

一致预期背后，政策和市场小分歧

——美联储2019年3月议息会议点评

事件：

北京时间3月21日凌晨，美联储宣布联邦基金利率维持在2.25%-2.50%

投资要点：

会议主要内容：对经济现状和未来看法转弱，点阵图阵营改变

美联储认为，1月以来的信息表明，美国的劳动力市场仍然强劲，但经济活动增长已较去年四季度的稳健水平有所放缓。在经济预期方面，委员会进一步下调了GDP在今明两年的增速预期；上调了2019-2021年的失业率预期，但下调长期预期；下调了整体的PCE通胀预期，但核心PCE预期维持不变，或体现出对能源价格走低的担忧。点阵图显示，17位官员中11位认为2019年应该维持当前利率，较去年12月的2人显著增加；此外仍有4位认为应加息1次，2位认为应加息2次。

利率展望：别说加息，市场已经开始考虑降息可能了

随着美联储去年12月和今年1月议息会议内容逐渐转鸽，市场对于未来利率维持在去年12月决议水平的预期两度走高，而对加息的预期一再降低，在此次议席会议前就已降至0，从这个角度来看，对于此次议息会议结果市场早有预期。与此同时，增加的是对于降息的考虑，目前来看，市场预期6月之后利率降低25bp的概率已超过10%，到12月则已接近30%。

缩表计划：5月降速，9月末结束

委员会决定从今年5月开始，将每月国债赎回上限从300亿美元降低到200亿美元，并在今年9月末结束缩表。截至去年末美联储实际累计缩表比例达到8.27%，按照最新的缩表计划，今年预计还将缩减8.33%，因此本次累计缩表规模将控制在20%以内，但这也是美国历史上较高水平的缩表了。

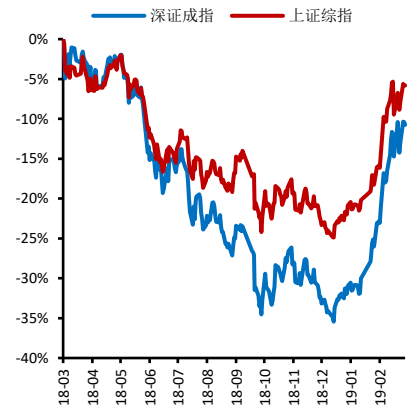
未来展望：美元承压，全球大类资产受益

整体来看，无论美联储还是市场投资者，大部分都对维持当前利率水平抱有一致看法，但少量美联储官员认为年内仍需加息，而部分投资者已经开始考虑降息的可能，这也体现了政策制定者和市场参与者对于政策该如何调控经济的不同观点。随着经济数据的进一步发布和二者的互相影响，最终的预期也将收敛，我们认为短期内开启降息的概率并不高。

无论如何，美联储连续6个季度不间断的加息在此告一段落，退出缩表的时间点也已明确，货币政策出现了明显的边际改变，美元将承压，而对于全球大类资产而言，去年美元一路走高带来的价格压制也将得到缓和。

风险提示：政策不及预期；外围市场波动等

相对市场表现



李朗 分析师

执业证书编号：S0590518070001

电话：0510-85609581

邮箱：lilang@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《投资拉动再启动，基建加码信号初显》
2019.03.18
- 2、《外汇储备小幅上升，黄金储备持续增加》
2019.03.15
- 3、《环比有所改善，物价整体稳定》
2019.03.15

1 事件

北京时间3月21日凌晨，美联储发布联邦公开市场委员会声明，将联邦基金利率维持在2.25%-2.50%，并将在今年9月末结束缩表。

2 点评

➤ 会议主要内容：对经济现状和未来看法转弱，点阵图阵营改变

美联储认为，1月以来的信息表明，美国的劳动力市场仍然强劲，但经济活动增长已较去年四季度的稳健水平有所放缓。2月份的就业情况变化不大，但平均来看近几个月就业增长稳定，且失业率维持低位；一季度家庭支出和企业固定投资增速放缓；通胀和核心通胀水平均保持在2%附近，长期通胀预期几乎没有改变。为支持就业和价格稳定，委员会决定将联邦基金利率维持在2.25%-2.50%。

