

宏观点评

美国年内还降息么，中国跟不跟？——9月 FOMC 会议点评

事件：9月19日凌晨2点，美联储公布9月利率决议：下调联邦基金目标利率25bp至1.75-2.0%，并上调了经济预期、下调就业预期、维持通胀预期不变。

核心结论：

1、美联储如期降息，整体有鹰有鸽、但鸽大于鹰。9月FOMC会议美联储如期降息25bp，对家庭支出的表述由“开始回升”修改为“强劲增长”，对商业固定投资的表述由“持续疲软”修改为“已经走弱”，同时新增了“出口已经走弱”的表述。最新点阵图显示，支持年内第3次降息的官员增加至7位（6月为0人）。此外，美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，如果经济出现下行风险可能需要更多降息，扩表的时间也有可能比预期的更早。

2、美联储上调经济预期，下调就业预期，通胀预期不变；维持我们此前判断，美国经济短期仍有韧性、但中长期大概率显著走弱甚至衰退。美联储将2019年实际GDP增速预期由2.1%上调至2.2%，上调2019年失业率预期0.1个百分点。倾向于认为，美国上调经济预期与表现良好的消费数据有关，美国核心零售销售同比从年初以来就在持续回升，与此同时美国消费者信心指数依然维持高位，因此消费的强势表现并不完全源自关税升级引发的“抢消费”，并将继续对经济形成支撑。美联储上调失业率预期，主要受年初以来新增非农就业持续下滑影响，背后的原因是中美贸易摩擦的冲击。继续维持此前观点：鉴于美国居民部门杠杆率处于良性水平、非金融企业债务压力尚可承受、金融体系抗风险能力显著增强，我们认为在不发生外部事件冲击的情况下，美国经济短期内发生衰退的可能性较低，但中长期仍很大可能迎来衰退（具体参阅《美国一季度GDP超预期的表与里》、《8图看清10Y-2Y美债收益率倒挂的表与里》）。

3、全球降息潮已然开启，我们判断，美联储年内大概率还会再降息1次，最可能的时点是12月，有望年底再扩表。本次会议后，联邦利率期货市场隐含10月降息的概率由之前的47%下降至41%，12月降息的概率由73%下降至65%。同时，历史经验显示，美联储曾有过多在通胀上行时期降息的表现，且相对整体通胀而言，美联储更加关注核心通胀，因此短期油价波动带来的通胀变化并不会成为美联储决策的主要依据。综合考虑美国经济已开始放缓、中美贸易摩擦仍未缓和、全球主要央行已全面转鸽、特朗普频频施压等因素，维持此前判断：美联储年内还会再降息1次，最可能的时点是在12月，最快将于年底开始重新扩表。

4、美联储降了，中国跟不跟？维持此前判断，短期货币政策将继续宽松，中长期维持稳健，即：本次降准完后可能再降一次（最快年底年初），后续大概率会降低MLF利率（预计1-2个月内），也不排除降低OMO利率；年内LPR报价也有望再调降2-3次，但房贷利率不会下调。其中，9月17日MLF利率“失望”地没有下调，倾向于认为只是节奏被干扰了、但方向并没有变。中长期看，2020年上半年我国CPI同比可能维持高位，将一定程度上限制货币政策总量层面的进一步宽松，但货币政策总基调已转为稳增长和疏通货币传导机制，重点预计落在结构性调节和利率并轨等方面。（具体请参阅《从猪周期到CPI破3的测算，及如何影响货币政策》、《还有下次降准么？利率呢？》）

风险提示：1. 美联储货币政策立场发生摇摆；2. 中美贸易谈判超预期好转。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《从猪周期到CPI破3的测算，及如何影响货币政策》2019-09-11
- 2、《还有下次降准么？利率呢？》2019-09-06
- 3、《8图看清10Y-2Y美债收益率倒挂的表与里》2019-08-15
- 4、《美联储十年来首次降息，更像历史上哪轮？》2019-08-01
- 5、《美国降息几成定局，关键是节奏——6月FOMC会议点评》2019-06-20
- 6、《美联储要降息了，中国呢？大类资产怎么走？》2019-06-05
- 7、《美国一季度GDP超预期的表与里》2019-04-27
- 8、《以史为鉴：全球流动性重回宽松，大类资产何去何从？》2019-03-24



