

证券研究报告 / 宏观数据

若贸易谈判无变数则 10 月难有再降息——9 月美联储利率会议点评

报告摘要：

美联储宣布降息 25bp，下调联邦基金利率至 1.75%-2.00%，符合市场预期。但从美联储点阵图来看，年内可能不会再有降息，所以市场将其解读为鹰派降息。在新闻发布会中，鲍威尔不断提及贸易摩擦对经济影响的不确定性。美国经济当前属于“退而未衰”的阶段，而且居民消费和就业数据一直表现较好，从美联储一贯风格来看，此时并无连续降息两次的必要。但是贸易摩擦及谈判的不确定性给未来经济带来了很大的潜在风险，为了预防未知的风险，美联储不得不再次实行预防式降息。

鲍威尔在随后的新闻发布会上提出美联储将重新讨论何时扩大资产负债表的问题，并称扩表时间可能比预期的更早，但没有给出具体时间，未来是否采用不降息但扩表的组合需继续观察。对于经济数据的预测，与 6 月份预测相比，美联储将今年经济增速预期上调了 0.1 个百分点至 2.2%，但将失业率预测亦上调 0.1 个百分点至 3.7%；PCE 及核心 PCE 预测分别维持在 1.5% 和 1.8% 不变。近期数据观察来看，我们认为受到消费的拉动，美国三季度经济增长仍有一定支撑，但高位回落的趋势不变，尤其是贸易摩擦对企业投资情绪有持续的压制，核心耐用消费品订单增长疲软，其影响逐渐会传导至未来经济数据当中。

我们此前分析过，7 月末美联储会议之后，特朗普突然升级贸易战，是对中国极限施压的同时，也是在逼迫当时鹰派降息的美联储再度转鸽。本届美联储不断受到白宫和市场的“双绑架”，其独立性大大削弱。从鲍威尔“美国贸易政策使经济前景承压”、“当前是做出判断很困难的时期”等表述来看，决定未来美联储降息路径的主要因素仍是贸易谈判的进展。我们认为如果 10 月份中美谈判进展顺利，则美联储大概率不会再降息。

美联储再度降息，中国 9 月 LPR 利率调降的几率较大。9 月 17 日 MLF 减量续作不降息，在我们的预期之内，但 LPR 加点数降低的概率较大。8 月经济数据全面不及预期，且全面降准后银行流动性较为充裕，有助于降低其成本、降低 LPR 加点数。美联储已经两度降息，中国政策利率是否一直不调整？我们觉得未必，但需抓住时间窗口。10 月份之后 CPI 会明显抬升，将压缩货币政策空间，所以利率调整宜早不宜晚。



相关报告

《工业通缩与贸易摩擦加大经济下行压力，9 月 LPR 利率降低概率增加——8 月经济数据点评》(20190916)

《CPI 超预期上行，年末破 3% 概率较大——8 月物价数据点评》(20190911)

《数说特朗普当前处境及未来行动演绎》(20190903)

