

## 联储降息内部分歧加大，经济走势决定宽松持续

### 摘要

美联储9月议息会议决定再次降息25bps，符合市场预期。但联储内部分歧加大，有3位票委对本次降息持否决票，并且点阵图显示17位委员对2019年、2020年的利率路径也有较大分歧。我们认为这一方面是因为美国经济数据喜忧参半导致委员们对未来美国经济走势的预判出现差异。另外，来自特朗普的政治施压也在某种程度加剧了这种分歧。未来利率路径不确定性提高，经济过度悲观预期消解后，联储将退出快节奏放松货币政策的操作模式，并重回依赖经济数据，因而对货币政策操作也会更为耐心。

就年内而言，全球经济下行，中美贸易摩擦的不确定性均意味着美国经济依然有下行压力，因而联储在4季度可能再降息1次。需要指出的是鲍威尔表示联储将重启扩表这并不等同于重启QE，这里的扩表属于公开市场投放流动性的常规范畴。中国央行或将跟随联储降息步伐在10月调低MLF利率，如果央行降低短端利率，则将进一步打开长端利率下行空间。

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn  
分析师：张伟  
执业证号：S1250519060003  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 供需双缩经济放缓压力上升，稳增长政策需更有效 (2019-09-17)
2. 经济预期改善风险资产回升，调整还是反转？ (2019-09-15)
3. 信贷社融略超预期但不改融资收缩趋势 (2019-09-12)
4. 猪周期推升通胀，但无需过度担忧 (2019-09-10)
5. 贸易战影响渐显叠加全球经济走弱，外需继续走弱 (2019-09-08)
6. 降准后资金将继续在金融市场淤积 (2019-09-08)
7. 供需双缩，经济放缓压力上升 (2019-09-01)
8. 8月CPI同比能否到“3”——基于商务部和农业部数据的不同预测结果 (2019-08-30)
9. 政策继续囿于结构，信用收缩经济逐步放缓——月度经济预测 (2019-08-30)
10. 猪又飞了，这次影响如何？ (2019-08-28)

**美联储年内第2次降息如期落地。**北京时间今日凌晨，FOMC 委员以 7:3 的投票比例赞成降息 25bps，将联邦基准利率维持在 1.75%-2.0%，符合市场预期。投反对票的三位当中，布拉德认为应该降息 50bps，而乔治、罗森格伦认为应当保持利率不变。联储内部对 9 月降息分歧加大。联储在政策声明中重申，将采取措施维持经济扩张，本次降息是为了应对全球经济放缓与通胀压力。鲍威尔讲话总体中性，认为经济前景良好，关注全球经济和贸易摩擦不确定性对经济的影响，利率调整将依赖未来的经济数据。为了给银行提供充足的准备金，联储或重启扩表，但这更多属于技术层面的操作，没有重启 QE 大幅扩表的意图。议息会议声明发布及鲍威尔讲话之后，美国长端国债收益率下行，美国三大股指先跌后反弹，美元指数上行，黄金价格震荡下行。