内容目录

美联储如期降息，整体有鹰有鸽、但鸽大于鹰	3
美联储上调了经济预期，下调就业预期，通胀预期不变	4
美联储年内大概率会再降一次，中国跟不跟？	6
风险提示	7

图表目录

图表 1: 2019年9月 FOMC 利率点阵图	3
图表 2: 2019年6月 FOMC 利率点阵图	3
图表 3: 近三次 FOMC 会议声明对比	4
图表 4: 美联储近 4 次经济预期对比 (红色表示预期调整)	5
图表 5: 美国 GDP 中个人消费支出占比为 70%	5
图表 6: 当前美国消费者信心指数仍处高位	5
图表 7: 美国核心零售销售同比年初以来持续回升	5
图表 8: 非农下滑指向失业率或将回升	5
图表 9: FOMC 决议公布后市场对于美联储降息预期有所降温	6
图表 10: 短期通胀抬升并不会制约美联储降息	6
图表 11: 通胀对货币政策的制约逐渐减弱	7

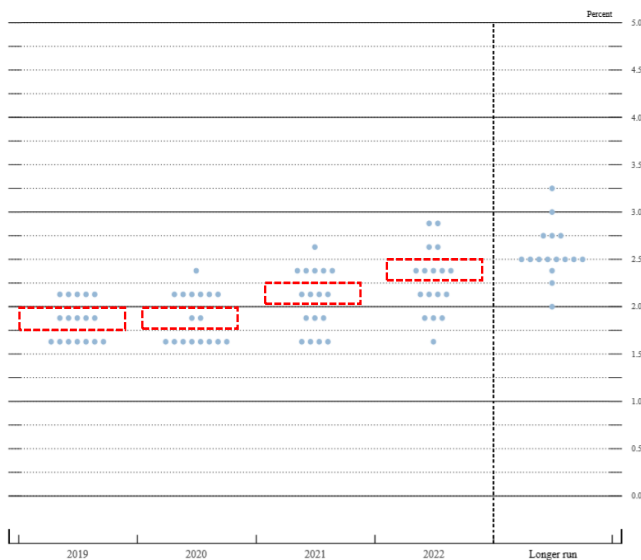
美联储如期降息，整体有鹰有鸽、但鸽大于鹰

美联储9月FOMC如期降息，最新点阵图显示预计年内会再次降息的官员有所增加。9月的FOMC会议美联储决定下调联邦基金目标利率25bp至1.75%-2.0%，同时将超额准备金利率从2.1%下调至1.8%，将贴现率从2.75%下调至2.5%。会议声明与8月相比，对家庭支出的表述由“开始回升”修改为“强劲增长”，对商业固定投资的表述由“持续疲软”修改为“已经走弱”，同时新增了“出口已经走弱”的表述。同时，与6月的点阵图相比，最新点阵图支持年内第3次降息的官员增加了7人（6月0人），支持2020年将联邦基金利率控制在2%以上的有7人（6月10人）。

在随后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美联储致力于做出最佳的决定，降息为抵御风险提供保障，可以保证经济增长强劲。如果经济出现下行风险，有可能需要更多降息，并会重新讨论何时扩大资产负债表的问题，扩大资产负债表规模的时间有可能比预期的更早；地缘政治事件加大未来90天的不确定性；美国的潜在增长率更多由财政政策决定，而不是取决于货币政策；本周推出的正回购操作是临时性的，不希望作为美联储的常用工具。

