

证券研究报告 / 宏观专题报告

鹰派降息折射出本届美联储独立性削弱—— ——美联储7月利率会议点评

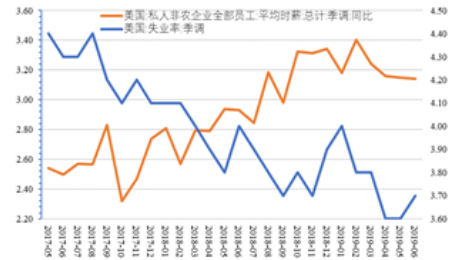
报告摘要：

美联储宣布降息 25bp 并提前结束缩表,但鲍威尔在新闻发布会上表现出较强的鹰派态度。美元指数跳升,逼近 99 关口;美股三大指数均跌超 1%;黄金价格下挫。CME Group 的美联储观察显示,市场对 9 月降息预期大幅降低,维持利率水平不变的预期为 48.1%,降息 25bp 的预期为 51.9%。7 月以来我们一直坚持认为美联储会降息 25bp 而非 50bp,并始终提示降息预期不宜过高。美联储的实际行动与我们此前预判完全相符。

今年以来美联储修正货币政策预期的速度超历史经验,其中夹带了中美贸易摩擦的因子。按照经验,美联储降息或者加息基于的主要指标是通胀和就业,同时会兼顾金融风险,也就是说核心是经济。美国经济今年有逐渐走弱的迹象,但走弱的速度并不快。也就是说,美联储有启动降息的正当性,但经济本身并不支持迅速开启降息。贸易摩擦引发特朗普频繁向鲍威尔施压构成美联储行动的新增主线。上半年特朗普或者说白宫向美联储施压的次数十分可观,本届美联储可谓承受了史上最大的白宫倒逼压力,美联储被市场和白宫双面“绑架”,七月不得不行动,但没有必要太鸽派,因经济主线回归现阶段的主要影响因素。所以本次会议只降 25bp 且释放鹰派信号。

近期中美谈判重启,下一轮磋商将在 9 月,双方拉锯的时间加长,短期内风险不大。所以我们认为 9 月份大概率不会再降息,12 月是否会降息需视经济数据和谈判进展的实际情况而定。如果美国经济加速下滑或贸易谈判依然不顺利,则美联储 12 月可能会迫于压力再度降息。

中国央行不会跟随降息。政治局会议的定调是“松紧适度,保持流动性合理充裕”,同时强调房地产管控仍将趋严。目前来看,国内流动性并非总量问题,而是结构性问题。房地产等领域吸金效应仍强,制造业、民营经济等领域未能获得足够资金支持。再者,在美联储鹰派降息的背景下,其他经济体纷纷提前降息行动,反过来使得美元指数不会太弱,也会对人民币汇率构成压力,我们也不该加码总量宽松。易纲近期也表示,现在利率水平接近黄金水平。在通胀高企的情况下,较快地全面降息或降准不大可能。公开市场操作利率调整并非不可能,但幅度也不会太大。我们认为下半年货币政策的宽松仍将是结构性的,并且可能强化。



相关报告

《“美联储之夜”再放鸽,预计 7 月降息 25bp》
(20190711)

《不应对美国降息空间预期过高——海外宏观周度观察(2019 年第 27 周)》(20190707)

《中美通话与美联储降息预期改善全球风险偏好——海外宏观周度观察(2019 年第 25 周)》(20190623)

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

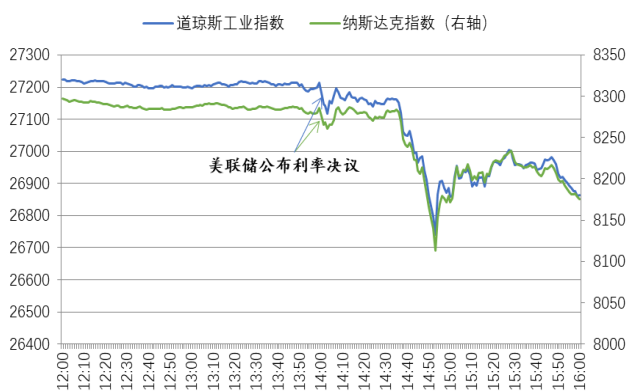
1. 美联储鹰派降息，提前结束缩表.....	3
2. 为什么美联储表态鹰派?	4
3. 9月份美联储大概率不会再降息，12月视情况而定.....	6
4. 国内货币政策仍将稳健，央行无需跟随美联储降息.....	6

