

首席宏评（第70期）

鹰鸽转换尚未完成，降息进程仍不确定

■ 核心摘要

1) 美联储主席鲍威尔在宣布降息的同时，却指出这并非意味着美联储真正步入降息周期，这种首鼠两端的表态让市场有些担心，认为美联储的鸽派态度不及预期，未来降息节奏可能会打折扣。因此，降息后，市场上反而出现美股收跌、美国短期国债利率上升、美元指数不跌反涨等反常现象。

2) 本次美联储降息的逻辑与过去几轮美联储开启降息周期的逻辑有着显著差异，降息时间明显提前，这是市场怀疑美联储货币政策独立性已经受到损害的原因。鲍威尔之所以在宣布降息的同时表态暧昧，恰好说明了美联储不愿意被外界认为独立性受到了损害，这也说明美联储由鹰派转为鸽派的过程尚未彻底完成。

3) 美联储本次降息提出的三个理由分别是，全球经济增速下行、贸易摩擦的潜在冲击以及通货膨胀率显著低于2%的目标。不难看出，前两个理由更多是源自全球视角，且更多是预防性的。至于2%的通胀目标，由于美国经济在过去10余年均未持续达到2%的通胀目标，因此2%的通胀目标对美国而言可能过高了，并不能将此作为美联储必须降息的理由。

4) 正是由于本次美联储降息是预防性的，因此除非在2019年第三季度美国经济增速继续减速至2%之下，否则美联储未必会在10月份继续降息。未来一段时间内（可能延续两个季度至四个季度），美联储的降息进程仍面临较大不确定性。

5) 未来一段时间美元指数将会面临幅度较轻的下跌压力。下半年美元指数有望在94-99的区间内继续双向盘整。美元指数温和回落，意味着黄金的美元价格在未来有望继续温和上升。这也将有助于人民币兑美元汇率的稳定。下半年人民币兑美元汇率将继续在6.6-7.0的区间震荡盘整，人民币兑美元汇率破7的概率将会进一步下降。

6) 下半年中国央行仍将主要通过降准与公开市场操作的方式来开展货币政策操作。考虑到维持汇率稳定以及房价稳定的需要，中国央行调降基准存贷款利率的动机都不会太强。真正可能发生的降息是在公开市场操作利率（例如SLF与MLF利率方面），未来有望下调15-25个BP。

7月31日，美联储宣布降息25个基点，将联邦基金利率由2.25-2.50%下调至2.00-2.25%。与此同时，美联储宣布将停止缩表的时间由今年10月份提前至8月份。但有趣的是，美联储主席鲍威尔在宣布降息的同时，却指出这并非意味着美联储真正步入降息周期，未来美联储可能在降息—加息—降息的过程中徘徊。美联储主席这种首鼠两端的表态让市场有些担心，认为美联储的鸽派态度不及预期，未来降息节奏可能会打折扣。因此，在降息之后，市场上反而出现美股收跌、美国短期国债利率上升、美元指数不跌反涨等反常现象。

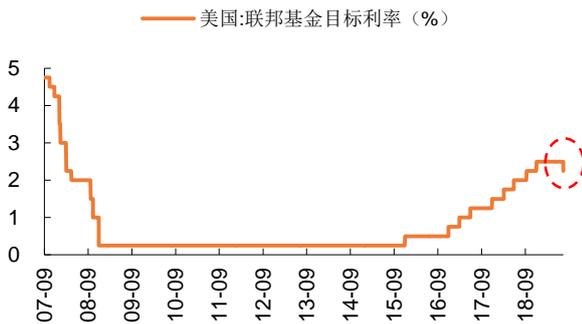
本次美联储降息的逻辑，的确与过去几轮美联储开启降息周期的逻辑有着显著差异。从历史经验来看，美联储通常是在国内经济增速明显下滑的前提下开启降息周期的。而截至今年二季度，美国经济运行依然高于潜在增速，美国失业率依然接近历史最低点，而关于消费与投资的高频数据在6月份还出现了反弹。

本次美联储降息时间明显提前，这是市场怀疑美联储货币政策独立性已经受到损害的原因。自特朗普上台以来，已经多次向美联储施压，认为货币政策紧缩太快影响了美国经济复苏、并加剧了股市下跌压力。而由于目前美联储公开市场委员会空缺席位较多，给了特朗普通过提名美联储委员而影响货币政策的空间。虽然市场对于降息可能带来的短期好处依然期待，但同样担心提前降息可能加剧资产价格泡沫与经济过热，从而在未来导致更大程度的损失。鲍威尔之所以在宣布降息的同时表态暧昧，恰好说明了美联储不愿意被外界认为独立性受到了损害，这也说明美联储由鹰派转为鸽派的过程尚未彻底完成。

