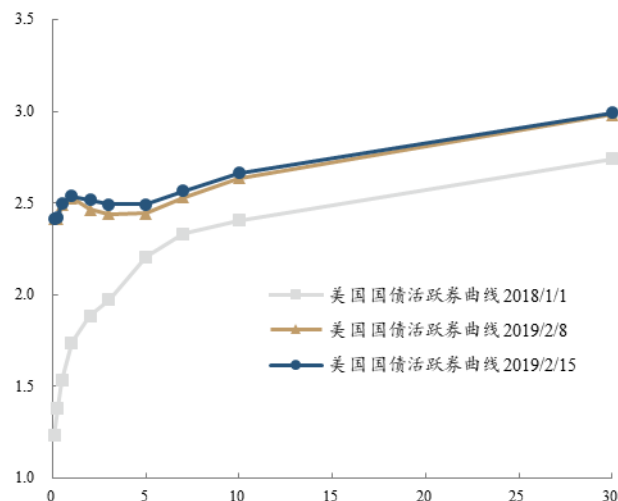
图表 3 三大经济体扩散指数 - 几个时间点的比较

时间点	美国	中国	欧日	全球
2019/2/15	-6.20	5.42	-16.35	-7.01
两周前	-5.46	0.87	-14.90	-7.38
四周前	-3.85	-4.02	-15.99	-8.46
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

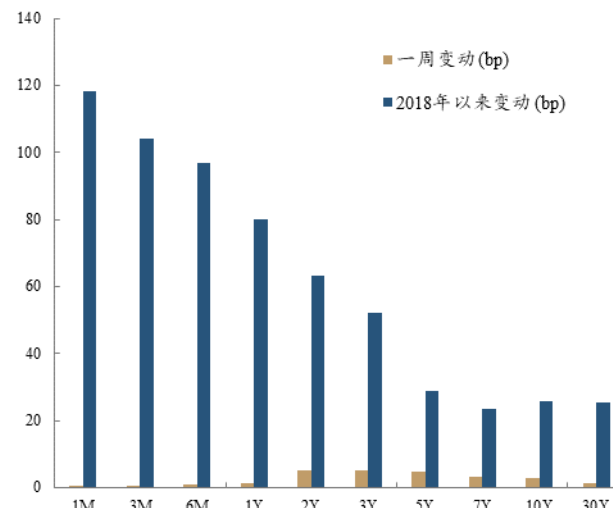
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表4 美债收益率中短端倒挂程度较小



资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表5 美债中长端收益率上升



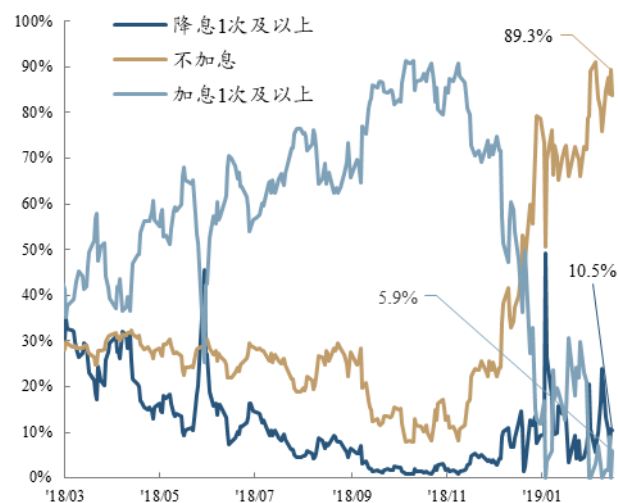
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表6 联邦基金期货隐含3月加息概率



