

美联储如期降息，未来政策走向不确定性较大

——美联储9月货币政策会议分析

✉ : 孙付 执业证书编号: S1230514100002 瞿黔超 (联系人)
 ☎ : 021-64718888-1308 021-80106023
 ✉ : sunfu@stocke.com.cn quqianchao@stocke.com.cn

报告导读

- 北京时间为9月19日凌晨2点，美联储公布货币政策声明，将联邦基金目标利率降至1.75%-2.00%之间，下调超额准备金利率30BP。

相关报告

投资要点

□ 美联储如期降息 25BP

如市场预期，美联储降息25BP，下调联邦基金利率至1.75%-2.00%，为今年以来第二次降息。美联储以7:3的投票比例通过本次利率决定，投票的官员当中有两位主张维持利率不变，有一位主张降息50BP。美联储继续保险式降息的理由为“全球经济形势给美国经济前景带来风险和低迷的通胀”。“虽然家庭部门支出增长较为强劲，但是商业固定投资和出口变得略微疲弱。”美联储暗示了年底之前不再降息的可能性，但是内部对于未来政策走向存在严重分歧。我们认为，美联储10月份可能不会继续降息，但12月或再次降息25BP。

□ 美联储更新了经济预测数据

与6月份经济预测比较，美联储调高了2019年的经济增速和失业率数据，实际GDP增速的预测中位数为2.2%，而失业率是3.7%，美联储继续认为在2021年前美国通胀都无法达到2%。

□ 解决货币市场流动性问题

美联储下调超额准备金利率(IOER)30BP，以避免再次出现短期融资市场流动性吃紧的情况。

周二美国隔夜回购利率飙升至10%（正常水平的四倍），联邦基金有效利率触及目标利率区间上限，美国货币市场流动性较为紧张，触发纽约联储10年以来首次干预货币市场，像08年那样注入大量流动性。但是此次事件和08年金融危机不同，目前美国金融系统并没有出现大问题，具有一定的偶然性：国债拍卖缴款和季度公司税缴纳叠加，导致资金需求量大增。但同时，这也是美国联邦政府赤字不断膨胀和美联储缩表的必然结果：一方面，华尔街吸收天量政府债券，资金压力大为增加；另外一方面，由于美联储在过去几年里逐步减持其持有的庞大债券组合，银行存放在美联储的准备金水平下降。美联储防止此类事件再次发生，有以下四种方法解决：（1）在市场资金紧张时刻及时开展回购操作（2）降低超额准备金利率，刺激银行将资金投放市场；（3）创建长期回购便利工具；（4）美联储重新购买国债（QE）。

除了下调超额准备金利率(IOER)，预计美联储未来可能还会考虑其他三种方法来解决这个问题。

报告撰写人：孙付

数据支持人：瞿黔超

1. 美联储如期降息 25BP

如市场预期，美联储降息 25BP，下调联邦基金利率至 1.75%-2.00%，为今年以来第二次降息。美联储以 7:3 的投票比例通过本次利率决定，投票的官员当中有两位主张维持利率不变，有一位主张降息 50BP。美联储继续保险式降息的理由为“全球经济形势给美国经济前景带来风险和低迷的通胀”。“虽然家庭部门支出增长较为强劲，但是商业固定资产投资和出口变得略微疲弱。”

美联储暗示了年底之前可能不再降息，但是内部对于未来政策走向存在严重分歧。根据点阵图，9月18日5位官员认为这次会议不应该降息，5位官员认为年底之前不应该继续降息，7位认为年底之前还应该降息 25BP。年底前再次降息 25BP 和保持利率不变都有可能，但我们认为美联储 10 月份可能不会继续降息，12 月或再次降息 25BP。据 CME“美联储观察”：美联储 10 月降息 25 个基点至 1.50%-1.75% 的概率为 44.9%，维持目标区间不变的概率为 55.1%。美联储是否会继续降息，主要还是取决于未来数据。目前全球地缘政治风险仍然较高，而地缘政治事件不受美联储的控制。中美贸易谈判走向、英国硬脱欧、沙特原油处理工厂遇袭后续发展都会继续影响美联储的决策。贸易不确定性拖累经济增长，更多经济下行的事实预计会在年底逐渐得到验证。我们认为，美国制造业 PMI 和商业投资数据等领先指标已经出问题了，经济大概率还会继续下行。而美联储降息能够对需求施加影响，利率下移，居民的住房、汽车等消费需求将得到提振，可以部分对冲经济下行。