美联储本次降息提出的三个理由分别是，全球经济增速下行、贸易摩擦的潜在冲击以及通货膨胀率显著低于 2% 的目标。不难看出，前两个理由更多是源自全球视角，且更多是预防性的，因为无论全球经济增速下行还是贸易摩擦加剧迄今为止尚未导致美国经济增速显著下降。这也是市场将本次美联储降息视为“预防式降息”的原因。至于 2% 的通胀目标，由于美国经济在过去 10 余年均未持续达到 2% 的通胀目标，因此目前已经有很多学者认为，2% 的通胀目标对美国而言可能过高了，因此不能将此作为美联储必须降息的理由。

正是由于本次美联储降息是预防性的，因此除非在 2019 年第三季度美国经济增速继续减速至 2% 之下，否则美联储未必会在 10 月份继续降息。当然，也有分析指出，由于美联储降息未及预期，这可能导致美国股市持续下跌，从而迫使美联储不得不在 10 月份降息。这其实是一种倒因为果的错误推论。认为美联储将会持续降息的预期本身就可能是一种判断失误，不能以这个错误的判断为前提，来推断未来美联储的政策举措。换言之，未来一段时间内（可能延续两个季度至四个季度），美联储的降息进程仍面临较大程度的不确定性。

图表1 美联储时隔十二年再次开启降息



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 美国实际经济增速仍处于 2.0% 上方



资料来源: WIND, 平安证券研究所

虽然美元指数在美联储宣布降息之后不跌反涨，但笔者认为，未来一段时间美元指数将会面临幅度较轻的下跌压力。毕竟美国经济增速已过拐点，且美联储收紧货币政策的进程也大致结束。如果中美贸易摩擦没有重新激化，那么美元指数高位回落将是大概率事件。笔者认为，下半年美元指数有望在 94-99 的区间内继续双向盘整。美元指数的温和回落，意味着黄金的美元价格在未来有望继续温和上升。

美元指数未来震荡走弱，将有助于人民币兑美元汇率的稳定。考虑到中国央行依然有较强的意愿与能力维持人民币兑美元汇率的短期稳定，再加上美元指数本身可能温和回落，尽管下半年中国出口增速可能继续下行，但笔者认为，下半年人民币兑美元汇率将继续在 6.6-7.0 的区间震荡盘整，人民币兑美元汇率破 7 的概率将会进一步下降。

有观点认为，美联储降息将为中国央行打开降息空间，因此中国央行可能跟随美联储的降息步伐。笔者认为，目前做出这一判断为时尚早。中国央行更多地是根据国内经济形势来确定货币政策基调的。最近召开的中央政治局会议表明，中国货币政策仍将维持松紧适度（温和放松）趋势。笔者的判断是，下半年中国央行仍将主要通过降准与公开市场操作的方式来开展货币政策操作。考虑到维持汇率稳定以及房价稳定的需要，中国央行调降基准存款利率的动机都不会太强。真正可能发生的降息是在公开市场操作利率（例如 SLF 与 MLF 利率方面），未来有望下调 15-25 个 BP。

综上所述，美联储在7月底的降息符合市场预期，但鸽派程度不及市场预期。美联储将依然在独立性与非独立性之间进行艰难的挣扎，因此鹰鸽转换在短期内难以彻底实现。未来二至四个季度内，美联储降息进程尚不确定，目前还不能做出每个季度降息一次的预测。美联储降息总体上将会导致美元指数温和走弱，这有利于人民币兑美元汇率的短期稳定。短期内中国央行跟随美联储调降基准利率的概率较低，中国的货币政策放松将仍以降准与公开市场操作为主。

图表3 美元指数近期高位震荡金价显著回升



资料来源：WIND,平安证券研究所

图表4 美元兑人民币汇率高企



资料来源：WIND,平安证券研究所

报告作者：

首席经济学家：张明 中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任，国际金融研究中心副主任，研究员、博士生导师
证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）
研究助理：薛威 一般从业资格编号：S1060117080079 电话（021-20667920）邮箱（XUEWEI092@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_11029

