

一、美联储“鹰派”降息：风险管理还是迫于压力？

（一）符合预期的“保险式”降息

本次降息是金融危机之后美联储首次下调联邦基金利率。回顾此前的货币政策路径，美联储于2015年底经济复苏之际进入有序加息周期，截至2018年12月共加息九次，将联邦基金利率由0-0.25%上调至2.25-2.50%的区间。今年1月开始美联储态度明显反转，对加息紧急“刹车”，强调保持耐心，释放了强烈的鸽派信号。3月会议大幅下调预期利率。鉴于此前的预期管理，此次美联储降息25bp已被市场充分预期。美联储强调了此次降息的三大理由：一是为了应对全球经济放缓以及贸易不确定因素带给美国经济的下行风险，二是中性利率有所下降，三是为了促进通胀尽快达到2%的目标水平。在美国经济前景尚好（favorable）的背景下，本次降息显然属于维持扩张、预防风险的“保险式”降息（insurance cut）。

同时，美联储根据“货币政策的一致和简单性（consistency and simplicity）”，决定于美东时间8月1日提前两个月结束缩表。美联储从今年5月起将每月减持美国国债上限从300亿美元降至150亿美元，以减缓缩表步伐，原本计划到9月末停止缩表。此次提前结束缩表意味着缩表整体幅度小于预期。目前美联储的资产规模由2015年1月4.5万亿美元峰值已降至3.6万亿美元。

（二）“鹰派”降息：“周期中调整”而非长周期拐点

宣布降息的同时，美联储却给出了不明朗的前瞻指引，较为矛盾地释放了偏鹰的信号。鲍威尔认为不应只紧盯此次25bp的降息，而需要整体考虑今年货币政策的渐进转变，形容此次降息是“周期中的调整”（mid-cycle adjustment），而非一个降息长周期（long series of rate cuts / long cutting cycle）的起点。鲍威尔承认目前美国经济并非严重衰退的状态，并不需要美联储连续大幅降息，却同时强调“勿以为我们不会再度加息”，表示美联储必要时将运用所有工具，相信是美联储为了防止市场对宽松政策的预期过度而做的表态。

偏鹰的言论一出即引发了美股大幅震荡，而我们在7月11日的报告中已经预警，“金融市场对降息预期已过分反应、押注过高，7月美联储降息后对于市场提振将有限，更值得提防的是美联储货币政策立场不达市场预期后所引发的回调风险。”

（三）未来政策依据：“基于数据”还是“风险管理”？

美联储在今年政策急剧转向的背后，是其与日俱增的政治压力。在多次批评美联储加息过度后，特朗普对此次仅仅25bp的降息表示非常失望。随着美国经济增速放缓和大选临近，美联储受到的政治压力料会更强。近期特朗普还有意提名两位支持降息的鸽派经济学家出任美联储理事，通过人事调整影响货币政策。

当前，美联储内部分歧进一步加大。本次议息会议十名有投票权的委员当中，罕见地有两位票委投出了反对票，说明美联储内部分歧在加大。反对降息的分别是鹰派的堪萨斯联储主席 Esther George 和资历较深的波士顿联储主席 Eric Resengren，他们担心资产泡沫和金融稳定，主张维持利率不变。而明年即将出任票委的克利夫兰联储主席 Loretta Mester 等委员也不赞成本次降息，都意味着对货币政策的分歧大概率将持续下去。

鲍威尔表示此次降息的确是从风险管理（risk management）的角度做出的决定，但也否认美联储已经抛弃了基于数据（data dependent）的原则。鲍威尔表示之后的利率决策

将参照经济数据和前景风险审时度势 (contemplate) 决定。鲍威尔模糊的表态、美联储内部的分歧，均折射出政治高压下美联储的独立性正遭遇空前的挑战。

(四) “周期中调整”可能继续，料更多央行跟随

鲍威尔在记者会上多次建议参照以往的“周期中调整”作为例子，而我们认为美联储最有可能参照的是上世纪 90 年代的保险式降息 (例如 1995 年和 1998 年的做法)，当时失业率和通胀都大致运行在合理水平，为应对短期经济压力，美联储降息 75bp，经济增速和企业盈利均得到一定程度的改善。

我们预计美联储未来还将降息 1-2 次，年内可能再降息 1 次 (25bp)。但由于全球经济趋势性放缓叠加贸易摩擦，此次保险式降息对经济主体信心的提振可能不及以往。

美联储降息之后，阿联酋、沙特、巴西等国的央行紧随其后宣布降息，香港金管局也决定将基准利率下调 25 个基点至 2.50%。全球宽松浪潮下，我国货币政策仍将“以我为主”，在监测市场利率水平和实际贷款利率的基础上，引导利率市场化，降低实体经济融资成本。

二、对国内资本市场影响：短期有限，中长期仍具不确定性

(一) A 股短期内将处宽幅震荡的态势

降息决议宣布后，美股为何跌幅显著？我们认为这既是市场对经济基本面预期的体现，也是市场对后续降息预期的调整。从最新美国经济数据来看，7 月 Markit PMI 由上月 50.6 回落至 50.0，芝加哥 PMI 由上月 49.7 下探至 44.4，均指向经济景气度的放缓。鲍威尔类比为美联储在 1995 年和 1998 年的两轮降息，这与我们在《美联储降息可以避免“熊的咆哮”吗？——历次降息与美股走势考》中的观点“倘若 7 月美联储决定降息，那么我们更倾向于认为本次降息将类似 1995 或 1998 年的保险式降息”一致。

短期来看，美股已经对 7 月末的降息预期进行了充分定价，后续需关注美联储降息的幅度和次数。中长期来看，美国经济似乎没有发生经济危机的风险，假设贸易摩擦等问题未带来系统性风险，那么美股或许难见大跌。

对于 A 股而言，近期 A 股上行动能较弱，板块间出现了创业板强劲上行、上证 50 弱势调整的分化现象。我们认为分化的原因主要源自创业板 7 月业绩预期的改善。前瞻性的看，随着市场对政治局会议结果、中美贸易磋商进程的定价，近期需持续关注 8 月上市公司中报业绩披露情况，以及外围风险对 A 股市场的传导影响。若 2Q19 业绩不达预期，A 股板块的分化现象或将延续，料股市短期内仍处宽幅震荡的态势。

(二) 当前债市牛市基调未完结

短期而言，此次美联储降息对我国货币政策的影响或有限。从美联储主席鲍威尔的表态上来看，7 月降息操作属于保险式，并不是衰退式，意味着此轮降息空间有限。对我国货币政策而言，美联储 7 月降息带来的影响偏弱，未来国内货币政策仍是“以我为主”，预计下半年央行仍会在结构性货币政策方向上发力。

中长期而言，未来降息路径并不明确，对国内货币政策影响仍具有一定程度的不确定性。从美联储的表态上来看，未来降息路径存在不确定性，如果年内美联储继续降息 1-2 次，那么我国货币政策操作空间也有可能增大。

中美利差相对高位，有利于外资流入国内债市。目前中美10年期国债利差在114bp左右，高于80-100bp的“舒适”区间，对外资而言，国内债券仍具有不错的吸引力。若年内美联储降息次数增多，中美利差走阔，则外资流入规模会加大，利好国内债券市场。

当前债市牛市基调未完结。宏观环境总体利好债市，尽管经济数据可能会出现反复，但整体趋势仍是向下。同时，伴随着经济下行，货币政策会迎来一定的空间，债券短端利率或有下行，长端利率的交易空间也会出现。不过考虑到经济失速下行风险可控，债券长端利率下行空间或有限，交易时需要注意安全边际。

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_11025