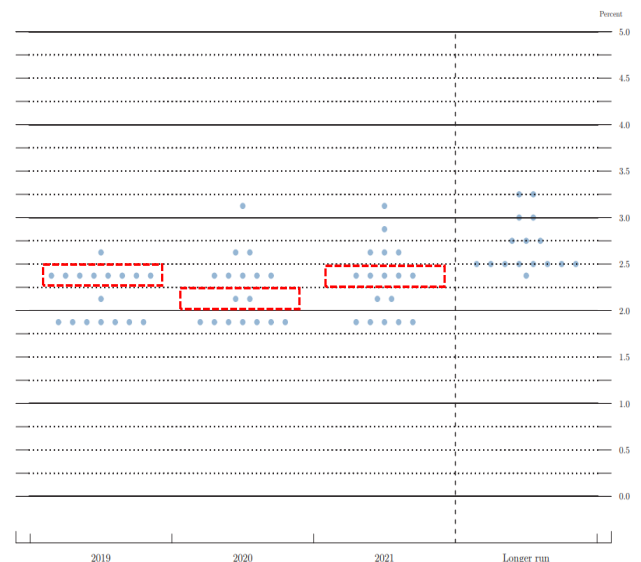
整体来看，本次FOMC会议的结果基本符合市场预期，政策声明对经济的表述依然较为乐观。虽然点阵图中位数与6月一致，但支持降息的官员明显增加，反对降息或支持加息的官员明显减少，表明美联储内部关于降息的分歧有所弥合。此外，鲍威尔的发布会内容释放了更多鸽派信号，暗示了进一步降息以及重新扩张资产负债表的可能，也并未再提周期中的调整（mid-cycle adjustment）。种种迹象显示，美联储货币政策立场事实上正逐步开始转鸽。

图表1：2019年9月FOMC利率点阵图



资料来源：Fed，国盛证券研究所

图表2：2019年6月FOMC利率点阵图



资料来源：Fed，国盛证券研究所

图表3: 近三次 FOMC 会议声明对比

会议时间	2019/6/20	2019/8/1	2019/9/19
联邦基金目标利率	2.25%-2.5%	2.0-2.25%	1.75-2.0%
缩表计划	维持不变	8月1日结束缩表, 此前计划9月底结束	已停止
经济增长	温和增长 (rising at a moderate rate)	温和增长 (rising at a moderate rate)	温和增长 (rising at a moderate rate)
劳动力市场	劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low)
薪资增长	稳固增长 (has been solid)	稳固增长 (has been solid)	稳固增长 (has been solid)
家庭支出	开始回升 (has picked up)	开始回升 (has picked up)	强近增长 (rising at a strong pace)
固定投资	持续疲软 (has been soft)	持续疲软 (has been soft)	已经走弱 (have weakened)
通胀表现	整体通胀和核心通胀低于 2% (running below 2 percent)	整体通胀和核心通胀低于 2% (running below 2 percent)	整体通胀和核心通胀低于 2% (running below 2 percent)
其它表述变化	删除“将保持耐心”, 新增“经济前景的不确定性有所增加, 鉴于这些不确定因素和缓和的通胀压力, 委员会将密切关注经济最新状况, 并将采取适当措施维持经济扩张。”	新增“鉴于全球增长对经济前景的影响以及通胀放缓, 美联储决定降息”的表述	新增“出口已经走弱”(exports have weakened)的表述

资料来源: FED, 国盛证券研究所

美联储上调了经济预期, 下调就业预期, 通胀预期不变

美联储将 2019 年和 2021 年的实际 GDP 增速预期分别由 2.1% 上调至 2.2%、由 1.8% 上调至 1.9%，上调 2019 年失业率预期 0.1 个百分点，PCE 通胀预期和核心 PCE 通胀预期维持不变。

从近期数据来看，美国上调经济预期主要与表现良好的消费数据有关。美国 GDP 中个人消费支出占比为 70%，因此强劲的消费是美国经济的主支撑。美国核心零售销售同比从年初以来就在持续回升，与此同时美国消费者信心指数依然维持高位，因此消费的强势表现并不完全源自关税升级引发的“抢消费”。美联储上调失业率预期，主要受年初以来新增非农就业持续下滑影响，背后的原因是中美贸易摩擦的冲击。由于非农就业人数是失业率的前瞻指标，美国新增非农就业自年初以来就延续下滑趋势，指向失业率可能在明年触底回升，这也是支持美联储连续降息的关键。

