

美联储下一步怎么走？

——9月美联储议息会议点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007 钟奕昕（联系人）证书编号：S0280118040021

● 美联储宣布降息，但内部分歧加大

9月FOMC会议声明对美国经济形势的评估总体变化不大。美联储认为，美国经济活动以温和的速度增长，就业增长保持稳定，家庭支出强劲增长，但企业固定投资和出口有所下降。鉴于全球形势对经济前景的影响，以及通胀压力减弱，FOMC决定将联邦基金利率目标区间下调25个基点至1.75%-2.00%区间。委员会认为，降息将支持美国经济活动持续扩张、劳动力市场状况强劲以及通胀率接近委员会设定的2%的对称目标，但关于这一前景的不确定性依然存在。

根据9月议息会议的投票结果和美联储最新公布的“点阵图”来看，美联储内部分歧加大。此次决议较7月底会议的投票新增一票反对，圣路易斯联储主席James Bullard希望降息50个基点。“点阵图”显示，美联储官员对2019年、2020年利率中值的预期为1.875%，其中有5位官员预计2019年底利率为2.125%，即应该维持在2%-2.25%区间不变；5位官员预计2019年底利率为1.875%，即年内无需进一步降息；另有7位官员预计2019年底利率为1.625%，即认为年底前仍有必要再降息一次。

● 常备回购便利需等待时机，重启QE可期

美国经济形势比较健康，贸易谈判又有新进展，市场风险偏好回升，融资需求增加，尤其是周一美国企业缴税叠加国债拍卖，市场流动性紧缺，9月17日EFFR甚至突破联邦利率目标上限2.25%，达到2.3%，这干扰了降息概率，美联储降息预期一度下降至50%左右。为了应对临时流动性紧缺，纽约联储10年来首次开展隔夜回购操作，向市场投放流动性，缓解货币市场短期压力。

次贷危机后，由于金融机构准备金充沛，美联储通过下限系统调控利率。但是缩表导致准备金收缩，再加上金融监管加强以及风险偏好下降，金融机构对准备金的需求超出美联储估计。当前的下限系统，加息容易，但由于缺乏对利率目标上限的控制，无法像欧洲央行一样通过下调利率走廊上限来降息。为了缓解流动性紧张，美联储进行一个技术性调整，将超额准备金利率下调至1.8%、隔夜逆回购利率下调至1.7%，这种方式操作空间有限，也无法避免EFFR突破目标上限，而隔夜逆回购利率低于目标下限0.5个百分点，也将无法确保EFFR始终高于利率目标下限，美联储利率调控系统“不仅屋顶漏，地板也塌陷了”。

解决美联储利率调控系统缺陷的方案有三个。一是继续像9月17日、18日一样采用公开市场操作调控流动性。但以后可能要频繁公开市场操作，成本较高，鲍威尔表示不希望频繁进行公开市场操作。二是构建利率走廊。隔夜逆回购利率、IOER为利率走廊下限，然后设置一个常备回购便利利率作为利率走廊上限，但这由于技术性问题还需继续讨论。三是重启QE，回到金融机构流动性充足状态，此时美联储的下限系统运行良好。鲍威尔发言暗示这种可能性。

● 不确定的经济形势，困难的前瞻指引

鲍威尔表示，如果经济确实下滑，美联储将采取一系列降息举措，但目前没这个必要。虽然鲍威尔表示美联储官员普遍认为美国经济运行强劲，但FOMC三位票委投反对票，表明美联储内部对美国经济形势、降息有观点分歧。

近期公布的经济数据显示美国喜忧参半。一方面，美国劳动力市场仍然紧俏，薪资增速超预期回升，美国经济的主要动力消费者支出依旧稳健。但另一方面，ISM制造业PMI跌破荣枯线，新增非农就业人数连续下降，私人投资增速疲弱，全球经济放缓和贸易局势不确定性等仍是经济下行的风险因素。

不确定的美国经济走势决定了美联储货币政策边走边看，前瞻指引面临困难，点阵图也随时可能会变。相比之下，欧洲央行的货币宽松则超出市场预期、比较确定，这也是降息后美元走强、黄金价格走弱的原因。欧美经济差异很难用经济周期错位来解释，欧洲经济问题主要是结构性的，货币宽松未必能有效。

● 风险提示：美国货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：重启QE并降息，欧央行超预期货币宽松