整体来看，本次声明对美国经济情况的描述明显边际转弱。

在经济预期方面，委员会进一步下调了GDP在今明两年的增速预期，对经济承压的预期加强；上调了2019-2021年的失业率预期，但下调长期预期；下调了整体的PCE通胀预期，但核心PCE预期维持不变，或体现出对能源价格走低的担忧。

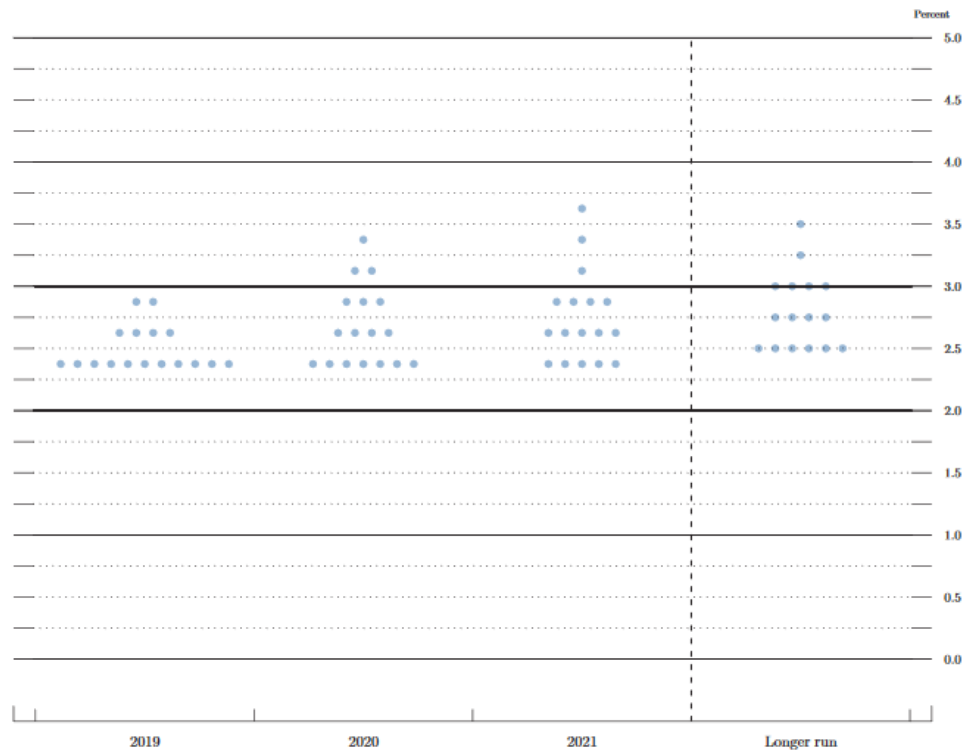
图表1：2019年3月议息会议的经济数据预期

Variable	Median ¹				Central tendency ²				Range ³			
	2019	2020	2021	Longer run	2019	2020	2021	Longer run	2019	2020	2021	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9-2.2	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	1.6-2.4	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
December projection	2.3	2.0	1.8	1.9	2.3-2.5	1.8-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	2.0-2.7	1.5-2.2	1.4-2.1	1.7-2.2
Unemployment rate	3.7	3.8	3.9	4.3	3.6-3.8	3.6-3.9	3.7-4.1	4.1-4.5	3.5-4.0	3.4-4.1	3.4-4.2	4.0-4.6
December projection	3.5	3.6	3.8	4.4	3.5-3.7	3.5-3.8	3.6-3.9	4.2-4.5	3.4-4.0	3.4-4.3	3.4-4.2	4.0-4.6
PCE inflation	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0	1.6-2.1	1.9-2.2	2.0-2.2	2.0
December projection	1.9	2.1	2.1	2.0	1.8-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0	1.8-2.2	2.0-2.2	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.0	2.0	2.0		1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.1		1.8-2.2	1.8-2.2	1.9-2.2	
December projection	2.0	2.0	2.0		2.0-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1		1.9-2.2	2.0-2.2	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	2.4	2.6	2.6	2.8	2.4-2.6	2.4-2.9	2.4-2.9	2.5-3.0	2.4-2.9	2.4-3.4	2.4-3.6	2.5-3.5
December projection	2.9	3.1	3.1	2.8	2.6-3.1	2.9-3.4	2.6-3.1	2.5-3.0	2.4-3.1	2.4-3.6	2.4-3.6	2.5-3.5

来源：美联储官网，国联证券研究所

点阵图的结果则较12月明显不同，17位官员中，11位官员认为2019年应该维持当前利率，较去年12月的2人显著增加；此外仍有4位认为应加息1次，2位认为应加息2次。

图表 2: 2019 年 3 月议息会议点阵图

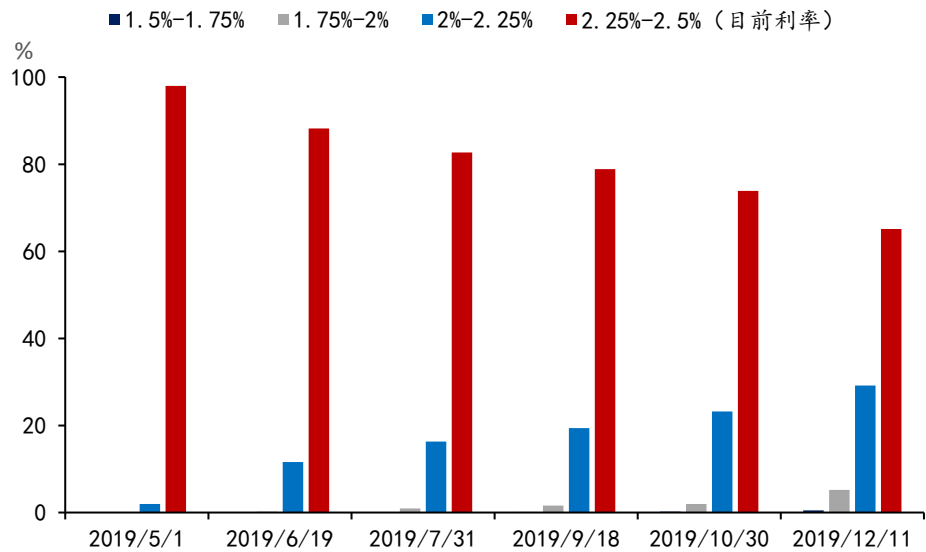


来源：美联储官网

➤ 利率展望：别说加息，市场已经开始考虑降息可能了

点阵图中依旧有官员坚持年内加息的观点，但市场并不这么认为，投资者预期今年不会再加息，反而有降息的可能。随着美联储去年 12 月和今年 1 月议息会议内容逐渐转鸽，市场对于未来利率维持在去年 12 月决议水平（2.25%-2.5%）的预期两度走高，而对加息的预期一再降低，在此次议席会议前就已降至 0，从这个角度来看，对于此次议息会议结果市场早有预期。与此同时，增加的是对于降息的考虑，目前来看，市场预期 6 月之后利率降低 25bp 的概率已超过 10%，到 12 月则已接近 30%。

图表 3: 市场对美联储利率水平预期



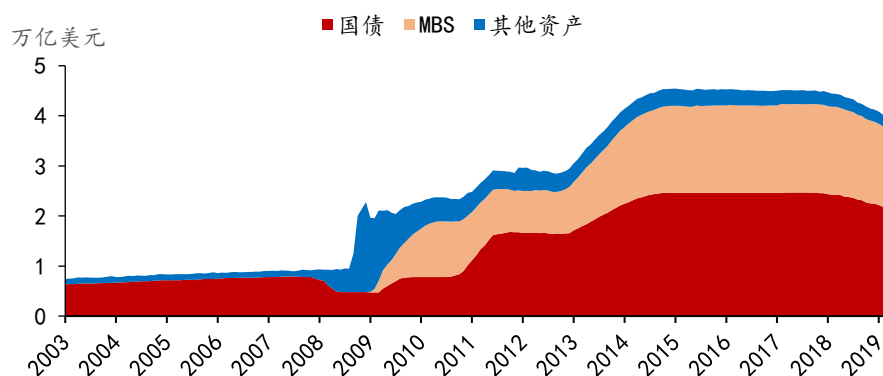
来源: CME Group, 国联证券研究所

注: 数据提取时间为美国中部时间 2019/3/20 08:27:00, 随时间变化数据会波动, 或与提取时点有差异

➤ 缩表计划: 5月降速, 9月末结束

本次会议还讨论了缩表计划。委员会决定从今年5月开始, 将每月国债赎回上限从300亿美元降低到200亿美元, 并在今年9月末结束缩表。之后会允许MBS的继续减少, 而将这部分本金重新投资于国债, 长期来看将以主要持有国债为目标。

图表 4: 美联储资产情况



来源: Wind, 国联证券研究所

截至去年末, 美联储实际累计缩表比例达到8.27%, 略低于计划, 按照最新的缩表计划, 今年预计还将缩减8.33%, 整体来看本次累计缩表规模将控制在20%以内, 大约15%, 但这也是美国历史上较高水平的缩表了。

图表 5: 缩表规模估计 (亿美元)

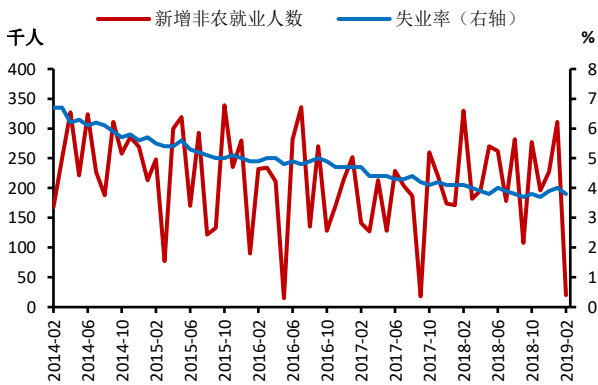
	实际当期缩减规模 (亿美元)	计划当期缩减规模 (亿美元)	实际累计缩减百分比 (较 2017 年 9 月末)	计划累计缩减百分比 (较 2017 年 9 月末)
2017 年 12 月	64.86	300	0.14%	0.67%
2018 年 12 月	3724.47	4200	8.27%	10.00%
2019 年 9 月	-	3750	-	18.33%

来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 美国经济情况: 向好速度放缓, 或在今年触顶

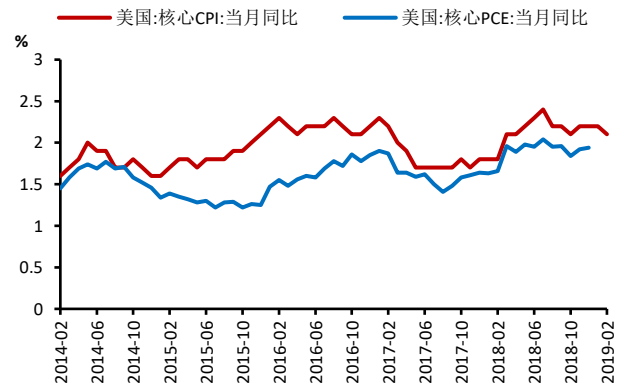
就业市场来看, 美国今年 2 月非农就业人数仅增加 2 万人, 增长几乎停滞, 创 2017 年四季度以来最低, 远低于预期的 18 万人和前值 30.4 万人, 其中建筑业、零售业新增甚至为负值, 失业率小幅走低至 3.8%; 物价来看, 通胀水平随着去年四季度油价的走低而边际下降, 核心通胀也有小幅走弱, 但小时工资的增速尚佳。整体来看, 美国经济的各项经济指标绝对值位于历史较好水平, 但向好的速度逐渐放缓, 或在今年触顶。

图表 6: 美国新增非农就业人数和失业率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 美国通胀变化



来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 未来展望: 美元承压, 全球大类资产受益

整体来看, 美联储 3 月维持利率水平不变、经济前景放缓在预期之中, 无论美联储还是市场投资者, 大部分都对维持当前利率水平抱有一致看法, 但不同在于, 少量美联储官员认为年内仍需加息, 而部分投资者已经开始考虑降息的可能, 这也体现了政策制定者和市场参与者对于政策该如何调控经济的不同观点, 政策制定者着眼于长期的经济稳定发展, 会在经济高速运行时加息, 降息时考虑其副作用, 但面对经济增速降低市场参与者会感到痛苦, 需要降息带来再次繁荣。随着经济数据的进一步发布和二者的互相影响, 最终的预期也将收敛, 我们认为短期内开启降息的概率并不高。

无论如何，美联储连续 6 个季度不间断的加息在此告一段落，退出缩表的时间点也已明确，货币政策出现了明显的边际改变，美元将承压，而对于全球大类资产而言，去年美元一路走高带来的价格压制也将得到缓和。

风险提示：政策不及预期；外围市场波动等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810