图 1: 道指与纳指下跌	3
图 2: 标普 500 指数下跌.....	3
图 3: 美元指数跳升.....	3
图 4: 金价下跌.....	3
图 5: 市场对 9 月降息预期下降	4
图 6: 市场对全年降息预期下降	4
图 7: 美国 PMI 指数一路下滑	5
图 8: 美国耐用品订单近期回升	5
图 9: 美国零售销售略有回升.....	5
图 10: 美国通胀持续低位	5
图 11: 美国二季度经济增长超预期	5
图 12: 美国时薪增速降低.....	5

1. 美联储鹰派降息，提前结束缩表

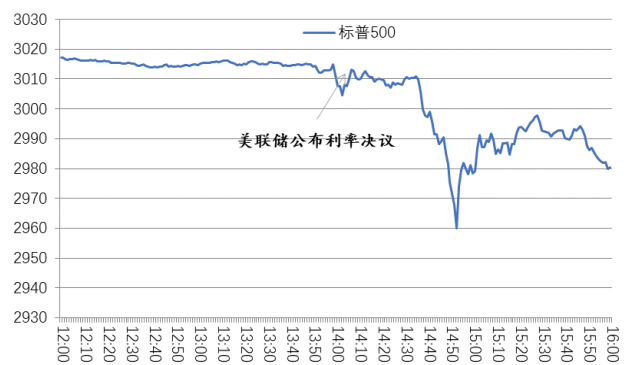
北京时间 8 月 1 日凌晨 2:00，美联储公布 7 月利率会议决定。FOMC 票委以 8-2 的投票比例决定降息 25bp，联邦基金利率区间降至 2.0%~2.25%。同时，美联储决定于 8 月 1 日结束缩表，较此前计划提前两个月。虽然美联储如期降息并提前结束缩表，但鲍威尔在新闻发布会上表现出较强的鹰派态度，超出市场预期。鲍威尔表示，“目前降息不意味着宽松周期的开始”，“没有理由说经济扩张不能持续下去”。其鹰派表态导致美元指数跳升，逼近 99 关口；美股三大指数均跌超 1%；黄金价格下挫。CME Group 的美联储观察显示，市场对 9 月降息预期大幅降低，维持利率水平不变的预期为 48.1%，降息 25bp 的预期为 51.9%。

图 1: 道指与纳指下跌



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 标普 500 指数下跌



数据来源：东北证券，Wind

图 3: 美元指数跳升



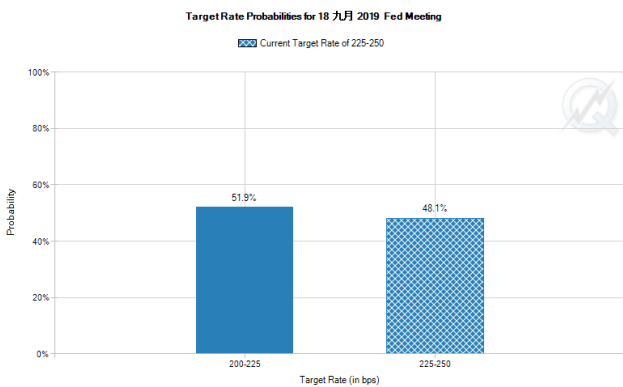
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 金价下跌



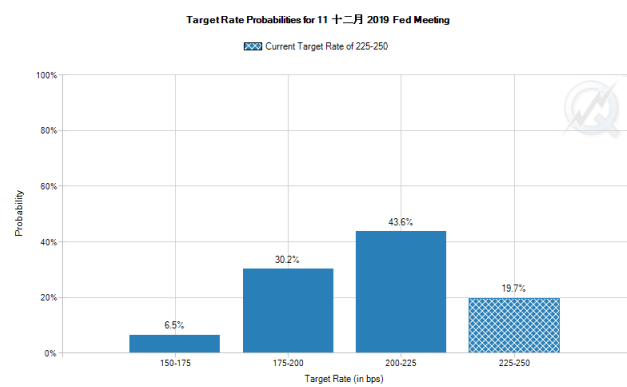
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 市场对 9 月降息预期下降



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 市场对全年降息预期下降



数据来源: 东北证券, Wind

7 月以来, 在《“美联储之夜”再放鸽, 预计 7 月降息 25bp》及《不应对美国降息空间预期过高——海外宏观周度观察 (2019 年第 27 周)》等报告中, 我们一直坚持认为美联储会降息 25bp 而非 50bp, 并始终提示市场对美国降息预期不宜过高。美联储的实际行动与我们此前预判完全相符, 事实证明美联储大幅降息的动力不足。

2. 为什么美联储表态鹰派?

