



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

立足自身的货币政策不受联储降息过多影响

—— 7月美联储议息会议点评

分析师：

王鹏

执业证书编号：S1380516030001

联系电话：010-88300851

邮箱：wangpeng@gkzq.com.cn

2019年08月01日

事件：7月美联储议息会议宣布降息25个基点，将联邦基金目标利率降至2-2.25%。

点评：

本次美联储降息的目的何在？我们认为，主要原因来自两方面：第一，美国自身通胀水平持续低迷。第二，担心美国之外的全球经济出现放缓而拖累美国。

美联储是否开启降息通道？我们认为，并没有充分证据证明本次降息已开启降息通道。第一，美联储决策层需要为未来的政策保留空间，因此对连续降息较为谨慎。第二，降息并非万能药，它将对美国资本市场和实体经济产生非对称影响。第三，本次降息可能仅仅是中性通胀率水平的回归。

对美元指数来说，从短期来看，由于当前全球进入降息潮美元指数也会受到来自非美经济体及其政策的影响。如果美国经济相对非美经济体尤其欧洲经济向好，造成欧央行政策宽松预期强于美联储，则美元指数或仍将被被动地处于高位。

对我国货币政策的影响而言，美联储降息空间或将有限，这使得我国降息的外在条件不甚充足。且在内部相对均衡的情况下，我国货币政策不会跟随外部均衡的变化而变化。就人民币汇率而言，由于我国基本面企稳以及我国货币政策和汇率政策相对稳定，即便美元指数被动走高，也不会对人民币兑美元双边汇率造成实质性影响，人民币兑美元双边汇率或将处于相对稳定的状态。

风险提示：美国经济超预期下滑致降息幅度超预期。

事件：7月美联储议息会议宣布降息25个基点，将联邦基金目标利率降至2-2.25%。

点评：

7月美联储议息会议宣布降息25个基点，将联邦基金目标利率降至2-2.25%，这是自2015年12月美联储进入加息通道以来的第一次降息。是否美联储长期政策拐点出现？本次降息究竟是美联储应对当前经济状况的短暂调整还是进入利率下降的长期通道？本次降息究竟会对我国的政策和市场产生怎样的影响？回答这些问题，需要从本次降息的缘由与性质综合研判。

本次美联储降息的目的何在？大致来讲，主要原因来自两个方面：第一，美国自身通胀水平持续低迷。自2018年6月以来，除PCE价格指数、核心PCE价格指数同比增长在2018年7月达到2.21%和2.04%之外，其余月份，PCE价格指数与核心PCE价格指数同比均位于通胀目标2%以下；同样，CPI指数自2018年7月达到最高值2.9%之外，其他月份也均在2%以下，并呈现出下降趋势。这种持续低迷的通胀状况使得美联储决策层对通胀的担忧超过了对经济增长的忧虑，防止通货紧缩预期成为美联储政策考量的重点。第二，担心美国之外的全球经济出现放缓，以拖累美国经济。正如鲍威尔在国会众议院金融服务委员会发表半年度货币政策证词时所说：“自6月议息会议以来，全球贸易紧张局势的不确定性以及对全球经济增速的担忧似乎仍在拖累美国经济前景，我们将密切关注最新信息对经济前景的影响，并将采取适当措施维持经济扩张。”

那么，在本次降息之后，美联储是否开启降息通道？我们认为，并没有充分证据证明本次降息已开启降息通道。第一，美联储决策层需要为未来的政策保留空间，因此对连续降息较为谨慎。从耶伦主政时期开始，美联储进入加息通道的理由之一就是为美国经济出现问题时提前加息以留足政策空间，同样，当下美联储是否要开启降息通道仍需要考虑未来政策空间是否足够的问题。如果进入降息通道，将使目前的联邦基金利率较快回到2014年水平，一旦未来金融市场或者经济发生重大危机则政策空间将捉襟见肘。第二，降息并非万能药，它将对美国资本市场和实体经济产生非对称影响。理论和历史经验证明，降息对催生资本市场泡沫的边际影响要大于其对实体经济增长的刺激。当前正是在美联储降息