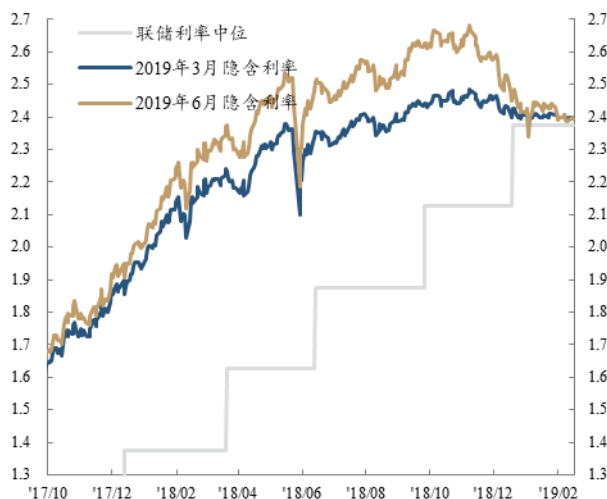
资料来源：CME，兴业研究

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

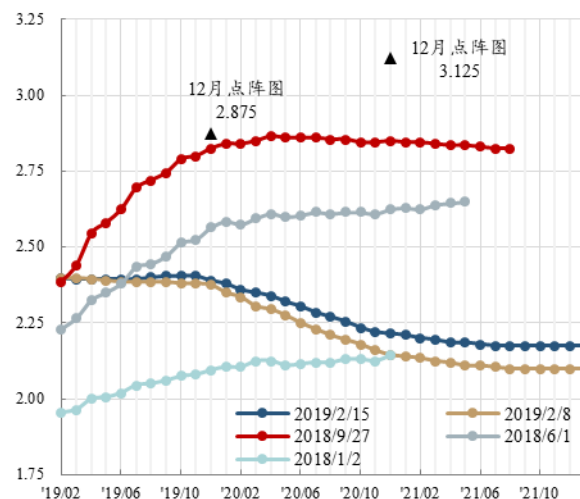
图表 8 联邦基金期货隐含 3 月和 6 月利率水平



注：联邦基金利率期货的结算价格为当月平均利率

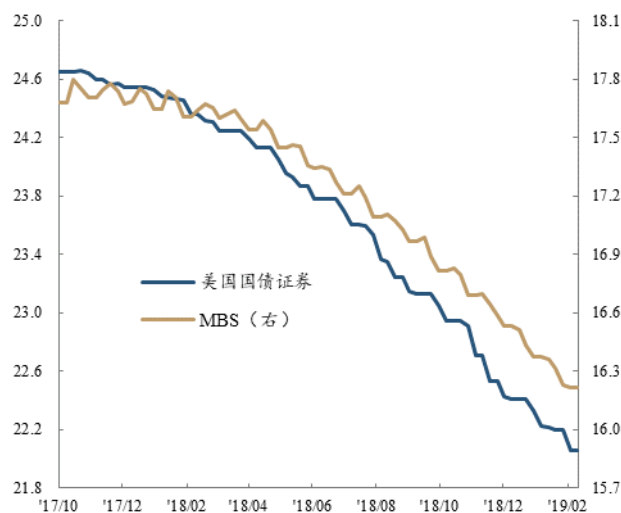
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 9 联邦基金期货隐含利率曲线



