

宏观研究/专题研究

2019年02月10日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 美国贸易“三巨头”的貌合神离》
2019.01
- 2 《宏观: 联储预计按兵不动, 中美谈判认知
或仍存差距》2019.01
- 3 《宏观: 信用释放的困境与解决》2019.01

14日中美经贸谈判重启, 海外风险事件频发

海外经济与大类资产深度观察第2期 20190128-20190210

上周大类资产表现回顾: 欧美股市涨跌互现, 国债收益率集体下行

美国三大股指小幅上行, 震荡为主, 其中道指和纳指均连涨七周。短期反弹并非反转, 现阶段的反弹是对前期负面因素叠加导致过度悲观预期的修正, VIX 指数的快速回落凸显当前市场可能偏乐观, 谨防风险事件冲击造成损失。主要发达国家长端国债收益率集体下行。欧元区经济数据不及预期, 经济增长前景及通胀预期下调导致欧元兑美元录得4个月来最大周度跌幅, 叠加避险情绪推升美元走强, 受强美元影响黄金和石油价格因此小幅回落。我们认为, 结合美元长周期趋弱和防风险视角, 黄金仍有配置机会, 同时各国央行积极增持黄金储备也有助于推升金价。

14日中美经贸商谈于北京继续进行, 中美领导人3月前面谈几无可能

美国想要的主要有三个点: 1) 缩减贸易逆差; 2) 结构性改革, 尤其是在知识产权保护 and 改革开放方面; 3) 美国要求定期评估中国贸易和改革进展。我们认为, 中美谈判的症结在于结构性改革, 由于分歧较大双方较难达成一致, 我们预计中美谈判周期将会拉长, 中美贸易谈判可能在较长时间内处于胶着状态。莱特希泽与姆努钦将于14及15日在北京继续和中方进行经贸商谈。但据彭博报道, 特朗普表示不会在3月1日前会见习主席。我们认为, 两国领导人会晤对推进中美经贸谈判有重要指引。而谈判期内“习特会”未能成行或侧面预示中美经贸谈判超预期的可能性在降低。

英国脱欧仍未明朗, 意法“交恶”关系紧张, 美俄纠缠中导条约

梅称英国将于3月29日按时脱欧, 脱欧大结局将逐步“拨云见日”, 一方面梅积极推动与欧盟、工党代表等相关人员的谈判, 力求在“最后一秒”达成协议; 另一方面英财政部等已着手拟定无协议脱欧的过渡条款, 我们认为, 如梅未能达成协议, 在延期和硬脱欧之间, 前者出现概率相对较高。因意大利民粹主义政党领袖会见法国“黄马甲”代表, 法国宣布召回驻意大使, 以抗议意大利方面干涉法国内政。美俄就《中导条约》再起纷争, 伊朗试射新型中远程导弹, 美俄摩擦、伊朗秀“肌肉”等行为可能为未来出现局部冲突埋下伏笔, 谨防地缘政治风险或对金融市场造成较大冲击。

美联储全年或不加息, 为缩表争取最后的时间

我们下调全年加息次数由2次至0次, 原因如下: 1) 资产负债表正常化是为了准备好下一次应对危机的能力。如果资产负债表不能实现正常化将会导致美联储下次应对危机的能力相对受到抑制。我们认为, 美联储为了缩表争取最后的时间, 可能会采取暂不加息的策略。2) 鲍威尔表示下一步完全取决于数据。由于政府部门此前停摆以及后续可能的发酵将导致经济数据的延后, 或会影响联储对于经济形势的判断。3) 贸易局势的不明朗, 鲍威尔表示对于贸易存在实实在在地担忧。4) 全球经济扩张已经减弱、通胀处于相对低水平的背景下, 美联储放慢加息进程不再处在一个两难境地。

欧盟委员会下调增长前景及通胀预期, 经济低迷孕育政治摩擦

欧盟委员会将欧元区2019年经济增长预期由1.9%下调至1.3%, 2020年增速预期从1.7%下调至1.6%。同时, 将2019年欧元区预期通胀增速放缓至1.4%; 作为欧盟重要增长动力的德国, 其经济的好坏是判断欧元区整体经济形势的重要依据, 欧盟委员会将2019年德国经济增速预期从1.8%下调至1.1%, 预示欧元区头号马车增长动力放缓。此外, 欧盟委员会调低通胀预期主因是近几个月来油价的快速下行。经济低迷情况下, 欧元区内部国家关系紧张, “同甘”不难, 但能否“共苦”有待商榷。我们认为, 英国脱欧、意法交恶、民粹势力抬头等政治摩擦将冲击欧元区经济前景。

