

美联储预防性降息，或非启动降息周期

——7月美联储议息会议点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

钟奕昕（联系人）证书编号：S0280118040021

北京时间2019年8月1日凌晨，美联储宣布降息25个基点，下调联邦基金利率至2.00%-2.25%区间，以8:2的投票比例通过本次利率决定。

● 经济不确定性增加、通胀低迷，美联储宣布降息

7月FOMC会议声明中，美联储表示，美国经济活动正以“温和的速度增长”，就业增长保持稳定，失业率保持在低位，家庭支出增长较今年早些时候“有所回升”，但企业固定投资依旧“疲软”。总体通货膨胀率以及食品和能源以外的其他商品的通货膨胀率都低于2%。鉴于全球形势对经济前景的影响，以及通胀压力减弱，FOMC决定将联邦基金利率目标区间下调至2%至2%-2.5%。在考虑未来路径的联邦基金利率目标区间以及调整的时机和规模时，美联储将继续根据经济前景以及各种经济数据及信息来评估。此外，美联储决定将于8月1日结束缩表计划，较此前预期提前两个月。

● 预防性降息，或非启动降息周期

Powell在新闻发布会上强调，此次降息是周期中的调整。根据美元走强、美股走弱的市场表现，市场倾向于认为，此次降息是预防性降息，或非启动降息周期。FOMC两个票委对降息投反对票，也反映了美联储内部对美国经济形势、降息有观点分歧。当然，mid-cycle adjustment语意比较含糊，是否真的启动降息周期，取决于美国的经济表现。这反映了前瞻指引的困难，前瞻指引在经济周期路径比较确定时效果比较好，当前经济指标的波动较大，美联储在经济预测方面并没有比较优势，前瞻指引面临的困境也越来越大。

此次降息有三个理由：第一，通胀低迷。疲弱的通胀是美联储降息的重要原因。第二，经济不确定性增加。下半年美国经济仍存在较大不确定性，全球贸易摩擦、全球经济下滑、美国私人投资增速疲弱以及制造业趋缓等风险因素仍存。第三，投资低迷。美国私人投资增速显现疲弱态势，美国二季度私人投资（包括存货）年化环比增速大幅回落至-5.5%，拖累美国经济增长。

美国经济增速虽有所下滑，但总体来看，经济基本面还比较健康。其中，占美国GDP之比超过70%的消费是美国二季度经济增速超预期的最大支撑，且较早前公布的零售销售数据也显现出美国消费相对平稳。长期来看，由于美国居民前期没有加杠杆，未来去杠杆的空间不大，消费增速大幅降低的可能性比较小。这意味着美国经济增速可能会整体保持平稳，即使出现调整，大幅衰退的可能性也不大。

美联储主席Powell也在会后的新闻发布会上表示，此次决定降息并不意味着降息周期的开始，但目前采取更加宽松的政策是合适的，降息有保险和风险管理考虑。美联储此次降息，和1990年代中期一样是“预防性降息”，但并不一定意味着经济进入衰退周期。“预防性降息”能够将经济衰退的风险降低，后续继续关注美国经济走势。如果降息带来经济增速和通胀的回升，不排除美联储重新加息。

● 全球经济周期向下，中国货币政策以内为主

摩根大通全球综合PMI从2018年2月就开始走弱，2019年以来，印度等多个发展中国家，新西兰、澳大利亚、美国等发达国家均已降息。美联储降息之后，其他地区的汇率制约将减弱，会有更多的央行跟随降息，全球将进入货币宽松周期。

不管美联储降息是否增强了中国货币政策的自主性，事实上2018年中期之后，中国没有跟随美联储加息，就显示了中国货币政策以内为主。年中政治局会议指出，当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大，但应对方式以改革扩内需为主。未来货币政策的重点将是通过利率并轨等制度改革，疏通货币政策传导机制，降低企业融资成本。当然，为了降低金融机构负债成本，也不排除降低公开市场操作利率。

● 风险提示：美国货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：为什么中国国债收益率远低于经济增速？

2019-03-17

国际经济及大宗商品：货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

2019-03-10

国际经济及大宗商品：为何美国经济增速超预期？

2019-03-03

国际经济及大宗商品：美国菲利普斯曲线“失效”了么？

2019-02-24

国际经济及大宗商品：未来美联储缩表走势如何演绎？

2019-02-17

目 录

1、 经济不确定性增加、通胀低迷，美联储宣布降息.....	3
2、 预防性降息，或非启动降息周期.....	4
3、 全球经济周期向下，中国货币政策以内为主.....	5