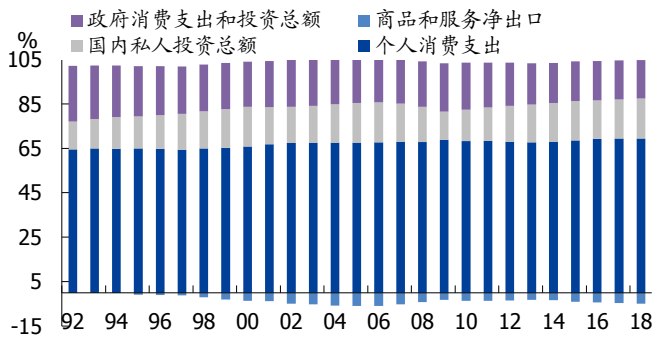
继续维持前期报告《美国一季度 GDP 超预期的表与里》的观点，回溯历次美国经济衰退的过程，发现背后的根本原因都是居民或企业部门过度加杠杆导致大量债务违约，引发金融体系崩溃，最终拖累经济陷入衰退。当前来看，鉴于美国居民部门杠杆率处于良性水平、非金融企业债务压力尚可承受、金融体系抗风险能力显著增强，我们认为在不发生外部事件冲击的情况下，美国经济短期内发生衰退的可能性较低。本次美联储对美国经济的预期偏乐观，也印证了我们的判断。但中长期看，美国经济仍大概率会**显著走弱甚至衰退**（具体参见《8 图看清 10Y-2Y 美债收益率倒挂的表与里》）。

图表4: 美联储近4次经济预期对比 (红色表示预期调整)

经济指标	公布月份	2019年	2020年	2021年	2022年	长期
实际 GDP 增速	2019年9月	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
	2019年6月	2.1	2.0	1.8		1.9
	2019年3月	2.1	1.9	1.8		1.9
	2018年12月	2.3	2.0	1.8		1.9
失业率	2019年9月	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
	2019年6月	3.6	3.7	3.8		4.2
	2019年3月	3.7	3.8	3.9		4.3
	2018年12月	3.5	3.6	3.8		4.4
PCE 通胀	2019年9月	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
	2019年6月	1.5	1.9	2.0		2.0
	2019年3月	1.8	2.0	2.0		2.0
	2018年12月	1.9	2.1	2.1		2.0
核心 PCE	2019年9月	1.8	1.9	2.0	2.0	
	2019年6月	1.8	1.9	2.0		
	2019年3月	2.0	2.0	2.0		-
	2018年12月	2.0	2.0	2.0		-

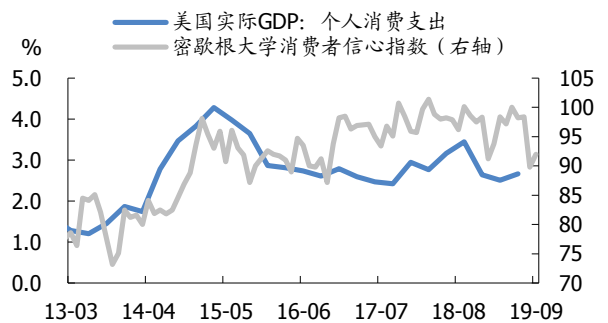
资料来源: Fed, 国盛证券研究所

图表5: 美国 GDP 中个人消费支出占比为 70%



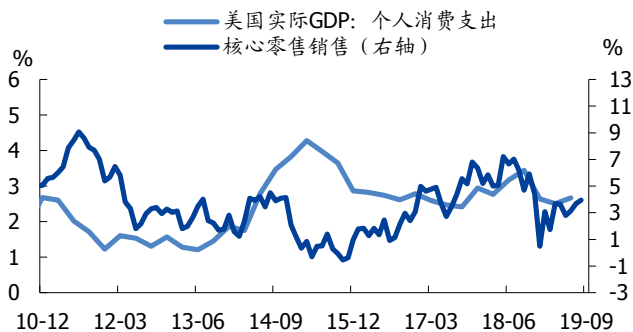
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 当前美国消费者信心指数仍处高位