风险提示: 美联储加息节奏超预期, 贸易摩擦事态升级冲击市场风险偏好。中国经济超预期下行, 政策落地不及预期。

一、海外政策及事件跟踪

14 日中美经贸商谈将于北京继续进行，中美领导人 3 月前面谈几无可能

刘鹤如期访美，中美经贸谈判仍处胶着局面。1 月 30 至 31 日，刘鹤带领中方团队与美国贸易代表莱特希泽带领的美方团队在华盛顿举行经贸磋商。本次谈判的核心目的是落实两国元首于 2018 年 12 月 G20 峰会期间达成的阿根廷共识，从美方发布的《美国关于与中国谈判的声明》来看，双方就强制技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络盗窃问题、扭曲产业补贴等方面进行了磋商。同时，美方“声明”明确表示：“中美双方表示了愿意参与所有重大问题的良好意愿，并且各个谈判会议以富有成效和技术性的讨论为特点，讨论了如何解决我们的分歧。美国特别关注在结构性改革和减少贸易赤字方面达成有意义的承诺。”但也提出：“如果美国和中国截止 2019 年 3 月 1 日不能达成令人满意的结果，美国将会增加关税。”

我们将“美国想要什么”以及“中国能满足什么”相对应地进行了梳理，美国想要的主要有三个点：1) 缩减贸易逆差；2) 结构性改革，尤其是在知识产权保护和改革开放方面。美方代表莱特希泽直指中国涉嫌侵犯知识产权和政府对企业的支持过多；3) 美国要求定期评估中国贸易和改革进展。正如我们此前预判，由于中美双方分歧较大，核心问题如结构性改革、强制技术转让等，较难谈出超预期结果，而缩减贸易赤字方面，我们认为，在扩大进口并倒逼国内产业创新升级等方面，中方或能提升一定主动性；我们认为，中美贸易谈判的症结在于结构性改革，尤其是知识产权保护、强制技术转让等方面，由于双方分歧较大，中美较难达成一致，很难谈出实质性进展。考虑双方就核心议题的认知分歧较大，我们预计中美谈判周期将会拉长，中美贸易谈判可能在较长时间内处于胶着状态。

莱特希泽与姆努钦将于 2 月 14 日、15 日在北京继续和中方进行中美经贸商谈。根据新华社消息，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤将于 2 月 14 日至 15 日在北京，与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦举行新一轮中美经贸高级别磋商。双方将在不久前华盛顿磋商（1 月 30 日、31 日）基础上，就共同关注的问题进一步深入讨论。美方工作团队将于 2 月 11 日提前抵京。

特朗普表态 3 月前不会与习主席会面。据彭博社报道，特朗普表示不会在 3 月 1 日前会见习主席，但两人可能在“稍晚”时间进行会晤。继中美贸易摩擦发生以来，中美经贸谈判经历了“边打边谈”到“落实阿根廷共识”的阶段性目标调整，其中 G20 期间的“习特会”是重要分界点。我们认为，两国领导人会晤对推进中美经贸谈判有重要指引。由于在 90 天经贸谈判期内，特朗普不会与习主席会晤，我们认为，中美经贸谈判超预期的可能性在降低，谈判仍会围绕“阿根廷共识”进行。

我们认为，对于中美贸易谈判进程来说，更为关键的影响因素是中美经济下滑、以及金融市场波动可能促使贸易谈判阶段性缓和，但中长期仍是处于一个胶着的状态。目前从意向上来看，两国均已表现结束贸易摩擦的想法。中美贸易摩擦对两国经济的实质性影响将逐步显现，特朗普对美国经济能否延续“强势表现”已经多次表示担忧，在 2018 年 12 月底频繁口头“干预”加息、重启“跳水保护小组”、力图运用政治手段施压美联储等诸多方面已有表现。从美联储鸽派表态到美国市场预期的快速翻转，均一定程度上印证了中美贸易摩擦对美国经济的负面影响正不断增加。我国方面，2018 年四季度 GDP 当季增速已降至 6.4%，达到 2009 年以来的历史低点，稳增长是我国当前政策的重心。我们认为，基本面回落和贸易摩擦导致的悲观预期，或成为促使双方达成协议的关键催化剂，或使贸易谈判阶段性缓和，但难改中美在中长期的胶着态势。

特朗普发表国情咨文，“选择伟大”是核心主题

特朗普原计划于 1 月 29 日发表演讲，受政府“停摆”影响，被众议院议长佩洛西将日期推后至 2 月 5 日。5 日晚间，特朗普如愿在国会发表国情咨文演讲，核心主题为“选择伟大”。

特朗普重申“伟大”，国情咨文着重强调筑墙、美国制造、基建、税改、新贸易秩序等核心施政方针，并正式宣布美国退出《中导条约》。在筑墙问题上，特朗普表示已向国会送达的一份法案不仅仅只是筑墙，而是包括在美国边境加强人道主义救助、增进执法力度、增强毒品甄别、消除助长儿童走私的政策漏洞的一套法案，而其中也包括所谓的物理屏障“墙”。特朗普表示这个墙不仅仅是一个混凝土高墙，更是一个智能、战略性、可以看到对面的钢铁屏障。在刺激国内经济方面，特朗普表示迫切希望与国会共同努力通过基础设施投资法案，为新的、重要的基础设施建设进行投资，包括对未来前沿产业的投资。在对外贸易关系上，特朗普呼吁政界通过美国互惠贸易法案，一旦美国受到其他国家产品的关税侵害时，可对其他国家产品施加相应关税。国情咨文的最后，特朗普着重谈及了国家安全问题，释放强硬表态：“本届政府永远不会为美国利益优先的举措而道歉”。特朗普表示，美方恪守承诺，但俄罗斯曾多次违反《中导条约》条例，因此正式宣布美国退出《中导条约》，并表示未来可能会与中国或其他国家在内拟定另一个协议。此外，特朗普表示美国当下奉行“有原则的现实主义”的中东政策，重申减少在叙利亚和阿富汗驻军的意愿，并指出伊朗是“世界主要支持恐怖主义国家”。

风险仍是主旋律：英国脱欧仍未明朗、意法“交恶”关系紧张、美俄纠缠中导条约

风险仍是欧元区主旋律，英国脱欧仍未明朗。虽然脱欧日期临近，但英国脱欧的大结局仍未明朗。1 月 29 日，英国下议院勉强通过了脱欧协议 B 计划，特蕾莎·梅将拿着这份计划于 2 月 7 日再赴布鲁塞尔与欧盟谈判，旨在说服欧盟领导人接受爱尔兰边界问题的“备份安排”。2 月 7 日，梅表示英国将按时（3 月 29 日）脱欧，上周梅仍在就其脱欧谈判协议细节持续与欧盟谈判代表、工党领导人、爱尔兰总理瓦拉德卡等进行会谈。英国政府计划在 2 月 14 日举行议会脱欧投票，但考虑到特蕾莎梅无法在本周与欧盟商定新的协议，第二次脱欧协议投票将延期至 2 月 25 日进行，旨在给与特蕾莎·梅更多时间推进协议。

由于梅较为强硬地表示 3 月 29 日将按时脱欧，英国脱欧的大结局也逐步明晰，在此日期下结果只有两种：在“最后一秒”达成协议顺利脱欧，又或无协议脱欧。由于“脱欧”前途未卜，英国正在做两手准备。2 月 2 日，英国财政部发布新法案，授权英国金融市场行为监管局（FCA）、英国央行和英国金融行为审慎监管局（PRA）三大机构开始拟定无协议脱欧情况下的过渡条款；爱尔兰总理也表示必须加快为无协议脱欧做准备。协议脱欧方面，内部现转机，外部仍较难突破。2 月 7 日，工党领袖科尔宾为避免无协议脱欧的潜在风险，一改此前措辞，在致于梅的信中降低了此前要求，似乎是工党向保守党伸出的橄榄枝，有助于在二次协议投票时帮助梅的议案通过。但欧盟方面，双方僵持不下的核心仍然是北爱后备方案问题，由于推进困难，梅与欧盟谈判仍将继续，如无法顺利解决替代的后备方案问题，脱欧走向无协议方向的概率也不高，延长里斯本第五十条是可行之举。我们提示，未来两周将是决定英国脱欧走向的关键时期，核心关注两个问题，梅是否能说服欧盟达成协议？同时该协议是否能顺利在英国国会获得投票通过？

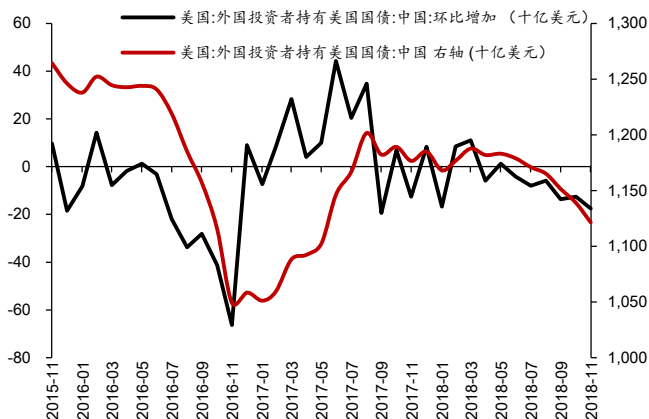
法国召回驻意大利大使，以抗议意大利方面干涉法国内政。2 月 5 日，意大利副总理、民粹主义政党五星运动领导人迪马约 5 日在巴黎郊外会见了“黄马甲”运动的参与代表。2 月 6 日，法国外交部对此表示，这种挑衅行为在欧盟和邻国伙伴之间不可接受。2 月 7 日，法国决定召回意大利大使，并发表声明称：“自第二次世界大战结束以来，意大利这种‘前所未有的’行为是‘令人无法接受的挑衅’。”迪马约意为意大利五星运动党的领导者，五星运动党具有强烈的民粹主义倾向，意民粹政党“涉嫌”干预法国内政的行为。自 2018 年意大利新政府上台后，意法关系日趋紧张，法国批评意大利对非法移民关闭港口，多名意大利领导人则对法国的施政方针进行抨击。我们认为，经济低迷是导致欧盟内部分国家政局冲突的重要因素，“同甘”不难，但能否“共苦”有待商榷。

美俄重燃中导条约纷争，谨防地缘政治风险潜在影响。美方日前宣布于 2 月 2 日起暂停履行《中程导弹条约》(Intermediate-Range Nuclear Forces Treaty，简称中导条约)，根据美国驻华大使馆披露，美方认为“美方及北约盟国一致认为美国遵守条约，而俄罗斯没有履约，俄罗斯始终在否认其拥有的新型导弹，俄罗斯此举将对邻国产生威胁。”据俄罗斯卫星通讯社消息，俄罗斯国防部发言人科纳申科夫 2 月 7 日表示，俄国防部已召见美国驻俄大使馆官员会谈，并向其提议美方需采取必要措施回归《中导条约》。同日，白俄罗斯国防部长拉夫科夫表示，因美国决定退出《中导条约》，白俄罗斯和俄罗斯必须加强俄白联盟国家。此外根据新华社消息，2 月 2 日，伊朗国防部长哈塔米在伊朗纪念 1979 年伊斯兰革命 40 周年的活动上宣布新型中远程导弹，导弹射程 1350 公里，可在低空飞行中精准打击射程范围内的地面目标。我们认为，从特朗普在国情咨文中的表态来看，美国在国家安全问题上不会退缩，美俄摩擦、伊朗秀“肌肉”等行为可能为未来出现局部冲突埋下伏笔，谨防地缘政治风险或对金融市场造成较大冲击。

截至 2018 年 11 月，中国连续六个月抛美债，为 2017 年 5 月以来新低，增加黄金储备强化人民币稳定性

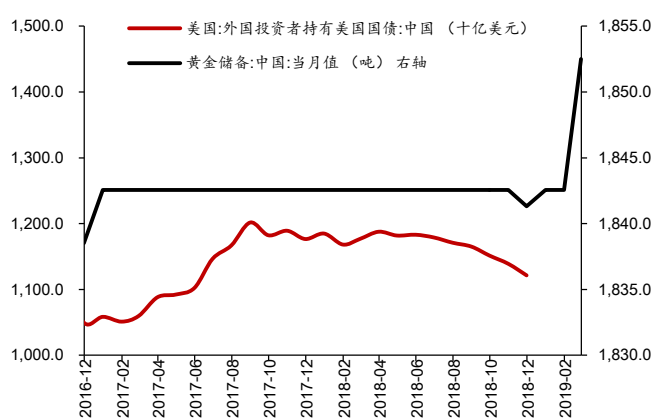
截至 2018 年 11 月，中国连续 6 个月减持美债。1 月 31 日美国财政部发布了 2018 年 11 月国际资本流动报告 (TIC)。由于美国联邦政府部分关门影响，报告较 1 月 16 日的原定发布日期推迟了半个月。中国继续减持美债，截至 2018 年 11 月，中国所持有美国国债为 11214 亿美元，是 2017 年 5 月以来新低，当月环比减少 175 亿美元。在减持美债的同时中国黄金储备增多，截至 2019 年 2 月我国黄金储备达到 1852.51 吨。在中美贸易摩擦仍未明朗的情况下，减持美债、增加黄金储备是出于“去美元化”和增强人民币稳定性的合理调整。

图表1：截至 2018 年 11 月，中国连续六个月抛美债



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：中国减持美债，增持黄金



资料来源：Wind，华泰证券研究所

全球央行增持黄金。1 月 31 日，世界黄金协会 (WGC) 发布《黄金需求趋势》报告，称 2018 年各国央行购买的黄金数量达到了有记录以来第二高的水平。2018 年，因为地缘政治不确定性加剧、国际贸易局势紧张等因素，促使各国央行增加黄金购买量，旨在提升各国央行的储备多元化，并进行安全资产投资。2018 年的黄金购买量共计为 651.5 吨，创下 1967 年来的最高水平，而全球黄金需求同比增长 4% 至 4345.1 吨。俄罗斯央行购买量居首，俄罗斯央行在 2018 年出售了几乎全部美国国债，购买了 274.3 吨黄金。土耳其央行 2018 年的黄金储备则增加了 51.5 吨。

二、央行动向概览

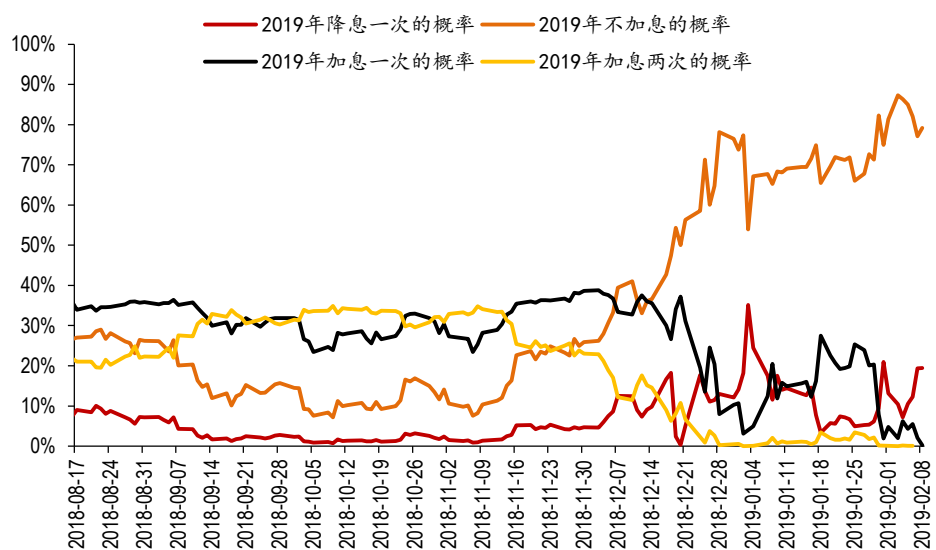
美联储：全年或不加息保缩表

我们下调全年加息次数由 2 次至 0 次，美联储全年或不加息为缩表争取最后的时间。我们下调全年加息次数由 2 次至 0 次，原因如下：1) 资产负债表正常化是为了准备好下一次应对危机的能力。如果资产负债表不能实现正常化将会导致美联储下次应对危机的能力相对地受到抑制。我们认为，美联储为了给缩表争取最后的时间，可能会采取暂不加息的策略。2) 鲍威尔表示下一步完全取决于数据。由于政府部门此前停摆以及后续可能的发酵将导致经济数据的延后，或会影响联储对于经济形势的判断。3) 贸易局势的不明朗。鲍威尔表示对于贸易存在实实在在的担忧。4) 全球经济扩张已经减弱、通胀处于相对低水平的背景下，美联储放慢加息进程不再处在一个两难境地。

1 月议息会议声明删除所有预示利率上行的指引，暗示加息可能暂停。1 月议息会议声明中有以下四大变化：第一、删除“进一步渐进加息”的前瞻指引，撤销“经济前景风险大体平衡”的表态。第二、形容美国经济的措辞从此前的“强劲”改为“稳固”。第三、委员会表示基于市场的实际通胀指标近几个月出现下滑，但是基于调查的长期通胀预期指标几乎没有变化。第四、鉴于全球经济和金融发展以及“温和”的通胀压力，对于未来联邦基金利率区间的调整“保持耐心”。我们注意到，通篇声明美联储删除了所有预示利率上行的措辞，这里美联储说的不是对利率的“进一步上调”保持耐心，而是对利率的“调整”保持耐心。美联储在尽可能避免使用加息或者利率上行等措辞表态，意在暗示加息可能暂停。

鲍威尔对于缩表的立场出现明显变化，缩表路径存在调整可能。2018 年 12 月 20 日，鲍威尔在 12 月议息会议后的新闻发布会上否认市场下跌是受缩表的影响，认为缩表不是干扰市场的一大因素，说缩表“没有制造重大问题”。1 月 5 日鲍威尔在美国经济学会表示“美联储在倾听市场的担忧，若缩表确实是扰动市场的主因，会毫不犹豫地去调整缩表。”1 月 31 日美联储议息会议未改变资产负债表缩减速度。鲍威尔在新闻发布会上称，美联储正在评估缩表的计划，将在今后数次货币政策会议上完成相关计划，不希望缩表引起市场动荡，资产负债表的规模会比此前预计的大。我们认为，这预示着缩表进程可能会提早结束。

图表3：截至 2 月 8 日，联邦基金利率期货隐含的 2019 年不加息的概率为 79.19%，降息一次的概率为 19.41%



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

美联储暂缓加息和缩表的先后顺序：暂缓加息在前，暂停缩表在后。在货币政策常态化的道路上美联储是先加息后缩表。2015 年 12 月第一次加息，而 2017 年 10 月开启缩表进程，这个时间差的背后有以下两点原因：第一、美联储已明确，联邦基金利率目标区间的

变化是调整货币政策立场的优先手段。第二、联邦基金利率先上升后再进行缩表操作，有类似于提供安全垫的作用。若缩表操作引发市场剧烈波动，美联储可以暂停缩表并且进行降息操作安抚市场。因为我们认为，在货币政策常态化的末尾，同样也是暂缓加息在前，暂停缩表在后。此次美联储议息会议额外附加了一项关于缩表的声明《关于货币政策执行和资产负债表规范化的声明》。声明中如果未来的经济条件需要更宽松的货币政策，不仅仅是通过降息就可以单独实现时，委员会将准备使用全部工具，包括改变资产负债表的规模和构成。也就是说，经济危机时，联邦基金利率逐步调降，降息的政策是不足以起效的，美联储需要通过大规模购买资产扩表来进行应对。在经济危机时，同样是降息在前，扩表在后。

1 月 30 日至 2 月 7 日，多位美联储官员发表“鸽”派声音

图表4： 2019 年 1 月 30 日至 2 月 7 日美联储官员表态跟踪梳理

日期	人物/报告	2019 年有无投票权	具体内容
2 月 7 日	圣路易斯联储行长	有	美联储不需要进一步提高利率来实现其通胀目标；因为在过去两年里，加息已经足够遏制通胀上行的风险。
	James Bullard		
2 月 7 日	费城联储行长	无	流行语就是耐心，我们将看看未来几个季度的情况如何；论及美联储资产负债表，“一旦我们做出关于储备水平的决定，并且这一决定应该在不久的将来做出，然后我们就可以花一些时间来考虑一下资产负债表的构成问题”。
	Patrick Harker		
2 月 7 日	美联储副主席	有	从许多方面来看，美国经济都已经处于或接近达到充分就业状态；经济增速处于或者可能有些高于估计的趋势水平，通胀率正好符合美联储 2% 的目标，而通胀保值债券市场的实际利率水平却远低于 2%，或者实际上低于 1% 或 0.5%。
	Richard Clarida		
2 月 7 日	达拉斯联储行长	无	如果我们停下来耐心等几个月”，对美联储将大有裨益；随着财政刺激效果消退，以及美联储前几次加息的累积效果，2018 年美国 GDP 料增长 3%，2019 年料增长接近 2%；美国经济面临的不利因素还包括全球经济放缓，提到了中国、意大利和德国。
	Robert Kaplan		
2 月 6 日	美联储主席	有	美国经济仍处于良好状态，到目前为止美国经济被证明在应对冲击诸如英国脱欧事件时是有弹性的；美联储需要通过维持其活动透明度和对国会负责来保持公众的信任；同时美联储的架构已经形成出了“制度化的观点多样性”；未来十年最大的挑战来自收入不平等和生产率低迷。
	杰罗姆·鲍威尔		
2 月 6 日	美联储监管副主席	有	我们所看到的一切，特别是劳动力市场，都非常稳固，通胀压力仍然很小。
	Randal Quarles		
2 月 6 日	前美联储主席	/	尽管美国经济有放缓迹象，今年仍会表现稳健，但若全球经济放缓（尤其是中国和欧洲）影响到美国，联储的下一步行动可能是终结加息，转为降息。
	珍妮特·耶伦		
2 月 5 日	达拉斯联储行长	无	我认为，在经济前景变得更加清晰之前，美联储应该保持耐心，不要对联邦基金利率采取进一步行动，这是谨慎的做法；我希望在 2019 年上半年我们能够进一步明确（经济前景）。
	Robert Kaplan		
2 月 5 日	前纽约联储行长	无	停止对美联储资产负债表的担忧，应该多关注经济前景。为投资者对于美联储缩表的过度关注感到“惊讶和困惑”，造成去年秋冬股市下跌的原因有很多。
	William Dudley		
2 月 4 日	美联储主席	有	鲍威尔和特朗普在白宫官邸举行非正式晚宴，讨论最近的经济增长以及增长，就业和通胀的前景，鲍威尔对特朗普表示，将根据美联储实现充分就业和价格稳定的双重目标来制定货币政策，不会受政治因素影响。
	杰罗姆·鲍威尔		
2 月 4 日	克利夫兰联储行长	无	如果经济表现与我预期的相同，联邦基金利率可能需要略高于当前水平；但如果我们预计的一些下行风险显现，经济结果弱于预期并危及我们的双重任务目标，我将需要调整我的预期和政策观点。”
	Loretta Mester		
2 月 3 日	明尼阿波利斯联储行长	无	目前暂停加息将有助于保持美国经济基本面的健康，当看到经济呈现走强迹象，工资和通胀再度上升后才会恢复加息，联储主席鲍威尔正在“徘徊”与观望。
	Neel Kashkari		
2 月 1 日	美联储理事	有	关于社区再投资法案，我们的目标是促进更多的 CRA 活动，而不是更少。我们认为，在加强当地社区参与的同时简化和澄清法规将有助于我们实现这一目标。
	Lael Brainard		
2 月 1 日	达拉斯联储行长	无	我一直在建议目前不对联邦基金利率采取任何行动。
	Robert Kaplan		
2 月 1 日	圣路易斯联储行长	有	美联储并非承诺在特定期限内坚持政策，会根据经济数据判断经济形势并做出不同的选择；低失业率不会刺激通胀上升。
	James Bullard		
1 月 30 日	美联储主席	有	美国经济处于良好的位置，我们将继续使用我们的货币政策工具来帮助美国经济维持在这一位置。美联储预计今年将实现稳健增长，但增长速度将低于 2018 年。美联储政策取决于数据，联储将采取观望态度。
	杰罗姆·鲍威尔		
1 月 30 日	FOMC 会议及会议声明	/	未决定加息，未改变缩表速度，会后公布的会议声明删除了有关进一步循序渐进加息的前瞻指引。

