

## 美联储进一步转向“鸽派”，市场对美国经济前景担忧加剧



2019 年 3 月 22 日

### 联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

## 美联储进一步转向“鸽派”，市场对美国经济前景担忧加剧

联合资信评估有限公司 主权部

### 主要观点

- 美联储在 3 月暂不加息符合市场预期，但 2019 年停止加息则出乎市场预料，市场对于美联储释放的政策利好并不认可，美联储进一步转向“鸽派”加剧了市场对美国经济前景的担忧
- 在经济下行压力加大的背景下，美联储继续缩表可能会使美国经济面临基础货币与货币乘数双降的风险，美联储暂停缩表并对资产结构进行调整将将对美国国债形成有力支撑，预计未来一段时期内美国各期限国债收益率仍有进一步下降的空间
- 美联储暂停加息及缩表或引发全球更多央行效仿，全球货币政策有望转向新一轮宽松，美元指数在未来一段时期内大概率走弱，这将在一定程度上缓解新兴市场国家面临的货币贬值、资本外流压力，降低外债融资成本及再融资风险

### 事件概述

3 月 20 日，美联储 2019 年第二次公开市场委员会（FOMC）议息会议决定暂不加息，保持联邦基金利率目标区间在 2.25%~2.50% 不变。美联储还在单独发布的关于缩表的声明中表示，从今年 5 月起，将每月缩减资产负债表计划的美国国债最高减持规模从当前的 300 亿美元降至 150 亿美元，到 9 月末停止缩表。

美联储会后发布的声明中关于经济状况的描述较 1 月出现了较大变动，评价也更为负面和消极。声明强调，经济活动从 2018 年四季度起由稳固增长转而放缓，而 1 月的声明并未提及经济活动放缓。此外，声明还显示，2019 年一季度以来，家庭支出和固定资产投资增长更为缓慢，而 1 月的声明称“家庭支出持续强劲增长，固定资产投资较今年稍早时候的快速增长有所缓和”。声明也提到了 2 月非农数据的变化，但仍对就业水平评价较高，“最近几个月平均来说新增就业稳健，失业率仍处低位”。另一个较大的变化在于，此次声明直言，通胀同比增速总体下行，主要源于能源价格下跌，但剔除核心食品与能源的核心通胀仍接近 2%。

会议还更新了美联储官员们的利率预期点阵图，美联储普遍下调未来三年利率预期。2019 年预测中位值为 2.4%，去年 12 月预计为 2.9%，这也就意味着今年可能不会再加息。2020 年和 2021 年预测中位值为 2.6%，这意味着直到 2021 年年底最多加息一次。

## 评论正文

美联储暂不加息符合市场预期，但 2019 年停止加息表明美联储进一步转向“鸽派”，加剧了市场对美国经济前景的担忧

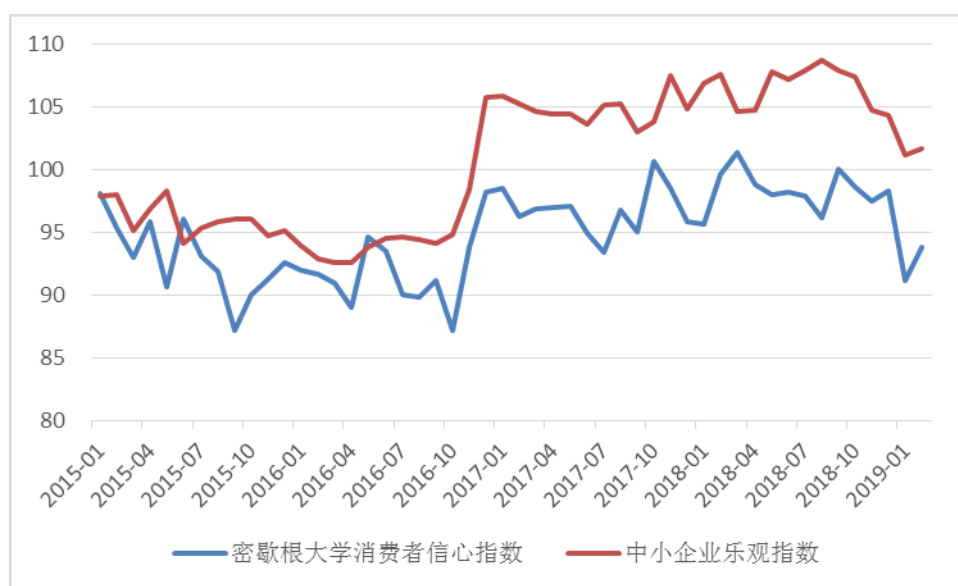
自 2015 年 12 月启动加息以来，美联储已累计加息 9 次，将联邦基金目标利率从零提高至 2.25%~2.50% 区间。在 2018 年 12 月完成年内第四次加息后，美联储曾表示 2019 年可能只加息两次，但在 2019 年 1 月举行的首次公开市场委员会（FOMC）议息会议上，美联储态度发生重大转变，表示暂不加息，并放弃进一步加息，对未来的任何结果都“保持耐心”。这和去年 12 月仍然希望继续加息的态度截然不同，美联储开始由“鹰派”转向“鸽派”。