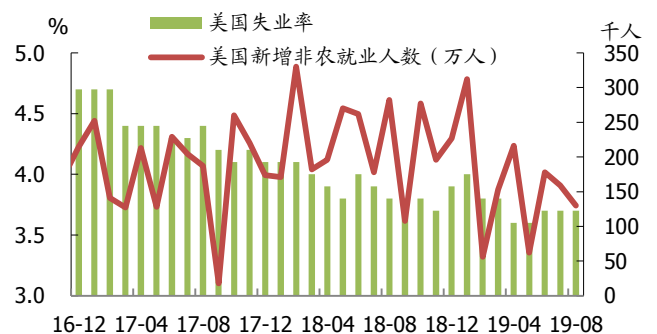
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 美国核心零售销售同比年初以来持续回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 非农下滑指向失业率或将回升

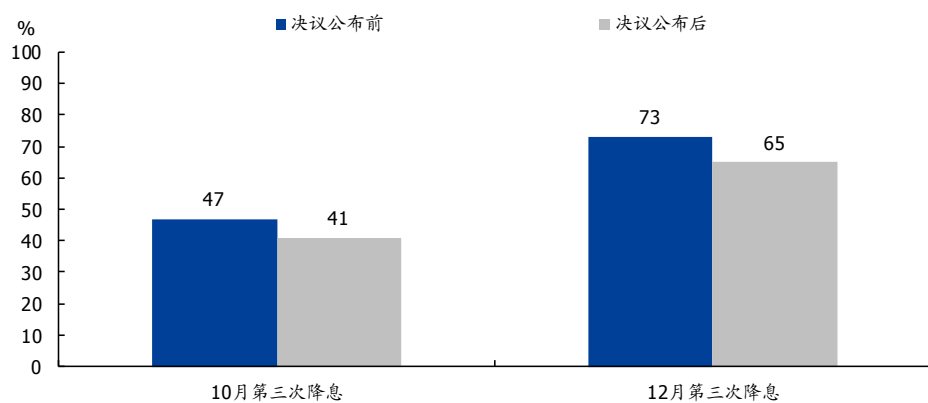


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

美联储年内大概率会再降一次，中国跟不跟？

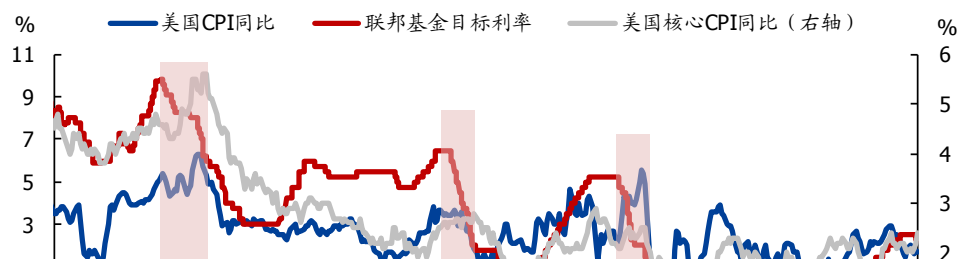
市场对美联储降息预期有所降温，我们认为美联储年内大概率还会再降1次。FOMC决议公布后，联邦利率期货市场隐含的10月第三次降息的概率由之前的47%下降至41%，12月第三次降息的概率由73%下降至65%。近期受沙特石油设施遭遇袭击影响，原油价格大幅上涨，可能推升美国通胀水平，部分市场观点认为这将阻碍美联储继续降息。但回溯历史可以发现，美联储曾有多次在通胀抬升时期连续降息的表现，并且相对于整体通胀而言，美联储更看重核心通胀，因此短期能源价格波动带来的通胀变化并不会成为美联储决策的主要依据。综合考虑美国经济已开始明显放缓、中美贸易摩擦仍未缓和、全球主要央行已全面转鸽、特朗普频频施压等因素，维持此前判断：美联储年内还会再降息1次，最可能的时点是在12月，并有望最快将于年底开始重新扩表。

图表 9: FOMC 决议公布后市场对于美联储降息预期有所降温



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 10: 短期通胀抬升并不会制约美联储降息



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_10022

