

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒、贺晨

事件：

北京时间9月19日凌晨，美联储宣布降息25个基点，联邦基金利率从2%-2.25%下调到1.75%-2%，随后美联储主席鲍威尔发表讲话。

图表目录

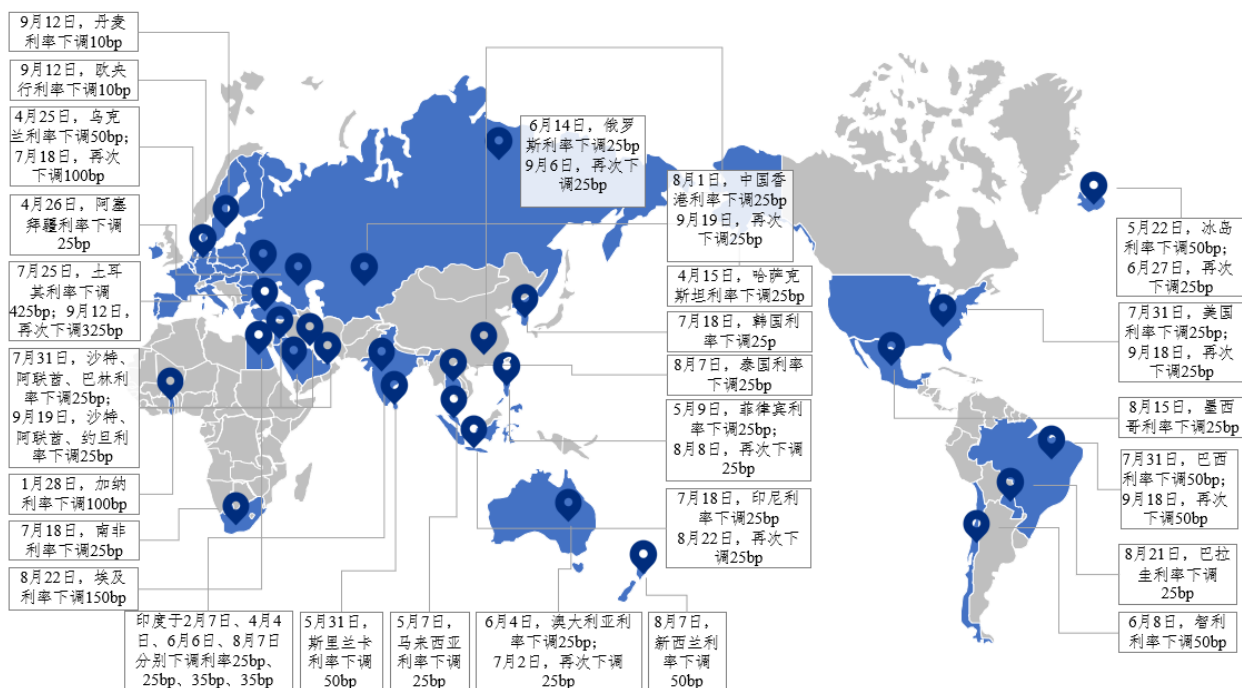
图表 1: 全球新一轮货币宽松开启	3
图表 2: 美联储联邦基金利率预期	5
图表 3: 美联储主要经济指标预期	5
图表 4: 美联储内部意见分裂, 降息、加息和维持现状的意见僵持不下	6
图表 5: CME 期货市场对年内降息的预期出现分化	6
图表 6: 美国仍处主动去库存阶段	7
图表 7: 美国对外出口持续下滑	7
图表 8: 净出口及私人投资同比下滑	7
图表 9: 除住宅投资, 私人投资分项同比持续下滑	7
图表 10: 美国 8 月零售及核心 CPI 超预期上行	8
图表 11: 美国制造业产能利用率下行	8
图表 12: 9 月以来美国国债利率水平快速上升	9
图表 13: CME 预计 9 月美联储降息概率下滑	10
图表 14: 布伦特原油价格大幅上涨	10
图表 15: 先行指标回落 (I)	10
图表 16: 先行指标回落 (II)	10
图表 17: 2017 年 1 月-2019 年 8 月, 美国各州对特朗普不满均上升	10
图表 18: 9 月 16 日美国隔夜回购协议利率飙升	11
图表 19: 美联储缩表使得银行准备金下降	11
图表 20: 美国联邦政府财政赤字已回到 2012 年水平	12
图表 21: 全球新一轮货币宽松开启	13
图表 22: 2019 年以来全球负利率债券规模快速上升	14
图表 23: 历史上美联储 5 轮降息周期开始后, 均迎来部分资产价格上涨	14