预期的背景下，道琼斯指数创有史以来新高至 27398 点。虽然美国股市迭创新高，但是自 2018 年 9 月以来，美国实体经济和企业利润增速预期出现恶化。据相关数据统计，2019 年二季度，美国经常活动指标平均下滑至 1.3% 的水平，而在 2018 年初，该指标还曾达到最高点 4.1%。2019 年 EPS 每股净利润增长值也不断下跌。股票价格中已反映了这种经济和利润增速预期的恶化，2018 年 9 月以来，美股市场中周期型股票的表现已远远落后于防御型股票。在对实体经济刺激效果不明显的情况下，徒增资本市场泡沫风险是美联储不得不权衡的因素，一旦连续降息或将戳破过去 10 年由量化宽松主导的政策而形成的巨大资产泡沫。第三，本次降息可能仅仅是中性通胀率水平的回归。近期以鲍威尔为代表的美联储决策层也表示，2% 的中期通胀水平可能定的过高，下调利率或是对中性利率水平的修复。第四，美国短期经济数据相对非美经济较好。据美联储最新数据显示，美国 6 月零售销售和工厂产出数据好于预期，新增初请失业金人数仍维持在历史低位水平附近，而美国 7 月费城联储制造业指数也创出 10 年来的最大涨幅，这在一定程度上缓解了市场对于制造业萎缩的担忧。短期经济数据的韧性使得美联储未来决策可以做到“边走边看”。

从历史经验来看，按照缘由和性质标准划分，降息可分为应对危机和顺应周期波动两种类型。1987 年美国股灾、2000 年网络科技股泡沫以及 2008 年次贷危机，美联储采取了应对危机式的高频率大幅度降息，而 1995 年、1998 年美联储降息采取了顺应正常经济周期波动的低频率小幅度降息。综上所述，本次美联储降息仅仅是为了应对短期通胀水平低迷以及外围不确定性做出的防御性措施，是顺应美国实体周期性波动而采取的跟随式调整，并非是应对金融或经济危机而进入的高频率长期降息通道。

对美元指数来说，从长期来看，虽然美元指数或将受到其财政赤字恶化的影响而下跌，但从短期来看，由于当前全球进入降息潮（近期，韩国、印尼、南非、乌克兰、土耳其均降息，欧央行降息的市场预期也较强），所以，美元指数也会受到来自非美经济体及其政策的影响。如果美国经济相对非美经济体尤其欧洲经济向好，造成欧央行政策宽松预期强于美联储，则美元指数或仍将被被动地处于高位，除非美国基本面数据或财政赤字超预期恶化，否则，短期内出现美元指数趋势性下跌的概率较低。

对我国货币政策的影响而言，在美联储降息背景下，市场出现我国应跟

随式降息声音。就此问题而言，是否跟随式降息可以从可能性和必要性两方面来看。从可能性来讲，由于美联储本次降息的性质或将是跟随其经济周期调整的缓慢降息而非应对危机式高频率大幅度的降息，因此，美联储降息空间或将有限，这使得我国降息的外在条件不甚充足。从必要性来看，当前我国基本面数据相对良好，社会融资规模同比增长较之前有所改善，汽车消费回暖，房地产投资好于市场预期，基建和制造业均稳中有升，因此，降息的必要性不足。正如易纲行长所言：“我国货币政策将以内部均衡为主，兼顾外部均衡。”因此，在当前内部相对均衡的情况下，我国的货币政策不会跟随外部均衡的变化而变化。就人民币汇率而言，正如上述分析，由于我国基本面企稳以及我国货币政策和汇率政策相对稳定，即便美元指数被动走高，也不会对人民币兑美元双边汇率造成实质性影响，人民币兑美元双边汇率或将处于相对稳定的状态。就我国债市而言，由于美联储降息空间有限以及我国货币政策保持相对独立，不宜将其作为我国债市继续走牛的理由之一。

风险提示：美国经济超预期下滑致降息幅度超预期。

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_11006