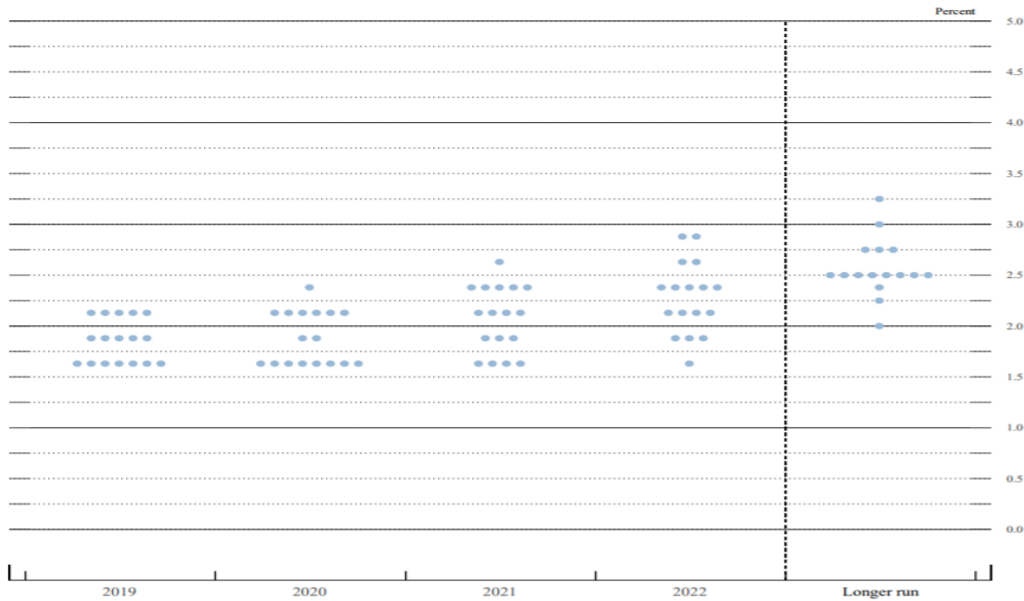
**联储内部分歧加大。**除了 9 月议息会议中出现 3 票反对外，联储内部对于 2019 和 2020 年的利率路径也存在明显分歧。2019 年利率预测中位数为 1.875%，显示年内不会再有降息。但 17 位委员中有 7 位认为年内还需降息 1 次，5 位委员不赞成本次降息希望维持利率不变，剩下 5 位委员同意本次降息，但认为年内不应该再降息。而 2020 年的利率预测中位数与 2019 年相同均为 1.875%，意味着 2020 年也将不再降息。但点阵图会随着经济变化而变化，因而不是绝对的。鲍威尔也表示不应该将点阵图指示的利率水平视为一成不变。

**为何联储内部分歧会加大？**首先是美国经济数据喜忧参半，导致 FOMC 委员对美国未来经济走势存在分歧。当前美国私人投资和出口偏弱，但就业保持强劲，居民消费相关的零售收据依然向好。“分裂”的经济数据导致联储并不急于快速降息，会采取等待观望，等经济形势明朗再做行动。此外，联储也要遭受来自特朗普的“攻击”。虽然联储一直强调独立性，政治因素不会主导联储货币政策操作。但不可否认的是，特朗普的“指责”会增加联储舆论压力，并让一些委员顺从，而另一些委员为了彰显其独立性而更加鹰派，从而加大联储内部分歧。

**未来利率路径不确定性提高，经济过度悲观预期消解后，联储将退出快节奏放松货币政策的操作模式，并重回依赖经济数据，因而对货币政策操作也会更为耐心。**美国失业和通胀数据并不支持联储开启一轮降息周期。8 月和 9 月的两次降息属于应对全球经济下行和中美贸易摩擦可能带来的经济衰退风险，属于“预防性”降息。但随着 8 月初以来美国经济数据有所改善，全球过度悲观预期消解，联储被市场“裹挟”而急切降息的情况将难以再现。未来联储的货币政策操作将依赖美国经济数据，这也意味着货币政策宽松节奏将有所减缓。

**就年内而言，联储可能再降息 1 次。**过度悲观预期消解，并不意味着美国经济将拐头向上。当前美国经济依然处于稳步下行，向其略低于 2% 的潜在增速收敛。并且全球经济延续下行，贸易摩擦难言缓解，这些均可能拖累美国经济。因而依然有维持货币政策宽松的必要。8 月美国 ISM 制造业 PMI 跌落至 49.1%，创下 2016 年 1 月以来的新低，以往 PMI 跌落至 50 附近或以下，联储大多时候会采取降息或其他宽松措施来对冲。当前 PMI 依然保持下行走势并未出现企稳回升迹象，因而预计 4 季度联储仍有可能再降息 1 次。