2019-09-15

国际经济及大宗商品：美国新增非农就业人数放缓，但鲍威尔仍比较乐观

2019-09-08

国际经济及大宗商品：美联储将采取适当行动，维持美国经济扩张

2019-08-25

国际经济及大宗商品：美联储降息能刺激投资吗

2019-08-11

宏观点评：美联储预防性降息，或非启动降息周期

2019-08-01

国际经济及大宗商品：美联储考虑设置SRF，解决降息技术问题

2019-07-14

国际经济及大宗商品：美联储降息的一个技术性问题

2019-06-23

国际经济及大宗商品：为什么中国国债收益率远低于经济增速？

2019-03-17

国际经济及大宗商品：货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

2019-03-10

国际经济及大宗商品：为何美国经济增速超预期？

2019-03-03

国际经济及大宗商品：美国菲利普斯曲线“失效”了么？

2019-02-24

国际经济及大宗商品：未来美联储缩表走势如何演绎？

2019-02-17

目 录

1、 美联储宣布降息，但内部分歧加大.....	3
2、 常备回购便利需等待时机，重启 QE 可期.....	5
3、 不确定的经济形势，困难的前瞻指引.....	6

图表目录

图 1: 美联储点阵图.....	4
图 2: 美联储经济预期.....	4
图 3: 美联储降息概率.....	5
图 4: 次贷危机前的美联储利率调控体系.....	6
图 5: 次贷危机后的美联储利率调控体系.....	6
表 1: FOMC 会议声明对比.....	3

北京时间 2019 年 9 月 19 日凌晨，美联储公布 9 月 FOMC 会议声明，宣布降息 25 个基点，下调联邦基金利率至 1.75 %-2.00% 区间，为今年以来第二次降息，符合市场预期。对于此次降息，美联储以 7:3 的投票比例通过本次利率决定，其中 James Bullard 希望降息 50 个基点，而 Esther L. George 和 Eric S. Rosengren 希望维持利率不变。美联储会议声明公布后，美元指数走高，而美股三大指数先跌后涨，金价回落。

1、 美联储宣布降息，但内部分歧加大

表1: FOMC 会议声明对比

	2019 年 7 月 FOMC 会议声明	2019 年 9 月 FOMC 会议声明
经济增长	经济温和增长 (rising at a moderate rate)	经济温和增长 (rising at a moderate rate)
劳动力市场	就业增长一直保持稳定 (Job gains have been solid)，失业率维持低位 (remained low)	就业增长一直保持稳定 (Job gains have been solid)，失业率维持低位 (remained low)
通货膨胀	总体通货膨胀率和剔除食品和能源的核心通货膨胀率均低于 2% (below 2 percent)	总体通货膨胀率和剔除食品和能源的核心通货膨胀率均低于 2% (below 2 percent)
家庭消费支出	有所回升 (picked up from earlier in the year)	强劲增长 (rising at a strong pace)
固定资产投资	依旧疲软 (have been soft)	有所下降 (have been weakened)
货币政策	下调联邦基金利率至 2.00%-2.25% 区间	下调联邦基金利率至 1.75%-2.00% 区间

资料来源: Fed, 新时代证券研究所

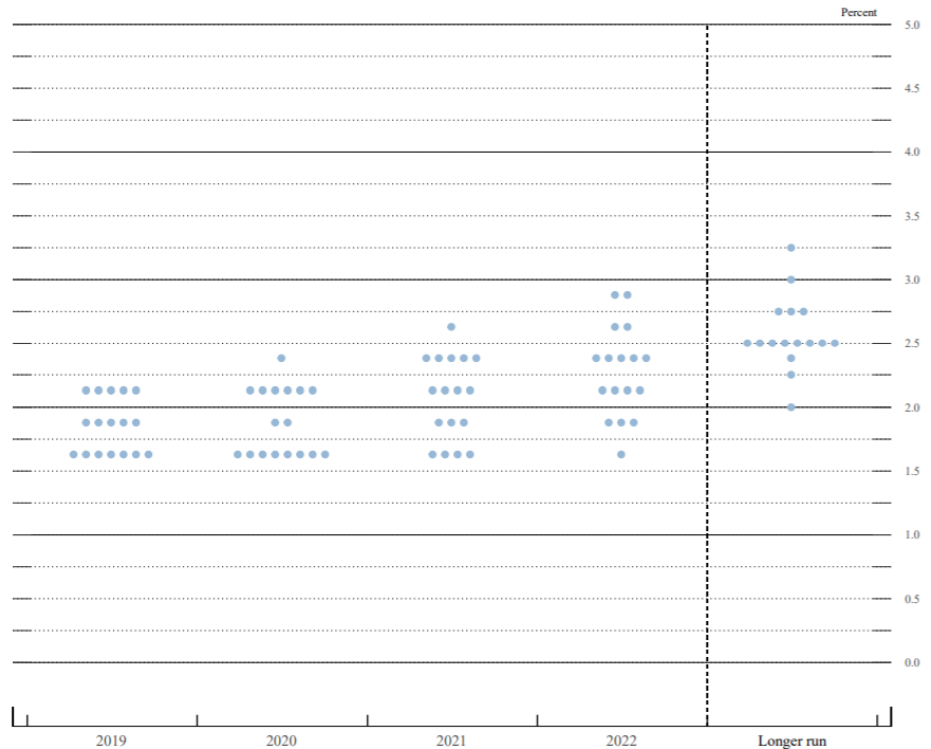
总体来看,9 月 FOMC 会议声明中对美国经济形势的评估整体来看较 7 月底的变化并不大。美联储继续表示,美国经济活动正以“温和的速度增长(moderate rate)”,就业增长保持稳定,失业率保持在低位。然而,美联储认为家庭支出“强劲增长(rising at a strong pace)”,较此前的评估(有所回升)更为乐观,但下调企业固定投资和出口的评估至“有所下降(have been weakened)”。总体通货膨胀率以及食品和能源以外的其他商品的通货膨胀率都低于 2%。以市场为基础的通胀补偿指标有所下降;基于调查的长期通胀预期指标几乎没有变化。