2. 美联储更新经济预测数据

美联储更新了经济预测数据和联邦基金利率预计的变化路径。

美联储将 2019 年实际 GDP 增速预测中值调高 0.1% 至 2.2%，维持 2020 年和中长期的经济增速中值不变，调低了 2021 年数值 0.1% 至 1.9%。

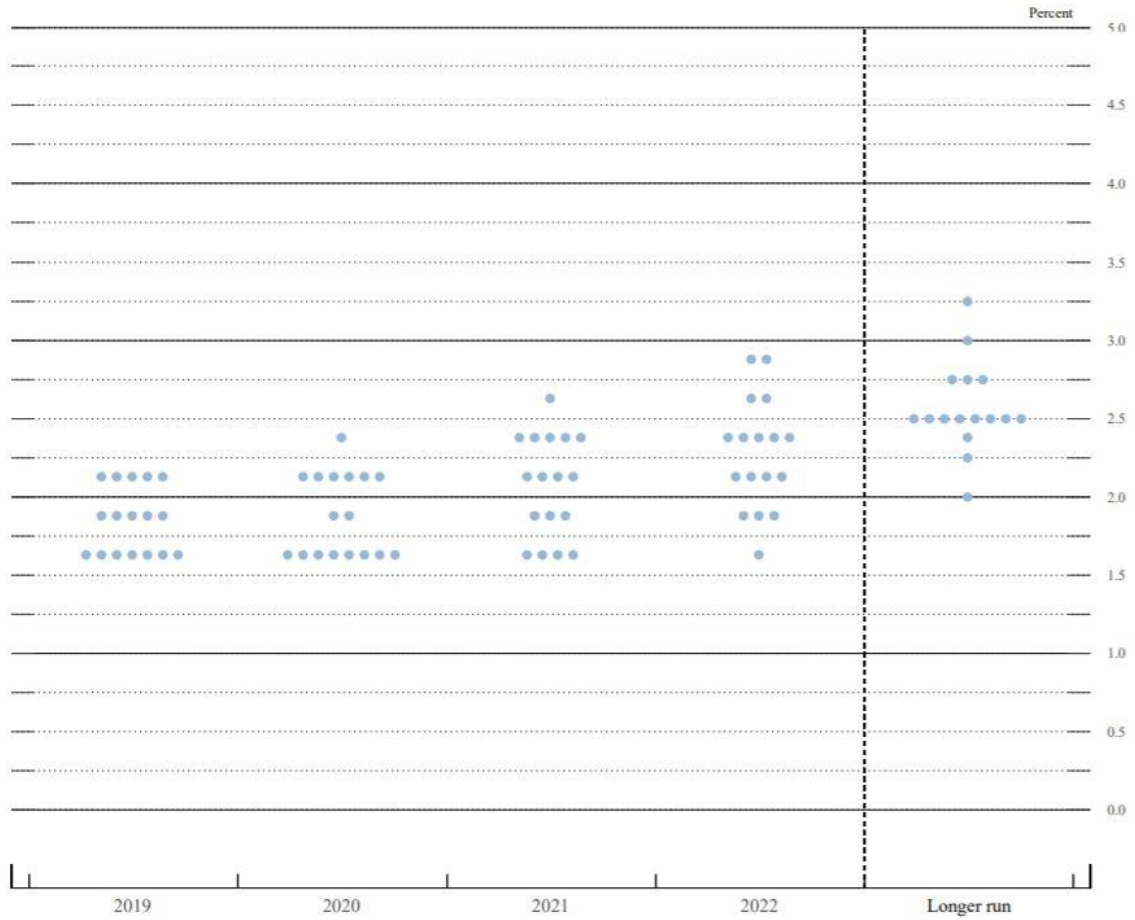
调高了 2019 年失业率中值 0.1% 至 3.7%，维持 2020 年、2021 年和中长期的失业率预测值不变，分别为 3.7%、3.8% 和 4.2%。维持 2019 年、2020 年、2021 年和中长期 PCE 通胀率中值不变，分别为 1.5%、1.9%、2.0% 和 2.0%。同时维持 2019 年、2020 年和 2021 年核心 PCE 通胀率中数不变，分别为 1.8%、1.9% 和 2.0%。2019 年、2020 年和 2021 年联邦基金利率预期中值分别为 1.9%、1.9% 和 2.1%。