美联储为什么会鹰派降息, 这需要回溯本次降息的原因。

今年以来美联储修正货币政策预期的速度超历史经验, 其中夹带了中美贸易摩擦的因子。

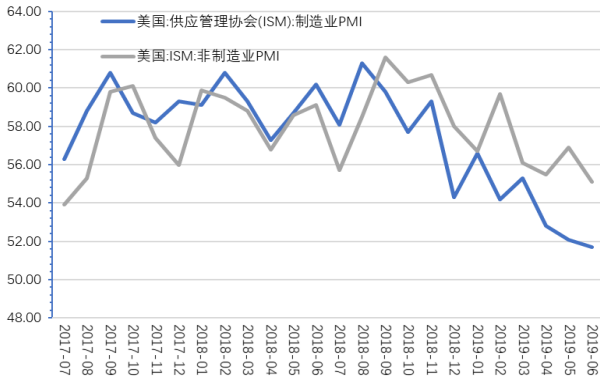
按照经验, 美联储降息或者加息基于的主要指标是通胀和就业, 同时会兼顾金融风险, 也就是说核心是经济。从经济主线上看, 上半年美国 PMI 指数开始下降, 耐用品订单、零售表现也较弱势, 趋势上看美国经济将逐渐走弱, 但速度不快。GDP 环比年率连续两个季度好于预期, 一季度实现 3.1%, 二季度实现 2.1%, 单月数据上耐用品订单以及零售也在 6 月出现短暂的改善。从影响货币政策的最重要的两个因子看, 上半年通胀指标较疲弱, 但失业率一直维持在低位, 非农就业在 5 月短暂出现不及预期后几个月份好于预期。结合以往美联储货币政策行动的经验看, 我们可以得出, 从经济主线出发, 美国经济今年有逐渐走弱的迹象, 但走弱的速度并不快。也就是说, 美联储有启动降息的正当性, 但经济本身并不支持迅速开启降息。

贸易摩擦引发特朗普频繁向鲍威尔施压构成美联储行动的新增主线。既然经济本身不足以解释美联储二季度过快扭转预期的行动, 那么贸易摩擦则是最佳答案。具体我们不赘述, 上半年特朗普或者说白宫向美联储施压的次数十分可观, 本届美联储可谓承受了史上最大的白宫倒逼压力, 5 月 5 日中美谈判突然破裂, 机会来了。

美联储被市场和白宫双面“绑架”, 七月不得不行动, 但没有必要太鸽派, 因经济主线回归现阶段的主要影响因素。美联储需要做预期管理, 二季度营造的降息预期使得市场纷纷计价进资产价格当中, 美联储不会违背自己引导的降息预期。但行至 7 月, 贸易摩擦主线有所弱化, 源于 6 月底中美首脑的大阪会晤, 中美之间重启谈

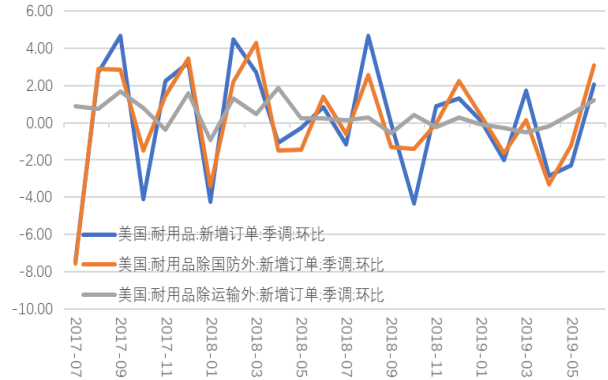
判。7月美联储议息会议正是中美结束第十二轮谈判的时间点，双方决定9月再进行下一次谈判，此举说明双方谈判没有破裂，但均认可未来是拉锯战，短期不抱有重大突破的希望。如此，影响美联储决策的主要因子回归经济，那么一方面没有必要一次性降息50个Bp，另一方面没有必要连续降息（9月议息会议时间为9月18日，距离7月降息约一个半月时间，没有足够的时间窗口证明经济会迅速弱化）。