美联储在会议声明中表示,鉴于全球形势对经济前景的影响,以及通胀压力减弱,FOMC 决定将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 1.75%-2.00% 区间。委员会认为,降息将支持美国经济活动持续扩张、劳动力市场状况强劲以及通胀率接近委员会设定的 2% 的对称目标,但关于这一前景的不确定性依然存在。在考虑未来路径的联邦基金利率目标区间以及调整的时机和规模时,美联储将继续根据经济前景以及各种经济数据及信息来评估,包括劳动力市场状况的衡量指标、通胀压力和通胀预期的指标,以及金融和国际形势的指标。

根据 9 月议息会议的投票结果和美联储最新公布的“点阵图”来看,美联储内部分歧加大。一方面,此次决议以 7:3 的投票比例通过,较 7 月底会议的投票新增一票反对,圣路易斯联储主席 James Bullard 希望降息 50 个基点。而美联储最新公布的“点阵图”显示,美联储官员对 2019 年、2020 年利率中值的预期为 1.875%,即维持目前的利率区间不变。但美联储官员的分歧仍旧很大,其中有 5 位官员预计 2019 年底利率为 2.125%,即应该维持在之前的 2%-2.25% 区间不变;5 位官员预计 2019 年底利率为 1.875%,即同意当前的降息行动,但年内无需进一步降息;另有

7位官员预计2019年底利率为1.625%，即认为年底前仍有必要再进行一次降息。

图1：美联储点阵图



资料来源：美联储，新时代证券研究所

美联储最新公布的经济预期总体来看变化不大，上调未来GDP增速预期、小幅上调今年失业率预期、维持通胀预期不变。具体来看，美联储将2019年和2021年的经济增速预期分别上调0.1个百分点至2.2%和1.9%，2020年经济增速预期维持在2%不变；维持此前对通胀预期的判断，2019年、2020年和2021年的PCE通胀增速预期分别为1.5%、1.9%和2%，核心PCE通胀增速预期分别1.8%、1.9%和2%；上调2019年失业率预期0.1个百分点至3.7%，维持2020年和2021年3.7%和3.8%的预期不变。

图2：美联储经济预期

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	

资料来源：美联储，新时代证券研究所

据CME美联储观察显示，美联储公布9月FOMC会议声明后，美联储2019年底维持利率在1.75%-2.00%区间的概率为39.6%，降息25个基点和降息50个基点的概率分别为47.8%和12.6%。

图3：美联储降息概率

MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200
2019/10/30				0.0%	44.9%	55.1%
2019/12/11		0.0%	0.0%	12.6%	47.8%	39.6%
2020/1/29	0.0%	0.0%	4.3%	24.7%	45.0%	26.0%
2020/3/18	0.0%	1.0%	8.8%	29.2%	40.8%	20.3%
2020/4/29	0.2%	2.5%	12.7%	31.4%	36.8%	16.4%