在近期举行的第二次 FOMC 议息会议上，美联储再次按兵不动符合市场普遍预期，但其进一步转向“鸽派”则出乎市场预料。在此次议息会议之前，市场普遍预计美联储会在 2019 年至少加息一次，但在此次议息会议后，市场普遍预计美联储可能在 2019 年停止加息，2020 年加息一次。

从金融市场的表现来看，议息会议当天美国国债大涨，但美元和美股双双下跌，表明市场对货币政策释放的利好并不认可，美联储对经济状况的描述转向负面也加剧了市场对美国经济前景的担忧。

自 2018 年下半年以来，受减税效应衰退、货币政策收紧以及贸易摩擦持续等因素影响，美国经济增速开始放缓，四季度 GDP 环比折年增长率仅为 2.6%，较第三季度的 4.2% 大幅下滑。进入 2019 年以来，受政府“停摆”等因素影响，美国经济前景仍不容乐观，消费者信心指数和小企业乐观指数均从高位回落，新增非农就业人数则在 2 月大幅下滑至 2 万人，表明经济增长疲弱已蔓延至劳动力市场。美联储也将 2019 年经济增速预期从 2.3% 调降至 2.1%，将 2020 年经济增速预测下调 0.1 个百分点至 1.9%。在此背景下，预计美联储在今年剩余时间内将持续保持“鸽派”立场，一旦美国经济数据进一步恶化，甚至不排除在 2019 年末或 2020 年初降息的可能。

图 1 美国消费者信心指数和中小企业乐观指数



数据来源：WIND，联合资信整理

### 经济下行压力加大促使美联储暂停缩表，美联储资产结构的调整将使美国国债进一步走强

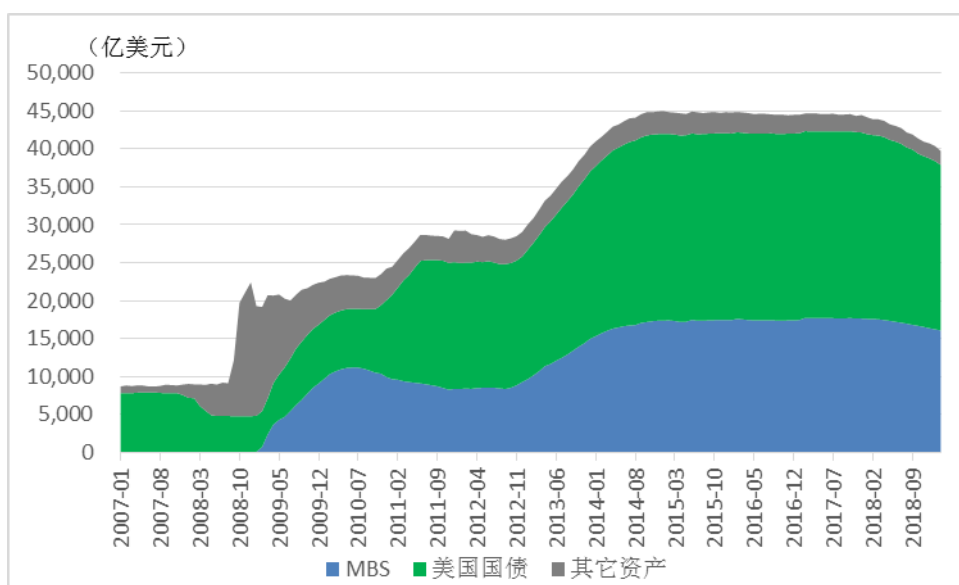
2009 年次贷危机以来，美联储先后实施三轮量化宽松，通过大规模资产购买计划购入国债、机构债和抵押贷款支持债券（MBS），这也导致了美联储资产负债表规模的高速扩张，最高升至 2017 年 10 月的 4.4 万亿美元。随着美国经济趋于稳定复苏，美联储逐步退出量化宽松，并从 2017 年 10 月开始正式缩减资产规模。截止 2019 年 2 月，美联储的总资产已降至 4 万亿美元以下，其中国债存量降低 2.18 万亿美元，MBS 存量降低 1.61 万亿美元。

美联储缩表使得基础货币投放量自 2017 年末以来持续下降，但由于 2018 年美国经济表现较好，信贷行为持续活跃，M2 货币乘数持续上升，因此美联储缩表在一定程度上抑制了 M2 的大幅增长，起到防止经济过热的作用。2018 年四季度以来美国经济下行压力持续加大，信贷活跃开始受到一定程度的打压，M2 货币乘数也在 2019 年 2 月首次出现下降。如果美联储继续缩表，美国经济可能面临基础货币与货币乘数双降的风险。

在此背景下，美联储推出了暂停缩表的计划，从 2019 年 5 月起将每月缩减资产负债表计划的美国国债最高减持规模从当前的 300 亿美元降至 150 亿美元，到 9 月末停止缩表。根据美联储的预测，到 2019 年底，美联储资产负债表余额占 GDP 总量将从 2014 年的 25% 降至 17%，规模缩窄至约 3.5 万亿美元。另一方面，美联储已表示将使其资产负债表主要由美国国债组成，因此在未来一段时期内预计美联储将以到期不再投资的方式减持 MBS，

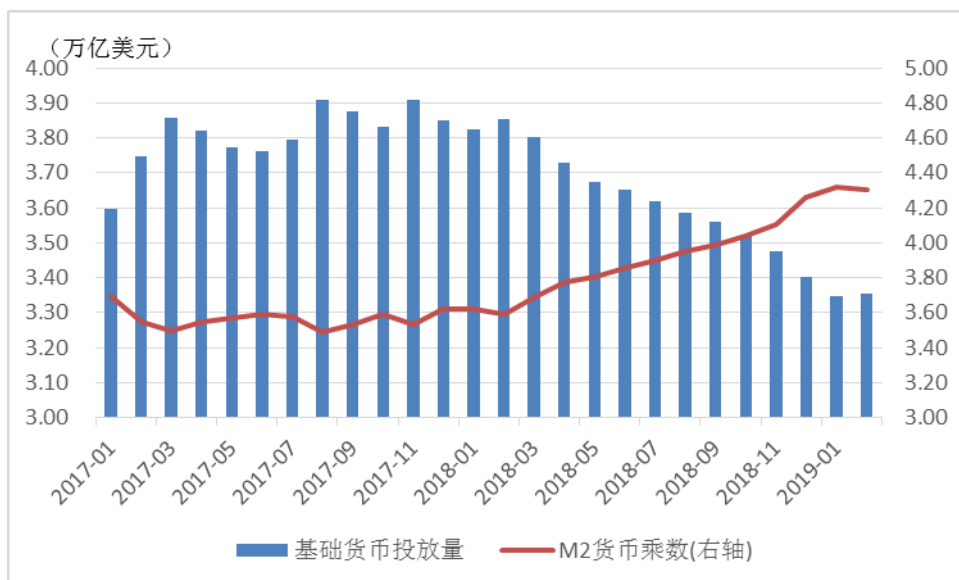
并用减持所得的资金购买国债。在美联储 2019 年大概率暂停加息的情况下，美联储对资产负债表结构的调整将对美国国债形成有力支撑，预计未来一段时期内美国各期限国债收益率仍有进一步下降的空间。

图 2 美联储资产变化



数据来源：WIND，联合资信整理

图 3 美国基础货币投放及 M2 货币乘数变化



数据来源：WIND，联合资信整理

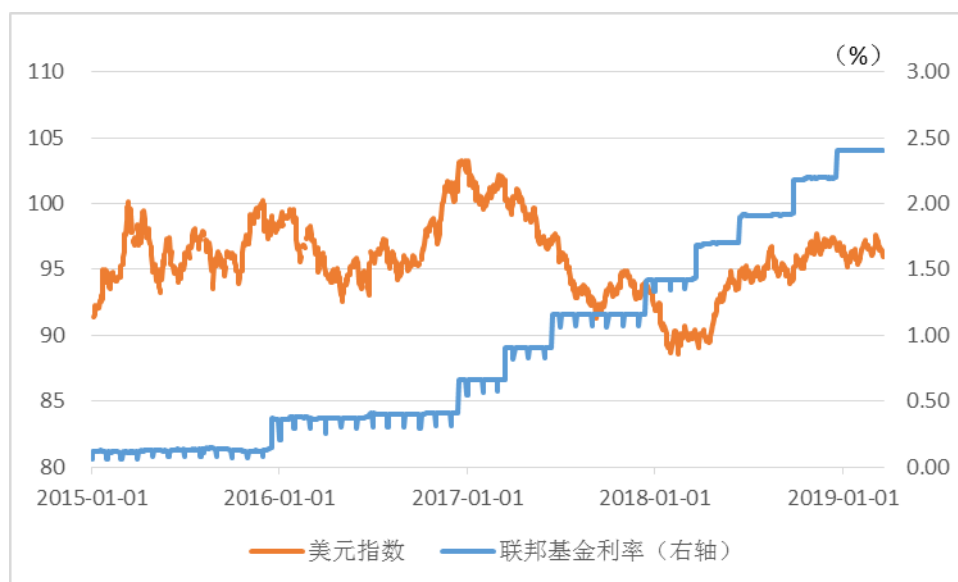


### 美联储暂停加息及缩表或引发全球货币政策转向宽松，新兴市场国家货币贬值、资本外流压力将得到一定程度的缓和

在美联储暂停加息及缩表的同时，全球其他央行近期也频频释放“鸽意”：3月5日，澳大利亚联储宣布将基准利率维持在1.5%的水平不变，之后公布的会议纪要透露住房市场令人担忧，年内降息的可能性有所加大；3月7日，欧洲央行议息会议宣布维持三大利率不变，并将于2019年9月开启新一轮定向长期再融资操作（TLTRO），为期3年；3月15日，日本央行宣布维持基准利率在-0.1%不变，并表示若日元升值威胁到2%的通胀目标，日本央行将不得不考虑加强刺激力度。在全球经济下行压力持续加大的背景下，美联储暂停加息及缩表或引发全球更多央行效仿，全球货币政策有望转向新一轮宽松。

对新兴市场国家而言，在经历了2018年由美联储加息引发的货币贬值、资本外流等危机后，2019年美联储暂停加息及缩表将使新兴市场国家迎来喘息之机。由于联邦基金利率和美元指数之间具有一定的相关性，因此在美联储暂停加息的情况下美元指数在2019年将大概率走弱，新兴市场的汇率压力将会大大减轻，有利于新兴市场国家的流动性改善。同时，发达国家地区的低利率环境也有利于降低新兴市场国家的外债融资成本，缓解新兴市场国家面临的再融资风险。

图4 美元指数和联邦基金利率走势



数据来源：WIND，联合资信整理