点评:

1、核心观点:

贸易摩擦加速全球经济下行，美欧和新兴经济体纷纷降息，新一轮全球宽松货币开启。伴随全球经济回落压力加大，中美欧日韩印俄澳等央行纷纷放鸽，2019年以来全球宣布降息的央行已近30家。发达经济体方面，美国自2019年7月以来已2次降息；欧央行9月宣布下调存款便利利率10BP至-0.5%，同时宣布将实行两级分级利率体系和新一轮QE；日本央行行长黑田东彦9月初表示，将负利率进一步下调是央行的政策选项之一。新兴经济体方面，印度、埃及、土耳其、智利、墨西哥等央行均已开始降息。中国在730政治局会议释放“不一样的宽松”信号，央行9月6日发布全面降准和定向降准，未来不排除通过降低MLF或者加点的方式降低LPR报价利率。当前世界经济处于长期债务周期顶部，没有配套改革措施的货币宽松将利好资本市场，但对实体经济的促进作用有限，且将进一步加剧贫富差距，割裂全球经贸体系。若以历史上美联储货币政策转向作为参考，美国过去5轮加息周期结束进入降息后，以股市和房地产为代表的资本市场均出现不同程度的繁荣与扩张。从欧日实际经验来看，宽松货币乃至负利率，对经济的刺激作用边际递减，负利率及量化宽松难以改变欧日人口老龄化、高福利社会问题，此外欧盟内部日益突出的结构性矛盾、财政与货币政策的割裂，将进一步拖累欧盟经济。

图表1：全球新一轮货币宽松开启



资料来源：恒大研究院

9月美联储议息会议宣布再次降息，但整体信号“鹰鸽混杂”，反映美联储内部分裂加剧：一方面利率点阵图显示2019-2020年不再降息，另一方面鲍威尔称不排除重启QE。9月美联储降息的主要原因有三：一是企业固定投资及出口疲软，制造业产出下滑；二是世界经济疲软，特别是在欧盟和中国；三是地缘政治事件带来的不确定性对美国的经济带来挑战，包括中美贸易摩擦、英国脱欧等。但美联储官员对是否需要进一步宽



松存在意见分歧：7名票委预计2019年年底之前会再度降息一次，5名委员认为维持利率不变，而还有5名票委认为年内需再度加息。随后鲍威尔在新闻发布会中指出，若经济疲软持续，美联储将首先考虑使用QE和前瞻性指导，而不是负利率。

当前美国经济放缓态势的确立一方面源于周期性因素，另一方面中美贸易摩擦使得美国经济向下斜率及幅度加深，美联储需降息以对冲经济下行压力。经济指标分化及经贸不确定性，在一定程度上加大了美联储货币政策内部的分裂。我们前期报告曾多次指出，美国当前总体处于库存周期、产能周期、房地产周期共振向下阶段，经济本身已运行至周期性放缓阶段。此外，中美贸易摩擦升级对美国出口、投资带来负面冲击，进一步加剧美国经济放缓程度。

我们认为美国经济基本面短期内仍将继续放缓，一致性及滞后性指标表现超预期但领先性指标走弱，中美贸易摩擦不确定性仍存，叠加特朗普政府施压的影响，美联储未来存在继续降息的可能。从经济数据来看，尽管美国消费依然稳健、失业率仍处于历史低位，但先行指标显示美国经济存在下行压力。8月美国制造业PMI新订单47.2%，创2009年5月以来新低。OECD领先指标持续下行，预示美国未来2-3季度内仍将持续放缓。消费者信心下滑，创2016年11月以来新低。从中美贸易摩擦来看，近期中美确认10月再度开展贸易谈判，但中美贸易摩擦不确定性仍存，对美国经济的负面影响在短期内难以缓解。从美国国内政治来看，当前特朗普民调落后民主党，且过去支持特朗普的铁锈州对其不满正在上升，因此特朗普急需美联储降息刺激经济。

美国货币政策框架遭受挑战，美联储10年来首次开展隔夜回购操作释放流动性，后续美联储重启QE及创设货币政策新型工具概率上升。9月16-17日美国银行间隔夜回购协议利率一度飙升至10%，带动联邦基金有效利率一度突破2.3%，突破美联储利率目标区间。

外部全球宽松货币开启，内部经济下行加大、PPI通缩企业实际利率上升，我国货币政策宽松的空间已经打开，并控制好节奏和力度，配合好财政金融等宽信用政策，我们建议多次小幅调整LPR利率，通过降低MLF利率或者加点的方式实现。随着6-9月房地产融资密集收紧、房地产销售土地购置下滑、5-8月中美贸易摩擦升级、欧美主要经济体增长放缓、库存复苏周期已过等，我们维持2019年下半年-2020年上半年经济将再下台阶的判断（参考《生于忧患——2019年中期宏观展望》，2019年6月），2019年下半年经济下行斜率较缓，但2020年上半年经济下行斜率较大。未来两年GDP增速将下降0.5个百分点左右。当前我国的降息的时机已经成熟，短期该降息了，长期该改革了。目前MLF利率仍处于历史最高点，降息空间充足。我们建议可以多次小幅调整LPR利率，减少利率调整对市场的冲击，同时可以根据实际效果及时进行微调。继续推动利率市场化向纵深发展，完善金融机构FTP定价机制，畅通短期利率向中长期利率传导机制。

2、9月美联储议息会议宣布再次降息，但整体信号“鹰鸽混杂”，反映美联储内部分裂加剧：一方面利率点阵图显示2019-2020年不再降息，另一方面鲍威尔称不排除重启QE。

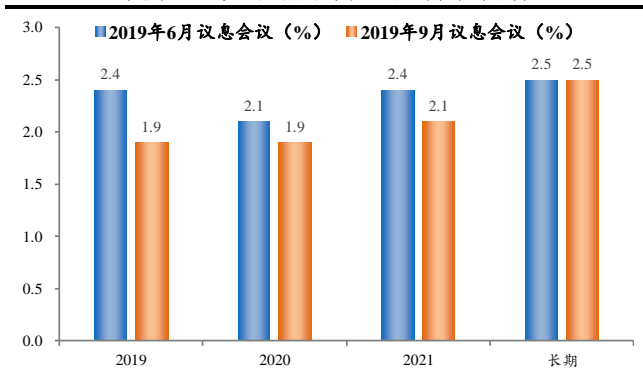
9月议息会议结束，美联储宣布下调联邦基金利率25BP，目标区间下降为1.75%-2%，同时美联储下调超额准备金率IOER 30BP。本次议息会议前，受美国通胀短期走高、中东石油地缘政治事件、中美贸易谈判释放善意、隔夜回购市场利率大幅波动等因素影响，市场对9月降息预期降温，CME期货数据显示9月降息概率为54.2%。

美联储议息声明整体偏鹰，利率点阵图显示美联储预计2019-2020年不再降息，票委内部意见分裂加剧。议息会议声明方面，美联储对经济

和通胀的表述基本维持不变，指出家庭支出仍在强劲增长，但企业固定资产和出口正在减弱。同时，官员们更加强调“不确定性”对经济活动的影响。**经济前瞻指引方面**，美联储维持通胀预期不变，预计2019年PCE和核心PCE为1.5%和1.8%。但美联储预计2019年失业率为3.7%，较7月上升0.1个百分点。**美联储官员投票方面**，美联储预计2019-2020年均维持当前利率水平不变，但美联储官员对是否需要进一步宽松存在意见分歧：7名票委预计2019年年底之前会再度降息一次，5名委员认为维持利率不变，而还有5名票委认为年内需再度加息。美联储官员对2020年的预测分歧进一步加剧，近半数票委认为截至2020年12月底，基准利率应比当前利率下调25BP，而另外一半官员则认为至少应加息一次，仅两名票委预计维持利率水平不变。

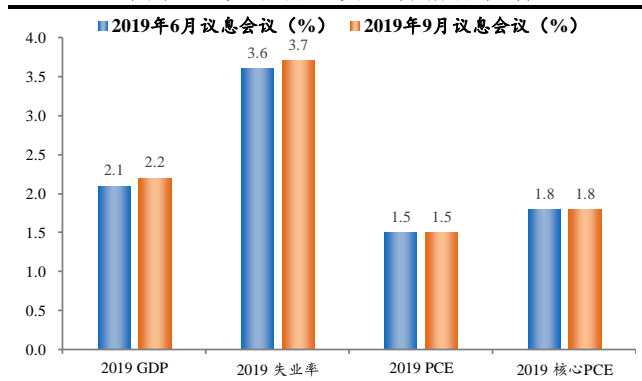
鲍威尔在新闻发布会中指出，经贸领域的不确定性以及全球经济放缓对美国经济造成负面影响，若经济疲软持续，美联储将首先考虑使用QE和前瞻性指导，而不是负利率。9月美联储降息的主要原因有三：一是企业固定投资及出口疲软，制造业产出下滑；二是世界经济疲软，特别是在欧盟和中国；三是地缘政治事件带来的不确定性对美国经济带来挑战，包括中美贸易摩擦、英国脱欧等。此外，鲍威尔还表示为缓解当前货币市场美元流动性紧张的问题，美联储可能会比预期更早重启QE。