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

欧央行操作空间或进一步收窄

欧元区经济指标凸显下行风险，基本面回落促使欧央行货币政策操作空间收窄。2月7日欧洲央行经济公报披露，根据欧元区部分经济指标显示（就业、PMI、消费信心指数、投资信心指数等），欧元区经济或超预期放缓，在全球贸易摩擦、关税冲击、英国脱欧等风险事件影响下，欧元区及各国经济增长预期不同程度下调；同时考虑此前油价的快速下行、劳动力成本上升并未推升物价，通胀预期也相应下修。在通胀及增长均承压的情况下，欧央行行长德拉吉、欧央行执行委员科尔、德国央行行长魏德曼等均不同程度对欧央行货币政策操作表示担忧，基本面回落或压缩欧央行货币政策的操作空间，德拉吉表示可以重启QE等手段来刺激经济；而意大利央行行长维斯科的倾向更为明确，他表示欧央行货币政策需要维持“大幅宽松”。

图表5：1月28日至2月8日欧央行主要官员表态跟踪

日期	人物	具体内容
2月8日	欧洲央行执委科尔	欧元区经济放缓的时间和范围超预期，但不确定是否进入持续下行。没有足够的证据来确认欧元区正面临长期且严重的经济放缓。
2月7日	欧洲央行经济公报	经济指标显示全球增长势头放缓，下行风险一直在增加，有关欧元区经济活动的最新信息表明存在意外的下行倾向；短期指标显示，未来几个季度就业将维持增长，但速度将放缓，预计私人消费将恢复增长势头；欧元区第四季度对外贸易可能进一步下滑。近期劳动力成本压力上升并未转化为整体物价压力的进一步上升，由于油价下跌，未来几个月总体通胀可能进一步下滑。
1月31日	欧洲央行管委/德国央行行长魏德曼	德国经济在2019年将低于潜在趋势；德国经济面临下行风险；退出（宽松政策）将是缓慢的（过程）；并不认为德国会陡然出现衰落，也不认为会出现长期性衰退。德国2019年GDP增速有可能“远低于”1.5%；受油价影响，2019年欧元区通胀可能显著低于欧洲央行12月的预期。欧洲央行的操作空间变狭窄。
1月28日	欧洲央行管委/意大利央行行长维斯科	欧洲央行的货币政策需要维持“大幅宽松”。
1月28日	欧洲央行行长德拉吉	最近数月以来，数据持续逊于预期；实施显著的货币政策刺激仍是核心因素，以期支撑欧元区物价压力的进一步构筑，以及名义通胀在中期内的发展；时机适当时，欧洲央行管委会准备好调整所有政策工具。欧元区经济前景所面临的风险正发展成为偏下行。如果事态恶化很严重，我们还是可以重新启用政策工具箱里的其他手段（指重启QE量宽买债政策）；目前来说，我们没有看到这种可能性会在2019年成真。不能简单地比较美联储与欧洲央行之间的货币政策。

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

通胀难及2%，就业增长是日央行当前的重要目标

黑田东彦表示就业增长是日央行重要目标。因日本厚生劳动省违规使用统计方法，导致近2000万人的保险金缩水的“统计门”事件还在持续发酵。根据总务省针对此次事件的调查结果显示，在56项基础统计项目中，有22项存在漏查、延迟发布、没有公布等问题，占比近40%。其中21项基础统计的方法涉嫌违反统计规则。“统计门”事件导致日央行的决策一定程度上受到挑战，市场认为日央行的部分操作可能是基于有“水份”的数据而实施的，操作不当或是日本经济增长不振和通胀低迷的原因之一。根据近期日央行官员表态来看，多数委员认为继续维持宽松政策是合适的，2%的通胀目标需要一定时间才能实现，维持宽松政策刺激经济是必要的；日央行行长黑田东彦则表示，仅仅增加基础货币无法立即刺激经济，相比通胀，就业增长是更重要的目标。日央行仍将维持相对宽松的货币政策推动经济复苏和通胀回升。