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目录

1. 美联储如期降息但表态偏鹰 3

2. 贸易摩擦带来的不确定性为降息的主要原因 4

3. 扩表可能较预期更早，美联储小幅上调经济预期 5

4. 若贸易谈判进展顺利则 10 月难有再降息..... 6

5. 中国 9 月降低 LPR 可能性较大..... 7

图 1: 美联储点阵图显示年内再无降息 3

图 2: 标普 500 下跌后回升 4

图 3: 道指下跌后回升 4

图 4: 纳指下跌后回升 4

图 5: 10 年期美债收益率上行 4

图 6: 金价下跌 4

图 7: 美元指数跳涨 4

图 8: 美国居民消费增长平稳 5

图 9: 美国失业率仍处历史低位 5

图 10: 美联储小幅上调经济增长预期 6

图 11: 美国核心耐用品订单增速下降 6

图 12: 10 月降息预期为 44.9% 7

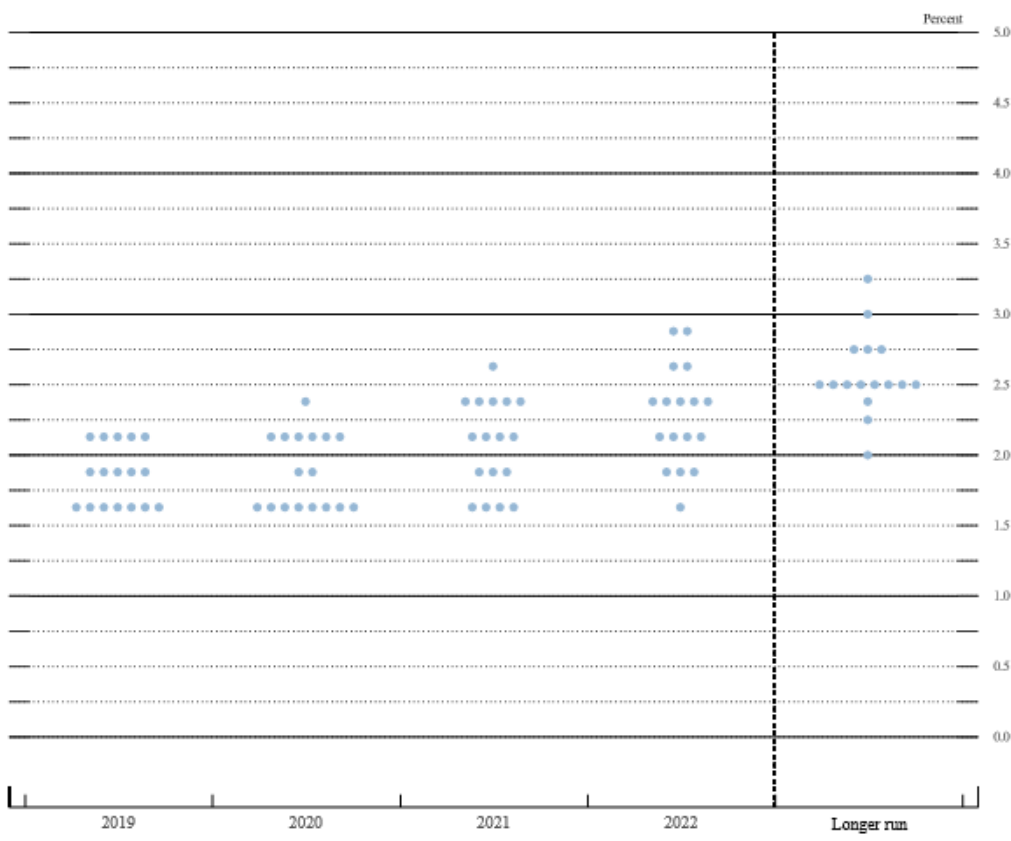
图 13: 中美利差较大 8

1. 美联储如期降息但表态偏鹰

北京时间 9 月 19 日凌晨 2:00，美联储宣布降息 25bp，下调联邦基金利率至 1.75%-2.00%，符合市场预期。美联储本次降息为继 7 月份降息之后年内第二次降息。同时美联储将超额存款准备金利率（IOER）下调 30 个基点，至 1.8%；下调贴现利率 25 个基点，至 2.50%；下调隔夜逆回购利率 30 个基点，至 1.70%。

从美联储点阵图来看，年内可能不会再有降息。对于年内接下来的利率预期，美联储 17 位成员中，5 位预期将加息 25bp，5 位预期不变，7 位预期降息 25bp；按中位数计算，今年年内及明年再无降息，而 2021 年会加息一次，所以市场将其解读为鹰派降息。美股三大指数一度跌近 1%，但随着鲍威尔在新闻发布会上释放鸽派态度，美股回升，标普 500 收盘微涨 0.03%，道指涨 0.13%，纳指微跌 0.11%。美债收益率大幅上扬，2 年期和 10 年期国债利差收窄至 2.7bp。金价短线跳水而后小幅回升，美元短线跳涨。

图 1：美联储点阵图显示年内再无降息



数据来源：东北证券，FOMC

图 2: 标普 500 下跌后回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 道指下跌后回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 纳指下跌后回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 10 年期美债收益率上行



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 金价下跌



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 美元指数跳涨



数据来源: 东北证券, Wind

2. 贸易摩擦带来的不确定性为降息的主要原因

在新闻发布会中, 鲍威尔不断提及贸易摩擦对经济影响的不确定性。回顾 7 月利率会议以来市场预期及美联储态度的变化, 可以看出贸易谈判已经是影响美联储决策

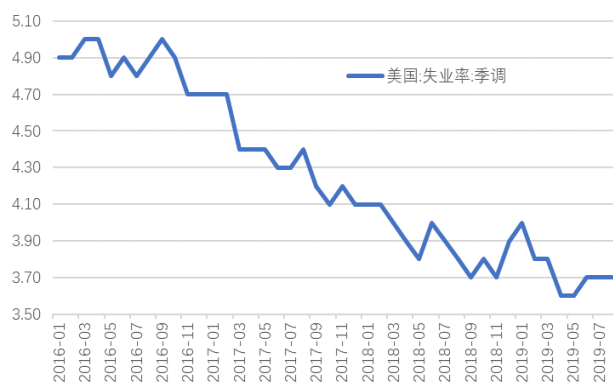
的主要因素，符合我们一直以来的判断。美国经济当前属于“退而未衰”的阶段，而且居民消费和就业数据一直表现较好，从美联储一贯风格来看，此时并无连续降息两次的必要。但是贸易摩擦及谈判的不确定性给未来经济带来了很大的潜在风险，为了预防未知的风险，美联储不得不再次实施预防式降息。

图 8: 美国居民消费增长平稳



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 美国失业率仍处历史低位



数据来源: 东北证券, Wind

3. 扩表可能较预期更早，美联储小幅上调经济预期

鲍威尔在随后的新闻发布会上提出美联储将重新讨论何时扩大资产负债表的问题，并称扩表时间可能比预期的更早，但没有给出具体时间，未来是否采用不降息但扩表的组合需继续观察。这一表态较为鸽派，也是市场情绪转好的主要原因。

对于经济数据的预测，与 6 月份预测相比，美联储将今年经济增速预期上调了 0.1 个百分点至 2.2%，对 2020 年的经济增长预期维持在 2.0% 不变，将 2021 年经济增长预期上调 0.1 个百分点至 1.9%。同时将今年失业率预测亦上调 0.1 个百分点至 3.7%；2020 及 2021 年失业率维持在 3.7% 和 3.8% 不变。今年 PCE 及核心 PCE 预测分别维持在 1.5% 和 1.8% 不变。鲍威尔表示美国家庭消费增长强劲，但企业固定资产投资和出口疲软。

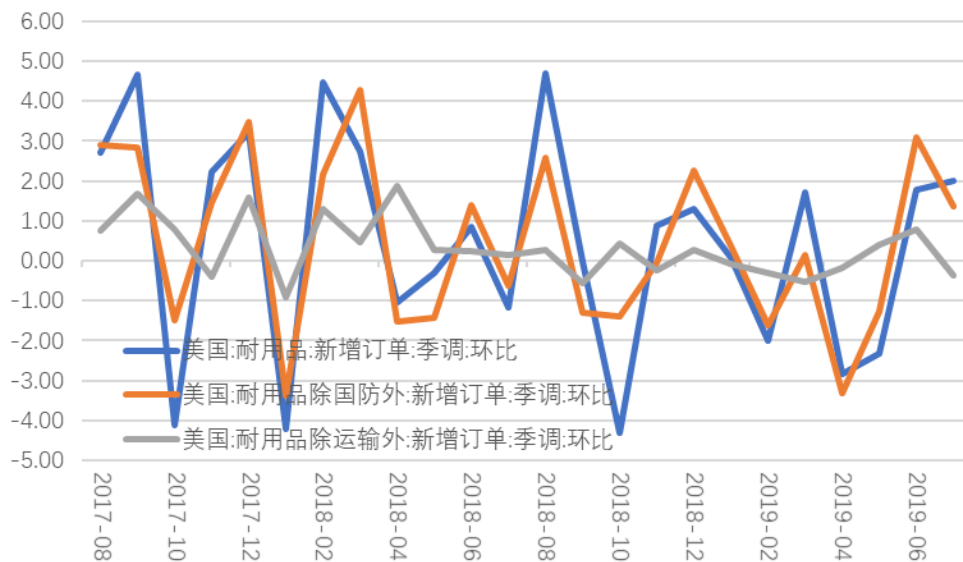
近期数据观察来看，我们认为受到消费的拉动，美国三季度经济增长仍有一定支撑，但高位回落的趋势不变，尤其是贸易摩擦对企业投资情绪有持续的压制，核心耐用品订单增长疲软，其影响逐渐会传导至未来经济数据当中。

图 10: 美联储小幅上调经济增长预期

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	2.1-2.4	1.7-2.3	1.7-2.1	1.6-2.1	1.7-2.1
June projection	2.1	2.0	1.8		1.9	2.0-2.2	1.8-2.2	1.8-2.0		1.8-2.0	2.0-2.4	1.5-2.3	1.5-2.1		1.7-2.1
Unemployment rate	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2	3.6-3.7	3.6-3.8	3.6-3.9	3.7-4.0	4.0-4.3	3.5-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.3-4.2	3.6-4.5
June projection	3.6	3.7	3.8		4.2	3.6-3.7	3.5-3.9	3.6-4.0		4.0-4.4	3.5-3.8	3.3-4.0	3.3-4.2		3.6-4.5
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5-1.6	1.8-2.0	2.0	2.0-2.2	2.0	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0
June projection	1.5	1.9	2.0		2.0	1.5-1.6	1.9-2.0	2.0-2.1		2.0	1.4-1.7	1.8-2.1	1.9-2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	1.8	1.9	2.0	2.0		1.7-1.8	1.9-2.0	2.0	2.0-2.2		1.6-1.8	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	
June projection	1.8	1.9	2.0			1.7-1.8	1.9-2.0	2.0-2.1			1.4-1.8	1.8-2.1	1.8-2.2		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5	1.6-2.1	1.6-2.1	1.6-2.4	1.9-2.6	2.5-2.8	1.6-2.1	1.6-2.4	1.6-2.6	1.6-2.9	2.0-3.3
June projection	2.4	2.1	2.4		2.5	1.9-2.4	1.9-2.4	1.9-2.6		2.5-3.0	1.9-2.6	1.9-3.1	1.9-3.1		2.4-3.3

