



1 月美联储议息会议点评：当“鸽声”响起来

中国民生银行

金融市场部规划研究中心

汤湘滨

Tel: 010-58560666-9656

E-mail: tangxiangbin@cmbc.com.cn

2019/2/1

当年有一首流行歌叫“当掌声响起来”，曾广为传唱（能哼出来地都暴露年龄了）。其中歌词这样写到：“孤独站在这舞台，听到掌声响起来，我的心中有无限感慨；经过多少失败，经过多少等待，告诉自己要忍耐。”

周四凌晨，在国际金融舞台的最中央，美联储议息会议释放了今年停止加息并有望调整缩表的鸽派信号。当“鸽声”响起来时，国际金融市场已无需忍耐，一片欢腾。美元指数下行，国际金价继续上涨，风险偏好回归，美国股市和原油价格大涨，美国 10 年期国债收益率跌破 2.7%。

除了美国通胀回落、经济放缓、金融市场动荡等因素外，我们认为债务压制（尤其是美国国债支付利率对货币利率的压制）是当前美联储在停止加息上一个被忽视的重要因素。从美国财政债务压制的角度，我们认为本次美联储加息周期已经基本结束，继续向上加息的空间很小，相反从历史经验看，美联储应在一、两年内启动降息周期或重启 QE 来压低长期利率以缓解联邦财政的债务压力。

随着美联储大幅放缓货币政策紧缩的步伐，欧元区和日本央行又都倾向于维持货币政策的存量宽松，而中国央行又在货币量化宽松的路上创新努力着。今年全球主要央行在货币政策基调上再次一致地转向鸽派倾向，这意味着全球市场有望再次重温流动性预期宽松的美好时光。

1、2019 年美联储首次议息会议释放鸽派信号



北京时间1月31日凌晨3点美联储公布了2019年首次议息会议结果，维持联邦基金利率在2.25%至2.5%不变，符合市场预期。与去年12月的会后声明相比，声明删除了渐进加息的措辞，却转向强调将在未来的利率决议上更有“耐心”（be patient），明确发出了暂停加息的鸽派信号。

此外，声明认为美国经济活动已由强劲转为稳固，金融市场隐含的通胀预期有所下降，但基于调查的通胀预期变化不大。而其他内容与之前保持一致，即就业依然较强，失业率仍处于低位，消费保持强劲，投资增速有所放缓。

另一方面，虽然本次议息会议仍维持缩表节奏不变，但美联储也释放了调整缩表政策的信号。美联储表示会根据经济和金融发展来调整资产负债表正常化的节奏。但是对于缩表的构成和结束时间，现在美联储内部尚未有统一的结论，将会在之后的会议中持续讨论。

由于本次议息会议没有点阵图和经济预期。但是从2018年12月美联储议息会议公布的点阵图趋势看，去年9月美联储的点阵图中值还是3.125%，当时对应着2019年三次加息。而到12月时，美联储点阵图中值已回落至2.875%（图1），对应着2019年美联储的加息次数减少至1至2次。预计3月份美联储的点阵图中值将进一步回落，届时对应的年内加息次数也将回落在1次之内。

图1：美联储议息会议点阵图中值趋势（%）



数据来源：Bloomberg、Fed

2、美联储暂停加息只是因为受到来自“通胀、经济和市场”的压力么？

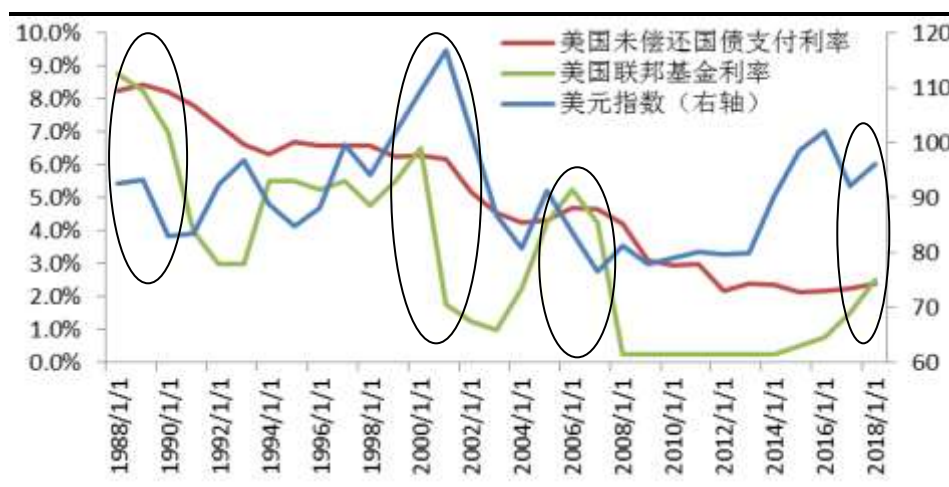
美国通胀趋势回落、经济增速放缓、和金融市场动荡都为美联储快速转变加息方向提



供了理由。那么美联储这么快地暂停加息只是因为受到来自通胀、经济和市场的压力么？还有别地压力么？我们认为还有别地原因。我们认为债务压制（尤其是美国国债支付利率对货币利率的压制）是当前美联储在停止加息上一个被忽视的重要因素。当前美国货币利率已经略高于美国未偿还国债支付利率，（图2）如果美联储今年仍然持续加息，短期货币利率的上行将推动美国整体国债支付成本上升。在近年来美国联邦债务快速增长的背景下，美国政府债务规模和利率成本同时快速上升将对美国财政形成叠加压力。如果不能有效降低美国的财政支出成本，一两年时间内国际市场将出现对美国财政可持续性担忧，届时美国的财政风险将会凸显。

从美国财政债务压制的角度，我们认为本次美联储加息周期已经基本结束，继续向上加息的空间很小，相反从历史经验看，美联储应在一、两年内启动降息周期或重启 QE 来压低长期利率以缓解联邦财政的债务压力。

图2：美国未偿还国债支付利率与美联储联邦利率和美元指数长期走势



数据来源：Bloomberg、Fed

图2中的红线就是美国未偿还国债的支付利率，从长期来看其趋势一路下行。由于国债支付利率持续下行，虽然近三十年来美国国债规模大幅增长，但其每年的利息支付规模尚且可控，增长并不显著，市场对美国财政可持续性信心较高。但是美国长期下行的未偿还国债支付利率也对美联储的货币利率形成了长期的压制。三十年间，每当美联储连续加息，其基准利率向上突破国债支付利率后，美联储都会调整利率政策的方向，先停止加息，然后大幅降息。（图2圈内）而当前美国基准利率再次上破美国国债的支付利率，如果美联储继续加息，未来一两年美国的财政可持续性将成为国际市场面临地最大风险。



3、随着美联储在货币政策方向上转向，今年全球主要央行在货币政策基调上再次一致地转向鸽派倾向

随着美联储大幅放缓货币政策紧缩的步伐，欧元区和日本央行又都倾向于维持货币政策的存量宽松，而中国央行又在货币量化宽松的路上创新努力着。1月24日欧元区央行在2019年首次议息会议上也释放了偏鸽派的信号，表示欧元区经济增长面临下行风险，并下调了经济和通胀预期，欧元区央行并不具备加息的条件，年内加息的可能性较低。今年全球主要央行在货币政策基调上再次一致地转向鸽派倾向，这意味着全球市场有望再次重温流动性预期宽松的美好时光。

图 3：近二十年来全球主要央行总资产规模变化



数据来源：Bloomberg

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_14365