资料来源：CME FedWatchTool，新时代证券研究所

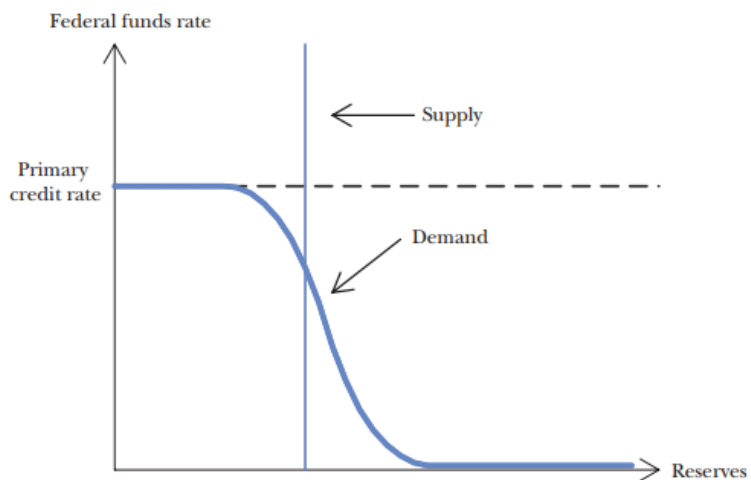
2、常备回购便利需等待时机，重启 QE 可期

美国经济形势还比较健康，贸易谈判又有新进展，市场风险偏好回升，融资需求增加，尤其是周一美国企业缴税叠加国债拍卖，市场流动性出现紧缺，9月17日 EFFF 甚至突破了联邦利率目标上限 2.25%，达到 2.3%，这干扰了降息概率，美联储降息预期一度下降至 50% 左右。为了应对临时流动性紧缺，纽约联储 10 年来首次开展隔夜回购操作（Overnight Repurchase Agreement Operation），向市场投放流动性，缓解货币市场短期压力。

次贷危机之前，由于商业银行较少的存款准备金以及联邦基金市场规模有限，美联储可以通过公开市场操作来降息。次贷危机之后，由于金融机构准备金充沛，美联储通过下限系统调控利率。但是缩表导致准备金收缩，再加上金融监管加强以及风险偏好下降，金融机构对准备金的需求超出美联储估计。当前的下限系统，加息容易，但由于缺乏对利率目标上限的控制，无法像欧洲央行一样通过下调利率走廊上限来降息。为了缓解流动性紧张，这次降息，美联储进行了一个技术性调整，将超额准备金利率（IOER）下调至 1.8%、隔夜逆回购利率下调至 1.7%，IOER 和隔夜逆回购利率各降 30 个基点，IOER 再降就达到利率目标的下限了，这种方式操作空间有限，也无法避免 EFFF 突破目标上限，而隔夜逆回购利率低于目标下限 0.5 个百分点，也将无法确保 EFFF 始终高于利率目标下限，美联储利率调控系统“不仅屋顶漏，地板也塌陷了”。

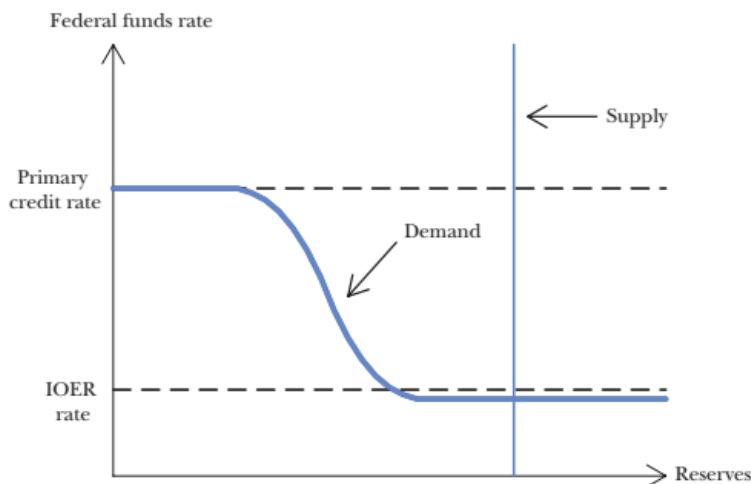
解决美联储利率调控系统缺陷的方案有三个。一是继续像 9 月 17 日、18 日一样采用公开市场操作调控流动性，这也是次贷危机前的操作方式。但是以后可能需要频繁公开市场操作，而且成本较高，同时，9 月 17 日 EFFF 突破目标上限也显示美联储通过公开市场操作来调控利率是比较粗糙的。鲍威尔在新闻发布会上也表示不希望频繁进行公开市场操作。二是构建利率走廊。隔夜逆回购利率、IOER 定为利率走廊下限，然后设置一个常备回购便利利率作为利率走廊上限，但是常备回购便利存在技术上的问题，还需要继续讨论。三是重启 QE，回到金融机构流动性充足状态，此时美联储的下限系统运行良好。鲍威尔发言暗示了这种可能性。

图4： 次贷危机前的美联储利率调控体系



资料来源：Ihrig et al. (2015)，新时代证券研究所

图5： 次贷危机后的美联储利率调控体系



资料来源：Ihrig et al. (2015)，新时代证券研究所

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_10023



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn