

# 开弓没有回头箭

## 美联储7月31日降息点评

### 核心结论

2019年7月31日，美联储宣布降息25个基点至2.0%-2.25%。虽然降息的动作本身符合市场预期，但是实际上期货市场在降息前有超过两成的参与者认为美联储会降息50个基点（主要的原因是在2001年1月和2007年9月开始的降息周期里的第一次降息，美联储都选择了一次降息50个基点），因此这部分参与者有一定失望。更重要的是，鲍威尔在随后的新闻发布会中指出，这一次的降息可能是中周期调整（mid-cycle adjustment）的降息，同时并没有给出未来降息的明确信号，也让市场失望。金融市场迅速给出反应，黄金价格跌幅超过1%，美国道琼斯指数盘中一度大跌超过400点。

美联储给出模棱两可的信号其实是可以理解的。具体来说，鲍威尔想要释放的信号就是美联储接下来的降息动作需要视经济数据而定。美联储如此谨慎有两个原因。首先，美联储在这一次降息之前离0利率只有9颗25个基点的“子弹”，所以美联储会谨慎使用这些弹药库存。其次，在美国自身经济数据不太明朗的情况下，美联储需要保持货币政策的弹性空间。如果给出明确的下一次降息信号，则容易被金融市场牵着鼻子走。但是保留一些弹性空间，美联储未来可进可退，符合美联储的决策函数。

我们认为全球经济下行压力大，另外美国经济也步入晚周期，未来美国经济数据大概率持续下行。我们的判断主要有三个原因。第一，全球经济（尤其是欧洲）在下半年会持续走弱，特别是全球制造业已经有不小的衰退风险。除了美国制造业的PMI在荣枯线边缘之外（7月IHS Markit美国快报制造业PMI为50.0），全球其他主要经济体（德国，中国，日本）的制造业PMI目前都处于荣枯线以下。德国的PMI已经连续7个月位于荣枯线以下，而且德国和日本的制造业有加速下行的趋势。考虑到制造业在德国和日本占GDP的比重在21%左右，而且贸易争端并没有特别明显的改善信号（近期日韩之间的贸易争端还在升级），目前全球制造业的下行周期还没有见底的迹象。第二，今年下半年还有不少地缘政治方面的风险（例如英国“硬脱欧”以及全球贸易争端的恶化可能），这些因素一旦发酵会构成下行风险。第三，从种种指标来看，我们判断美国经济也有不小的下行压力（参见我们近期的报告：美国经济拐点渐行渐近）。因此，未来美国的经济数据大概率会持续下行，使得美联储需要继续降息来进行应对。

风险提示：贸易争端再度升级；降息路径低于市场预期。

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

### 分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

### 联系人



张育浩



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



田维韦 S0800518080003



tianweiwei@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

宏观：《美联储的降息将会开启全球主要资产再定价过程——美联储料将释放降息信号，贸易争端或于G20缓和》 2019-6-17

宏观：《美国经济下行迫使特朗普改变强硬的贸易立场——中美月底 G20 的会晤结果预计会超出市场预期》 2019-6-19

宏观：《一周经济数据前瞻——G20 会晤成果正面，非农就业或确认美国经济拐点》 2019-7-01

宏观：《美国非农就业数据扰动市场，金价近期有走软压力》 2019-7-08

宏观：《下半年美国宏观经济展望——美国经济拐点渐行渐近》 2019-7-18

宏观：《美联储这次降息会走多远？——7月31日美联储利率决议前瞻》 2019-7-21

宏观：《美国股市下半年走势展望——波动率和板块配置显示回调风险上升》 2019-7-31

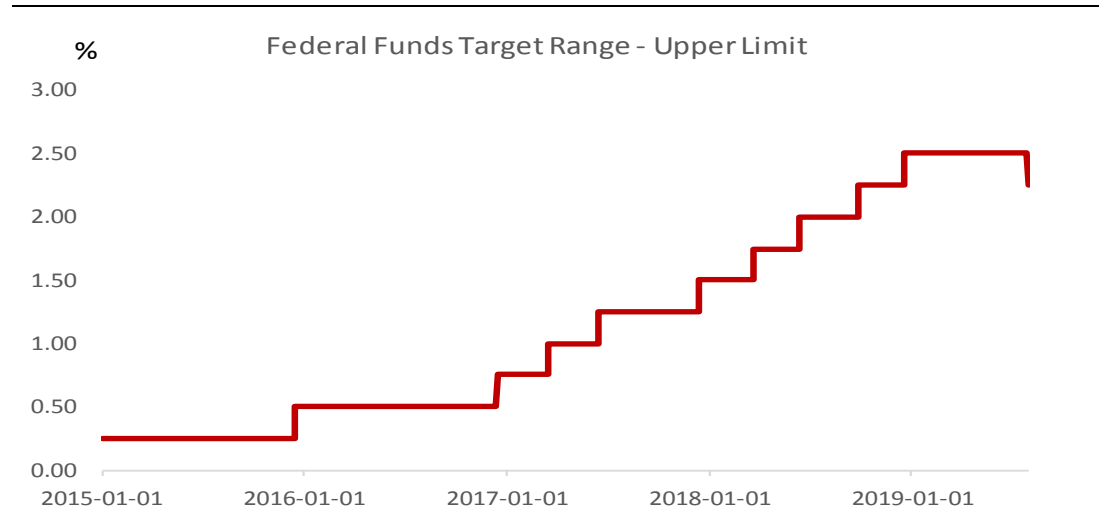
**从历史上来看，美联储在近30年内从未有过只降息一次就停止的情况**

自1988年之后，美联储一共有五轮降息周期，分别是1989-1992, 1995-1996, 1998, 2001-2003以及2007-2008这五个降息周期。在这五个降息周期中，降息次数最少为三次，最少的降息幅度为75个基点。究其原因，我们认为一旦经济下行周期开始形成之后，一次25个基点的降息并不足以对抗经济的下行压力。综合考虑全球和美国经济目前的景气程度以及金融市场的反应，我们认为今年至少还有两次降息。目前我们比较倾向于9月和12月再各降息一次。因此虽然黄金价格在短期有回调的风险（主要因为今年的回撤幅度太低），但我们在中期（6至9个月）仍然看好黄金的表现。

**美国股市在下半年的回调压力很大**

尽管我们判断美联储还会继续降息，但考虑到美国的经济周期以及市场不断追逐避险板块的现象，我们持续看空下半年的美国股市（参见我们近期的报告：波动率和板块配置显示回调风险上升）。在近两周，美国股市的衍生品市场中出现了相当多的恐慌指数VIX看涨期权的买盘，表明越来越多的机构投资者开始对冲美股的多头仓位，值得投资者警惕。

图1：美联储宣布降息25个基点至2.0%-2.25%



资料来源：美联储，西部证券研发中心

表 1: 美联储 1971 年中以来的降息周期

降息周期	降息前利率	降息结束后利率	降息程度(BP)	降息次数	最后一次降息距离第	最近一次降息距离上一次		
						一次降息的时间(月)	加息的时间(月)	次降息时间(月)
2007/9/18-2008/12/16	5.25%	0.25%	-500	10	15.2	14.9	1.4	
2001/01/03--2003/06/25	6.50%	1.00%	-550	13	30.1	7.7	0.9	
1998/09/29--1998/11/17	5.50%	4.75%	-75	3	1.6	18.4	0.5	
1995/07/06--1996/01/31	6.00%	5.25%	-75	3	7.0	5.2	5.5	
1989/06/05--1992/09/04	9.75%	3.00%	-675	23	39.6	3.4	1.0	
1984/10/02--1986/08/19	11.75%	5.875%	-587.5	13	22.9	1.4	1.2	
1981/06/01--1982/12/15	20.00%	8.50%	-1150	12	18.7	0.8	5.1	
1980/04/01--1980/06/05	20.00%	9.50%	-1050	3	2.2	1.0	1.7	
1974/07/01--1975/04/30	13.00%	5.25%	-775	12	10.1	2.0	5.4	
1973年9月-1974年2月	11.00%	9.00%	-200	-	-	-	-	
1971/09/01--1971/12/20	5.75%	3.50%	-225	7	3.7	0.5	2.3	
<b>均值(1971年中以来降息周期)</b>			<b>-566</b>		<b>15.1</b>	<b>5.5</b>	<b>2.5</b>	
<b>均值(1988年之后5轮降息周期)</b>			<b>-375</b>		<b>18.7</b>	<b>9.9</b>	<b>1.9</b>	

资料来源: Bloomberg, 美联储, 西部证券研发中心

注: 降息周期根据美联储报告《Monetary Tightening Cycles and the Predictability of Economic Activity》2009,10 对货币紧缩政策的定义确定; 2) 1973年9月-1974年2月期间美联储逐渐降息 200BP, 图表中各指标均值均不包含此次降息周期。

## 联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队：

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售助理	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
杨洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
李思	广州	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

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\\_11021](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11021)