资料来源：Bloomberg，兴业研究

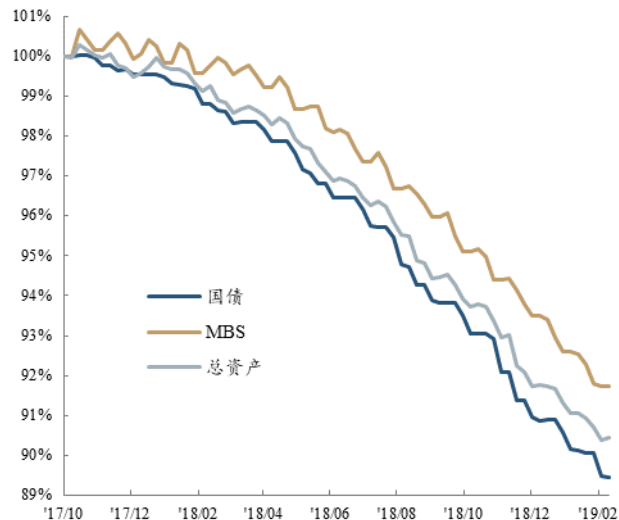
图表 10 美联储持有的国债和抵押担保证券



单位：千亿美元

资料来源：Bloomberg，兴业研究

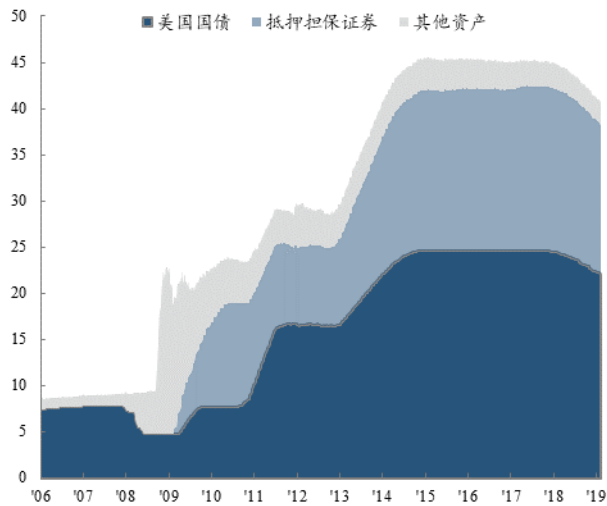
图表 11 美联储缩表比例



注：对比时间点为 2017 年 10 月 4 日

资料来源：Bloomberg，兴业研究

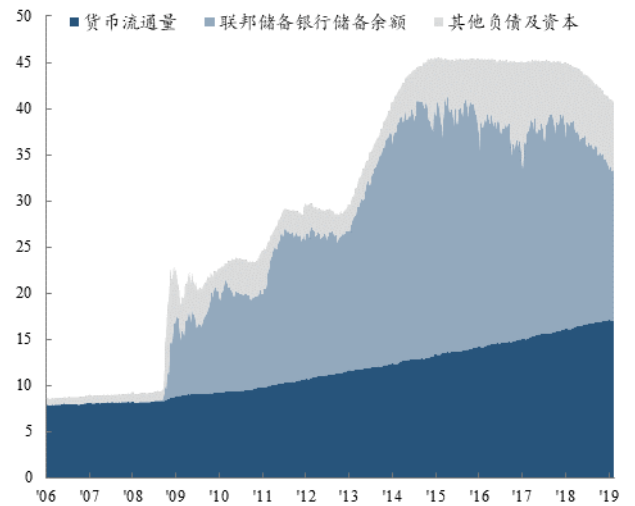
图表 12 美联储资产端主要构成及走势



单位：千亿美元

资料来源：Bloomberg，兴业研究

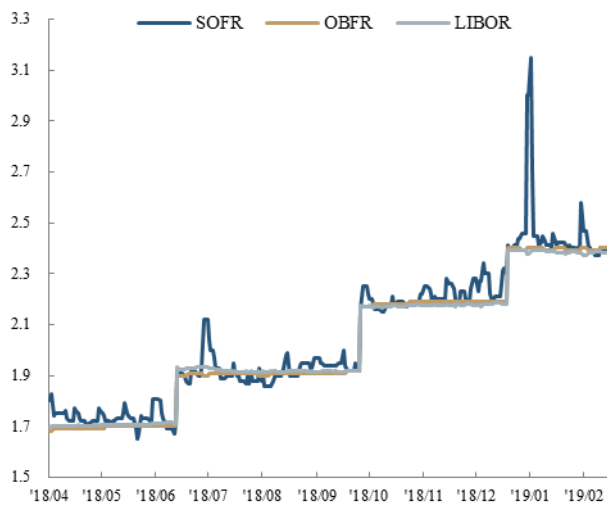
图表 13 美联储负债端主要构成及走势



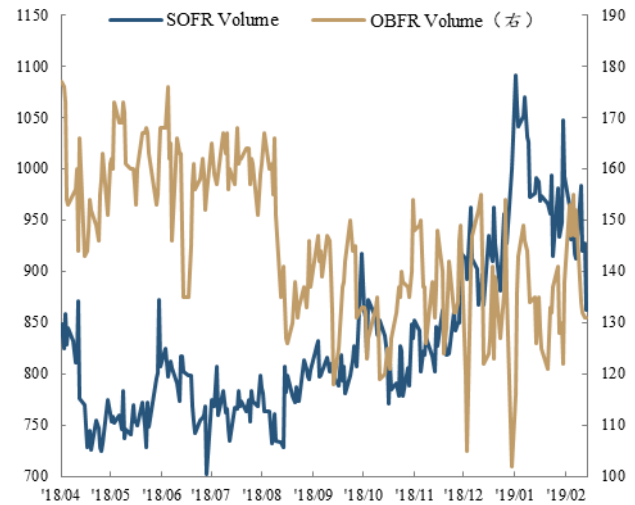
单位：千亿美元

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_14134