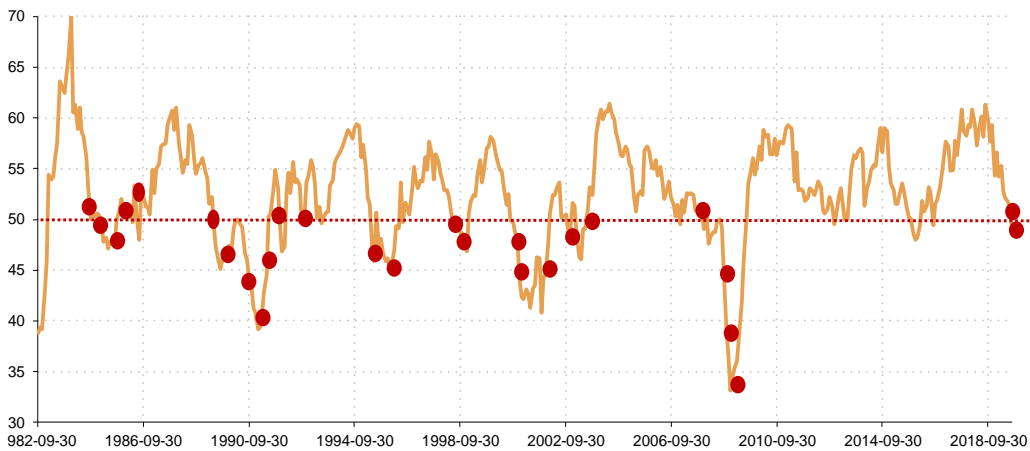
图 1：9 月 FOMC 会议点阵图



数据来源：FED，西南证券整理

图 2：PMI 没有看到企稳回升迹象，联储年内依然有降息可能

美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI



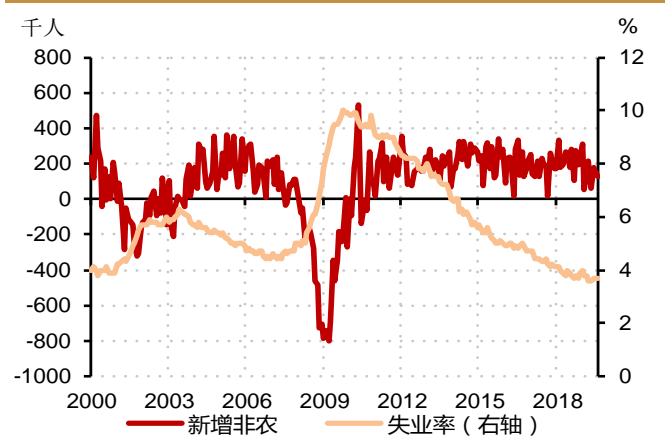
数据来源：wind、西南证券整理

联储对经济看法偏乐观，上调 2019/2021 年经济增长预测，金融条件保持宽松，美国经济短期衰退风险较小。与 6 月相比，联储上调 2019 年、2021 年 GDP 增速预测各 0.1 个百分点至 2.2% 和 1.9%，维持 2020 年 GDP 增长 2% 的预测。但联储小幅上调 2019 年失业率 0.1 个百分点至 3.7%。在议息会议声明联储表示美国经济以温和的速度增长，与 6 月措辞一致。美国经济稳步下行，短期内衰退风险较小。美国经济面临的下行压力主要来自全球经济放缓与中美贸易摩擦带来的私人部门投资偏弱和出口承压。但劳动力市场依然强劲，8 月美国失业率为 3.7%，依然处于 1960 年代以来的历史低位附近，薪资增速稳中趋升。总体美国经济依然保持缓慢下行的节奏，而货币宽松将一定程度延缓经济下行的斜率。

**图 3：联储上调经济预测**

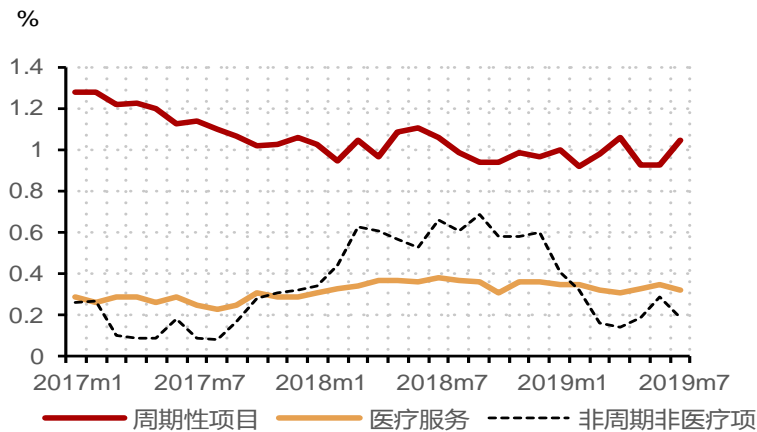
		预测中值				
		2019	2020	2021	2022	长期
实际GDP增 速	19M9预测	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
	19M6预测	2.1	2.0	1.8	1.9	1.9
失业率	19M9预测	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
	19M6预测	3.6	3.7	3.8	4.2	4.2
PCE	19M9预测	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
	19M6预测	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
核心PCE	19M9预测	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0
	19M6预测	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0
联邦基准 利率	19M9预测	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5
	19M6预测	2.4	2.1	2.4	2.5	2.5