图表2：美联储联邦基金利率预期



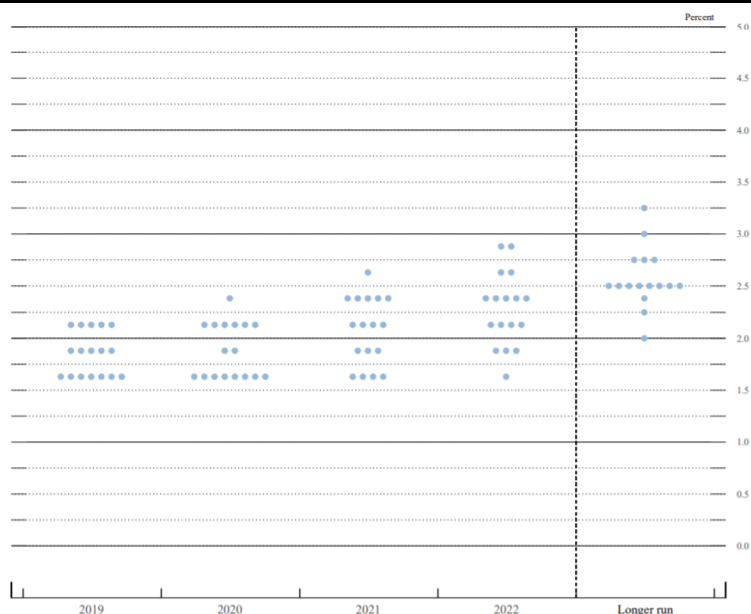
资料来源：美联储，恒大研究院

图表3：美联储主要经济指标预期



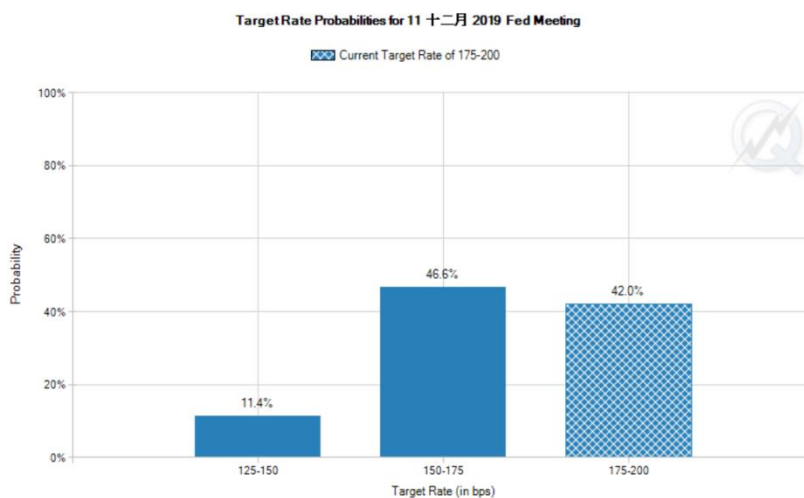
资料来源：美联储，恒大研究院

图表4：美联储内部意见分裂，降息、加息和维持现状的意见僵持不下



资料来源：美联储，恒大研究院

图表5：CME 期货市场对年内降息的预期出现分化



资料来源：CME，恒大研究院

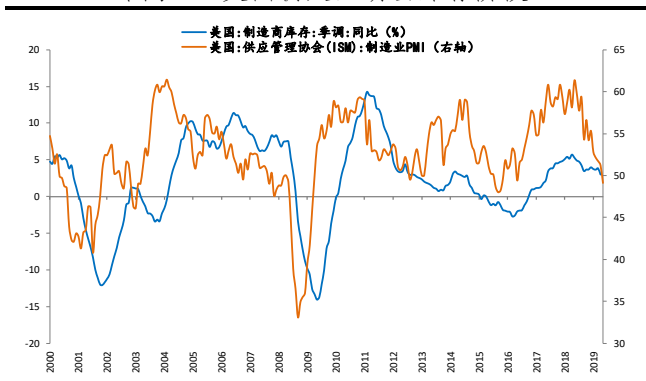
3、当前美国经济下滑态势的确立一方面源于周期性因素，另一方面中美贸易摩擦使得美国经济向下斜率及幅度加深，美联储需降息以对冲经济下行压力。经济指标分化及经贸不确定性，在一定程度上加大了美联储货币政策内部的分裂。