图 7: 美国 PMI 指数一路下滑



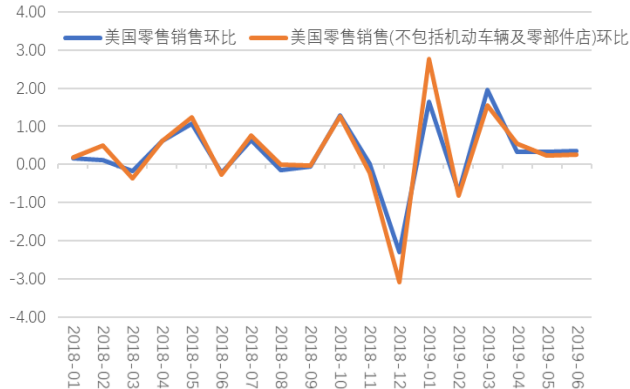
数据来源：东北证券，Wind

图 8: 美国耐用品订单近期回升



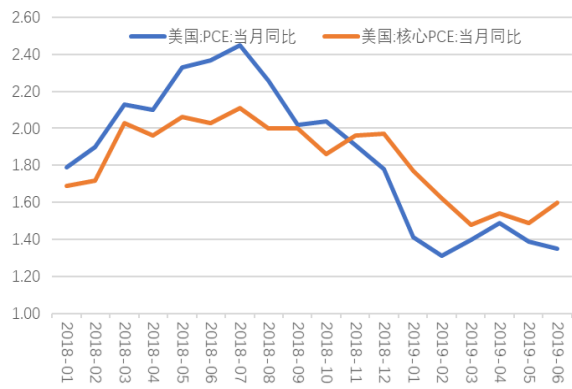
数据来源：东北证券，Wind

图 9: 美国零售销售略有回升



数据来源：东北证券，Wind

图 10: 美国通胀持续低位



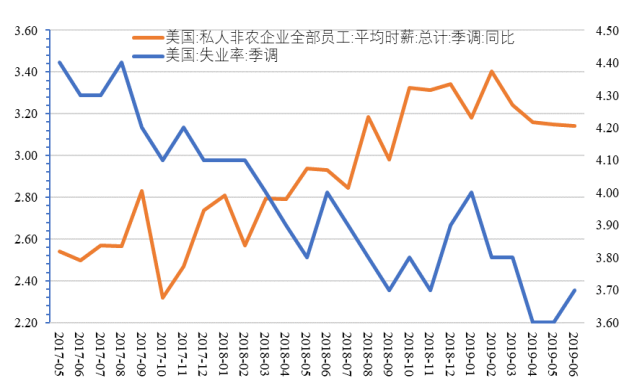
数据来源：东北证券，Wind

图 11: 美国二季度经济增长超预期



数据来源：东北证券，Wind

图 12: 美国时薪增速降低



数据来源：东北证券，Wind

3. 9月份美联储大概率不会再降息，12月视情况而定

未来美联储降息路径将会如何？美联储当前目标是两个：一是维持经济增长，二是防范风险。经济增长上来看，虽然近期各项指标转好，但是更具前瞻性的 PMI 指数仍在持续大幅滑落，未来美国经济难以持续向好；美国 6 月就业数据虽好，但时薪增速较低，对通胀的推动减弱；同时近日公布的 6 月核心 PCE 亦不及市场预期。故不排除年内仍有降息的可能性。

风险因素上看，上文我们已经分析过，制约美联储货币政策的主要是中美谈判的进展。近期中美谈判重启，下一轮磋商将在 9 月，中间并无较大风险，故而我们认为 9 月份美联储会议大概率不会再降息。而 12 月是否会降息须视经济数据和贸易谈判的实际情况而定。如果美国经济加速下滑或贸易谈判依然不顺利，则美联储可能会迫于压力再度降息。

4. 国内货币政策仍将稳健，央行无需跟随美联储降息

美联储如期降息，但中国央行无必要跟随。易纲行长近期表示，现在利率水平接近黄金水平。在通胀高企的情况下，较快地全面降息或降准不大可能。政治局会议的定调“货币政策松紧适度，保持流动性合理充裕”，同时强调房地产管控仍将趋严。也就是说，当前国内流动性并非总量问题，而是结构性问题。房地产等领域吸金效应仍强，制造业、民营经济等领域未能获得足够资金支持。再者，在美联储鹰派降息的背景下，其他经济体纷纷提前降息行动，反过来使得美元指数不会太弱，也会对人民币汇率构成压力，我们也不该加码总量宽松。

综上，我们认为国内货币总量上难有全面宽松。全面降息、降准概率极低，公开市场操作利率调整并非完全不可能，但幅度也不会太大。

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_11039