图表6：1月28日至2月6日日央行主要官员表态跟踪

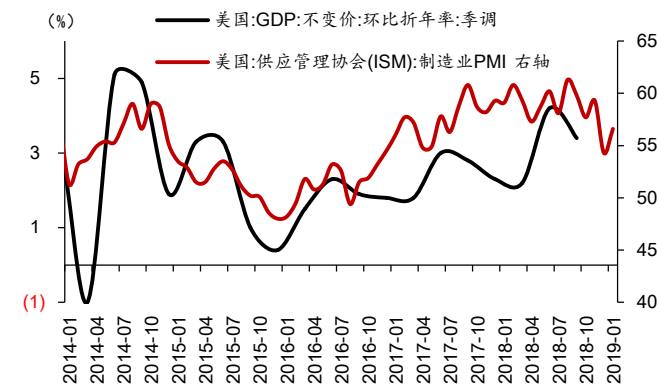
日期	人物	具体内容
2月6日	日本央行行长黑田东彦	日本经济自2013年以来显著改善，仅仅只是货币基础大幅扩张无法立即刺激经济，我们承认日本央行尚未达到物价目标水平，但重要的是就业增长。
1月31日	前日本央行副行长中曾宏	缺少美元融资是流动性问题；不应低估英国脱欧的负面效应。
1月31日	日本央行副行长雨宫正佳	继续实施超宽松政策以实现物价目标，同时关注政策利弊，将适时调整政策；尽管市场持续波动，但日本经济坚定复苏；央行将关注市场信号和整体经济形势；经济预期面临的下行风险有所上升；国际贸易问题会对日本经济产生较大影响；通胀将继续朝向2%回升，但薪资、物价改善幅度比预期更加平缓；脱离通缩思维会比预期花更久时间；ETF灵活购买意在缓解市场波动；若美联储政策有助于美国经济走强，这也对日本经济有好处；央行权衡货币宽松措施的利弊来适当引导货币政策的立场没有改变。
1月28日	日本央行会议纪要	多数委员认为，需要一定时间实现通胀目标，通胀升至2%目标水平的动能未受影响，继续宽松政策是合适的。

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

三、高频经济观察

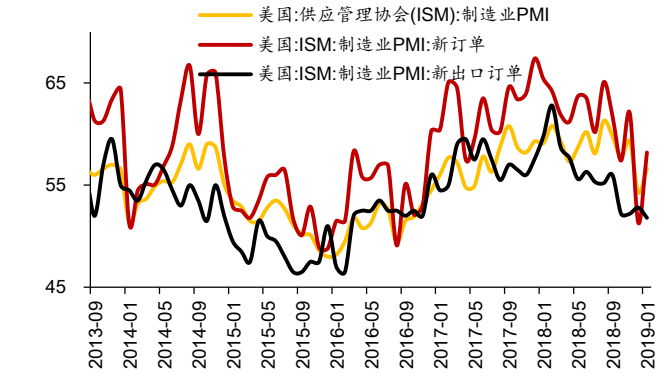
美国经济难以一枝独秀，全球经济走向再平衡。美国经济数据存在分化，就业、失业率等数据仍表现较好，PMI、投资等数据已出现回落，数据分化导致市场预期开始分化，金融市场波动及美股涨幅收窄也有所体现。我们认为，此前美股大幅回落主要源于基本面悲观预期逐步“price in”以及科技周期证伪，当前短期回升源于美联储收紧步伐大概率放缓，中美经贸谈判缓和，以及对前期多重负面事件累加导致市场预期过度悲观的修正，美股短期回升只是反弹并非反转。我们维持此前判断，预计 2019 年美国基本面向回落，美联储加息不及预期，美元指数大概率震荡下行。

图表7：美国制造业 PMI 开始回落，经济增长前景承压



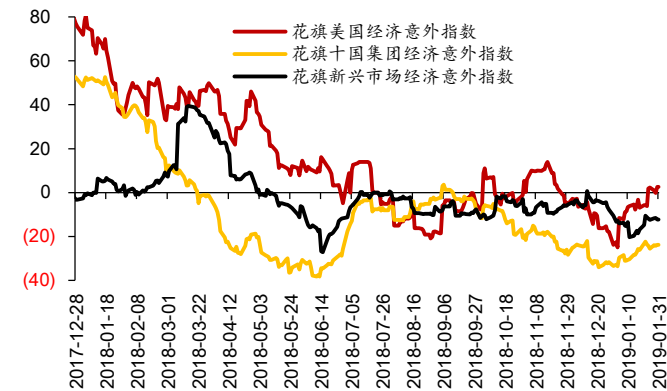
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：美国制造业 PMI 及新订单指数小幅反弹



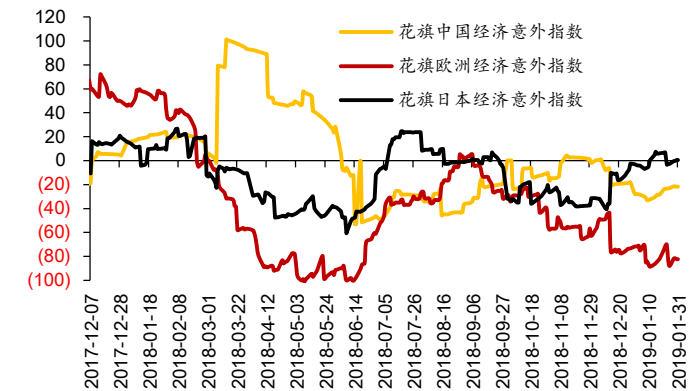
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：新兴市场花旗意外指数均低迷（正向为经济好于预期，负向为经济低于预期）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：中国经济意外指数小幅反弹仍处于低位，欧洲经济意外指数继续走低（正向为经济好于预期，负向为经济低于预期）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

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_14324