图 1：2019 年 9 月美联储经济数据预测

Variable	Percent														
	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 June projection	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
	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 June projection	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
	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 June projection	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
	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 June projection	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	
	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 June projection	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
	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

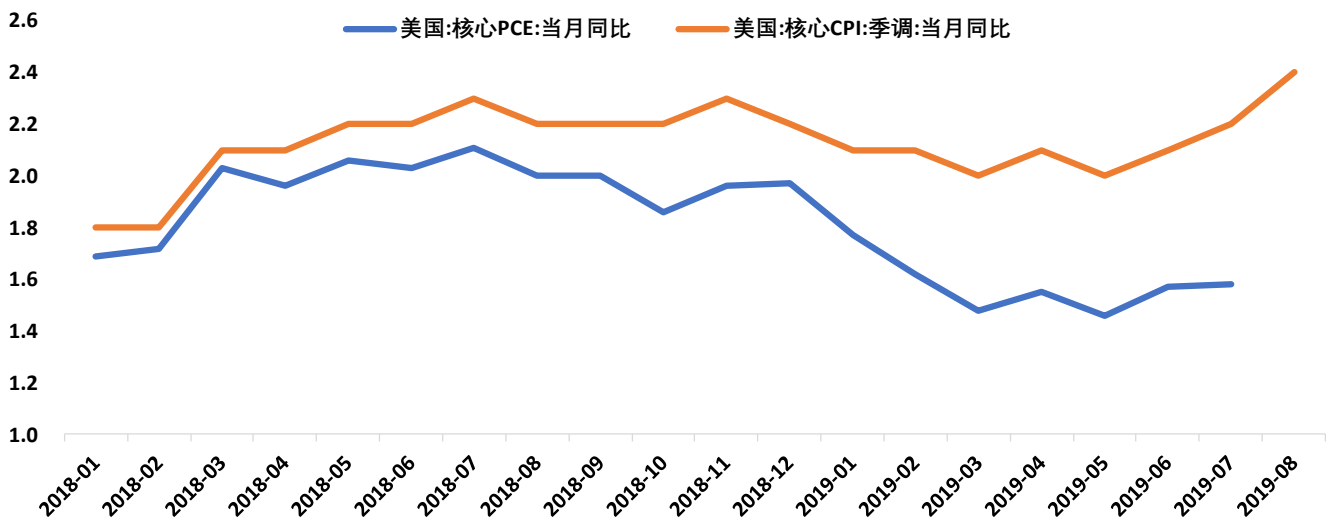
资料来源：美联储、浙商证券研究所

图 2：点阵图



资料来源：美联储、浙商证券研究所

图 3：2019 年 7 月美国 PCE 核心通胀率和季调核心 CPI 分别为 1.6%和 2.4%



资料来源：WIND、浙商证券研究所

3. 解决货币市场流动性问题

美联储下调超额准备金利率(IOER)30BP，与联邦基金目标利率区间上限拉开 20BP 距离（之前距离为 15BP），以避免再次出现短期融资市场流动性吃紧的情况。过去两天美国货币市场上出现“美元荒”，主要是由资金供需不匹配引起的。周二美国隔夜回购利率飙升至 10%（正常水平的四倍），联邦基金有效利率触及目标利率区间上限，美国货币市场流动性较为紧张，触发纽约联储 10 年以来首次干预货币市场，像 08 年那样注入大量流动性。但是此次事件和 08 年金融危机不同，目前美国金融系统并没有出现大问题，具有一定的偶然性：国债拍卖缴款和季度公司税缴纳叠加，导致资金需求量大增。但同时，这也是美国联邦政府赤字不断膨胀和美联储缩表的必然结果：一方面，华尔街吸收天量政府债券，资金压力大为增加；另外一方面，由于美联储在过去几年里逐步减持其持有的庞大债券组合，银行存放在美联储的准备金水平下降。美联储防止此类事件再次发生，有以下四种方法解决：（1）在市场资金紧张时刻及时开展回购操作（2）降低超额准备金利率，刺激银行将资金投放市场；（3）创建长期回购便利工具；（4）美联储重新购买国债（QE）。除了下调超额准备金利率(IOER)，预计美联储未来可能还会考虑其他三种方法来解决这个问题。

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_10027