美国内生增长动力减弱，经济已进入周期性放缓阶段。我们前期报告曾多次指出，美国当前总体处于库存周期、产能周期、房地产周期共振向下阶段，经济本身已运行至周期性放缓阶段。其中，库存周期方面美国制造业库存仍处于主动去库存阶段，批发商及零售商被动补库存，反映生产及需求均偏弱。本轮美国制造业自 2018 年 8 月开始去库存，制造业库存同比趋势下行，2019 年 7 月制造商库存同比 3.0%，较 6 月降低 0.8 个百分点。

中美贸易摩擦升级对美国出口、投资带来负面冲击，进一步加剧美国经济放缓程度。美国二季度 GDP 终值显示，支撑二季度美国 GDP 的因素主要在于消费和政府消费及投资，而出口和私人投资均恶化，反映中美贸易摩擦对美国经济的负面影响显现。其中，美国对华出口快速下滑，自 2018 年 7 月中美贸易摩擦升级以来，美国对华出口与其总体出口增速差额最高走扩 37 个百分点，美国出口至中国商品增速一度下滑至-32.7%，下滑幅度超过次贷危机时期对华出口同比-25.1%，创 1999 年以来新低。

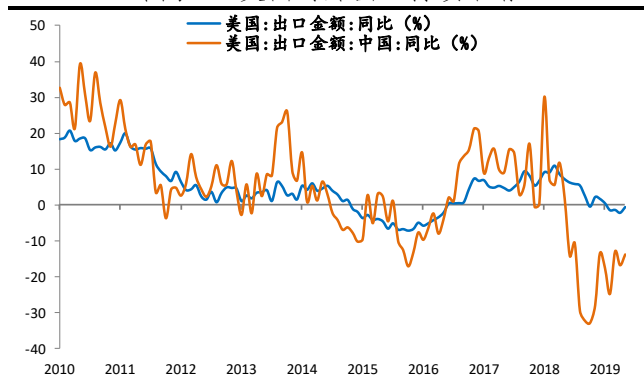
当前美国经济指标分化，消费强劲但制造业出口及投资疲软，美联储货币政策前景不确定性加深。美国 8 月经济数据呈现分化态势，从消费来看，美国消费支出自 2 季度以来仍保持强劲，8 月美国零售同比 4.1%，较上月提高 0.5 个百分点，创 10 个月以来新高。从通胀来看，美国 CPI 逐步回升，8 月 CPI 及核心 CPI 同比增速分别为 1.7% 和 2.4%，其中核心 CPI 创 13 个月以来新高。从工业生产来看，美国产能利用率持续低迷，8 月制造业产能利用率与全部工业部门产能利用率分别为 75.7% 和 77.9%，均维持 2018 年 1 月以来低位。9 月利率点阵图的分化，是当前美国经济指标分化及经贸领域不确定性带来的结果，美联储货币政策波动性或进一步加剧。

图表6：美国仍处主动去库存阶段



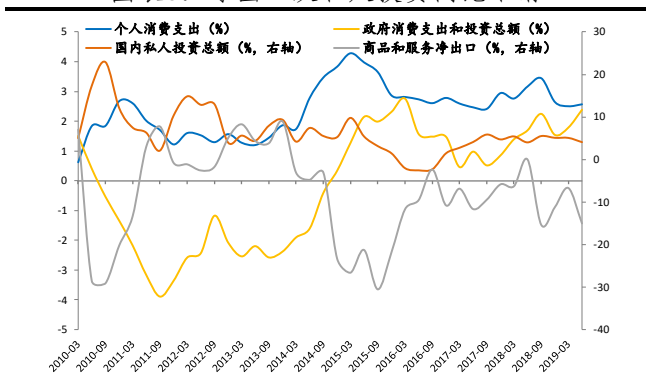
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表7：美国对外出口持续下滑