数据来源: 东北证券, FOMC

图 11: 美国核心耐用品订单增速下降



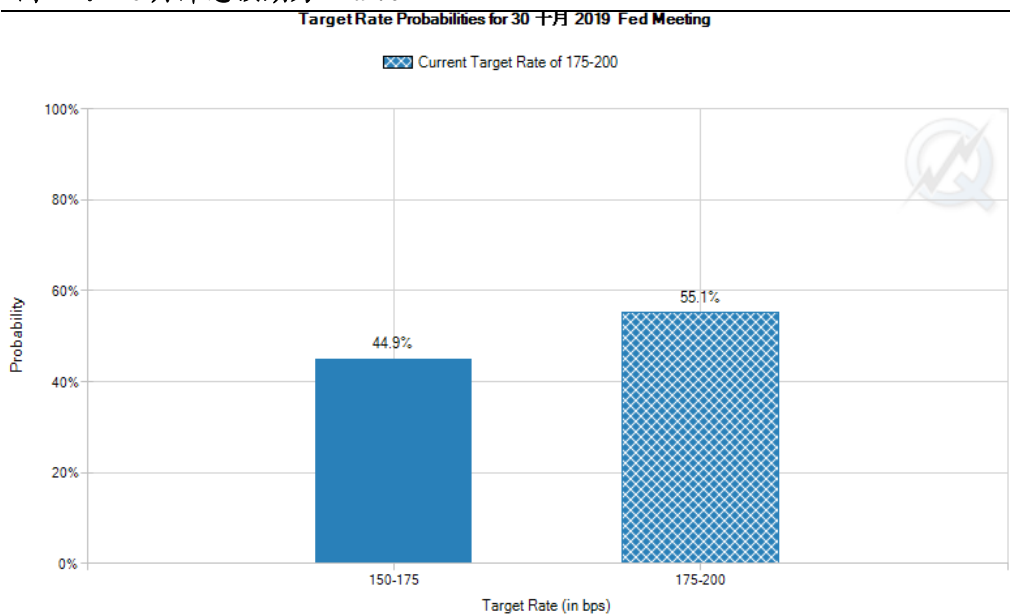
数据来源: 东北证券, Wind

4. 若贸易谈判进展顺利则 10 月难有再降息

我们此前分析过, 7 月末美联储会议之后, 特朗普突然升级贸易战, 是对中国极限施压的同时, 也是在逼迫当时鹰派降息的美联储再度转鸽。特朗普就任总统的前两年, 美国经济表现亮眼, 而今年开始出现放缓迹象, 这对急于谋求连任的特朗普并不是好消息, 所以特朗普不断施压美联储, 希望其降息以延缓经济的衰退。本届美联储不断受到白宫和市场的“双绑架”, 其独立性大大削弱。从鲍威尔“美国贸易政策使经济前景承压”、“当前是做出判断很困难的时期”等表述来看, 决定未来美联储降息路径的主要因素仍是贸易谈判的进展。我们认为如果 10 月份中美谈判进展顺利, 则美联储大概率不会再降息。

从 CME Fed Watch 的数据来看, 市场对于美联储 10 月的降息预期为 44.9%。

图 12: 10月降息预期为 44.9%



数据来源: 东北证券, CME Group

5. 中国 9 月降低 LPR 可能性较大

美联储再度降息, 中国 9 月 LPR 利率调降的几率较大。9 月 17 日 MLF 减量续作不降息, 在我们的预期之内, 但 LPR 加点数降低的概率较大。中国 8 月经济数据全面不及预期, 逆周期政策调节力度需要加大; 同时我们预计 9 月和 10 月 CPI 压力相对较小, PPI 则持续通缩状态, 所以当前为降低市场利率的最好窗口期; 9 月全面降准落地为银行提供了更充足的流动性, 便于其降低成本、降低 LPR 加点数; 目前中美 10 年期国债利差已经达到 134bp, 处于较高水平, 随着美联储降息落地, 我们认为 9 月 LPR 报价有较大可能下调。

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_10017