数据来源：FED，西南证券整理

**图 4：美国就业市场依然保持强劲**


数据来源：wind，西南证券整理

**核心 PCE 将温和爬升，并不会对联储货币宽松构成制约。**联储维持通胀预测不变，2019 年-2020 年核心 PCE 预测分别为 1.8%、1.9%。近期沙特最大原油设置遭受袭击导致原油供给减少，市场担心这会推动原油价格持续上行并拉升美国通胀。但沙特对外宣布原油生产将超预期恢复，9 月份将向自己的客户足量供应石油，受此影响原油价格有所回落。考虑到全球经济持续回落原油需求不足，因而原油价格难以持续上行。从对核心 PCE 的分解可以看出，失业率维持低位对周期性通胀有支撑，而非周期非医疗项将跟随关税加征的落地而提升，预计 4 季度核心 PCE 将缓慢攀升至 1.7%-1.8% 左右。

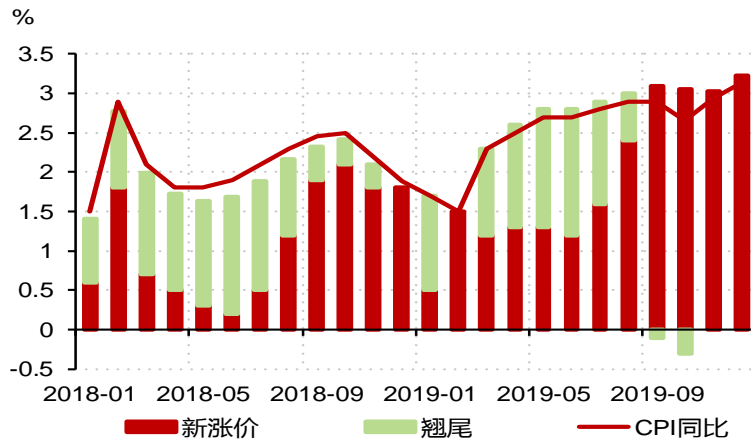
**图 5：美国核心 PCE 将温和回升**


数据来源：旧金山联储，西南证券整理

**联储将重启扩表以维持货币市场流动性稳定，这并不等同于重启 QE，属于公开市场投放流动性的常规范畴。**鲍威尔在发布会上表示，不担心纽约联储近期的正回购操作，将使用已有的工具保持货币市场稳定。联储将评估恢复资产负债表的增长，重启扩表的时间可能比预期要早。但这并不是重启 QE，而是在联储缩表后，面对银行存款准备金不足的问题，需要联储重新进入公开市场投放流动性。因而不能解读为联储重启 QE 并大幅放松货币政策，鲍威尔也表示近期的正回购不影响经济和货币政策。

中国央行或将跟随联储降息步伐在10月调低MLF利率。9月17日央行缩量续作MLF，并维持利率不变。在9月16日降准落地的基础上央行续作MLF，显示央行维护流动性宽松意愿明确。LPR改革才刚开始实行，银行需要时间适应新的基准利率形成机制。因而短期内央行降低MLF必要性有限。但是经济下行压力上升，以及降低实体融资成本的压力不减，依然需要央行降低公开市场利率来给予支持。10月是年内降息较好的时间窗口，因为11-12月的通胀可能超过3%，对宽货币也会构成制约。如果央行降低MLF或逆回购利率则总体利好债市，短期利率下行会进一步打开长端利率下行空间。

图6: CPI同比增速预测



数据来源: Wind, 西南证券整理

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\\_10015](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10015)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>