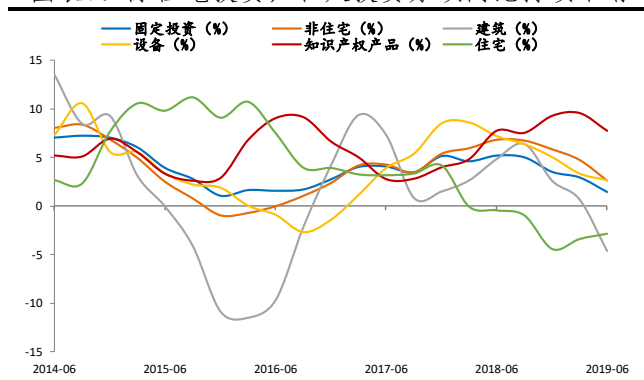
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表8：净出口及私人投资同比下滑



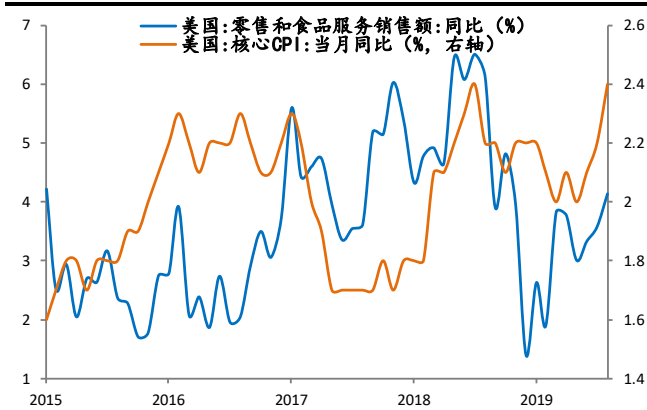
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表9：除住宅投资，私人投资分项同比持续下滑



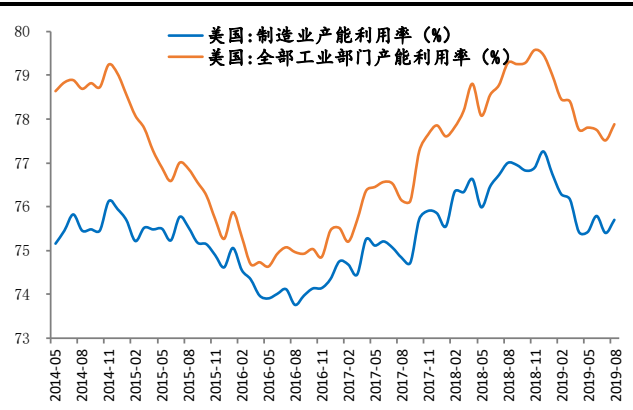
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表10: 美国8月零售及核心CPI超预期上行



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表11: 美国制造业产能利用率下行



资料来源: Wind, 恒大研究院

4、美债利率水平回升、市场降息预期有所消退，主因避险情绪下降和通胀预期升温。但我们认为美国经济基本面短期内仍将继续放缓，一致性及滞后性指标表现超预期但领先性指标走弱，年内仍有概率再度降息。

美债利率回升、市场降息预期下降，主因政治经贸事件驱动，而非经济基本面出现显著变化。9月以来美债利率迅速上升，9月上旬10年期国债利率一度达1.9%，较8月末提高40BP。同时，截至美联储议息会议结果公布的前夕，CME芝加哥商品交易所的数据预计9月美联储降息概率为54.2%，较9月初下降42个百分点。一般而言，政策利率主要受到经济基本面的影响，而市场利率不仅取决于基本面，还受到避险情绪、资产配置需求等因素影响。9月以来美国经济数据显示美国经济依然处于放缓阶段，经济基本面并无显著改善，本次降息预期的大幅下滑和市场利率水平的走高主因政治事件驱动。

9月以来市场避险情绪缓和主要受到两方面因素影响，一是中美贸易谈判双方不断释放善意，二是英国女王批准了暂时防止“硬脱欧”的法案。在我们前期报告曾多次指出，中美贸易摩擦是美联储货币政策转向和市场降息预期的重要影响因素，中美贸易摩擦8月升级使得市场避险情绪上升。此外，7月鲍里斯当选英国首相后，市场对英国“硬脱欧”预期上升，对全球经济放缓担忧进一步上升。进入9月以来，中美不断就贸易谈判释放善意，9月12日美国宣布推迟对原计划2500亿商品加征关税至10月15日，中国宣布对新的美国农产品采购排除加征关税，中美贸易摩擦紧张局势在一定程度上有所减缓。此外，9月9日英国女王伊丽莎白二世批准英国国会提交的阻止无协议脱欧法案，市场对英国“硬脱欧”担忧

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_10003