图表目录

图 1: 美联储降息概率.....	3
图 2: 全球经济周期向下.....	5
表 1: FOMC 会议声明对比.....	3

北京时间 2019 年 8 月 1 日凌晨，美联储公布 7 月 FOMC 会议声明，宣布降息 25 个基点，下调联邦基金利率至 2.00%-2.25% 区间，为 2009 年以来首次降息。对于此次降息，美联储以 8:2 的投票比例通过本次利率决定，Esther L. George 和 Eric S. Rosengren 希望维持利率不变。美联储会议声明公布后，美元指数上涨，而非美货币和美股下跌、金价先跌后涨。

1、经济不确定性增加、通胀低迷，美联储宣布降息

表1: FOMC 会议声明对比

	2019 年 6 月 FOMC 会议声明	2019 年 7 月 FOMC 会议声明
经济增长	经济温和增长 (rising at a moderate rate)	经济温和增长 (rising at a moderate rate)
劳动力市场	劳动力市场保持强劲 (remain strong)，失业率维持低位 (remained low)	就业增长一直保持稳定 (Job gains have been solid)，失业率维持低位 (remained low)
通货膨胀	总体通货膨胀率和剔除食品和能源的核心通货膨胀率均低于 2% (below 2 percent)	总体通货膨胀率和剔除食品和能源的核心通货膨胀率均低于 2% (below 2 percent)
家庭消费支出	有所回升 (picked up from earlier in the year)	有所回升 (picked up from earlier in the year)
固定资产投资	依旧疲软 (have been soft)	依旧疲软 (have been soft)
货币政策	维持联邦基金利率目标在 2.25%-2.50% 不变	下调联邦基金利率至 2.00%-2.25% 区间

资料来源: Fed, 新时代证券研究所

总体来看,7 月 FOMC 会议声明中对美国经济形势评估的措辞较 6 月变化不大。美联储继续表示,美国经济活动正以“温和的速度增长 (moderate rate)”,就业增长保持稳定,较此前的“劳动力市场依然强劲”略有所下调,失业率保持在低位。此外,美联储认为家庭支出增长较今年早些时候“有所回升 (picked up)”,但企业固定投资依旧“疲软 (soft)”。总体通货膨胀率以及食品和能源以外的其他商品的通货膨胀率都低于 2%。以市场为基础的通胀补偿指标有所下降;基于调查的长期通胀预期指标几乎没有变化。

美联储在会议声明中表示,鉴于全球形势对经济前景的影响,以及通胀压力减弱,FOMC 决定将联邦基金利率目标区间下调至 2% 至 2% - 2.5%。委员会认为,降息将支持美国经济活动持续扩张、劳动力市场状况强劲、通胀率接近委员会设定的 2% 的对称目标,但关于这一前景的不确定性依然存在。在考虑未来路径的联邦基金利率目标区间以及调整的时机和规模时,美联储将继续根据经济前景以及各种经济数据及信息来评估,包括劳动力市场状况的衡量指标、通胀压力和通胀预期的指标,以及金融和国际形势的指标。此外,美联储决定将于 8 月 1 日结束缩表计划,较此前预期提前两个月。

据 CME 美联储观察显示,美联储公布 7 月 FOMC 会议声明的当下,美联储 9 月维持利率在 2%-2.25% 区间的概率为 6.2%,降息 25 个基点和降息 50 个基点的概率分别为 88.8% 和 5%;但之后美联储主席 Powell 在新闻发布会上的表态较为中性,市场对美联储继续降息的预期有所回落,美联储 9 月降息 25 个基点和降息 50 个基点的概率分别为 69% 和 2.3%。

图1: 美联储降息概率

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225
2019/7/31						3.3%	96.7%
2019/9/18				0.0%	2.3%	69.0%	28.6%
2019/10/30		0.0%	0.0%	1.1%	32.3%	50.9%	15.8%
2019/12/11	0.0%	0.0%	0.3%	10.7%	38.1%	40.0%	10.9%
2020/1/29	0.0%	0.1%	3.2%	18.3%	38.6%	31.9%	7.9%
2020/3/18	0.0%	0.6%	5.9%	21.9%	37.4%	27.7%	6.5%
2020/4/29	0.1%	1.4%	8.1%	24.1%	36.1%	24.7%	5.6%

资料来源：CME FedWatchTool，新时代证券研究所

2、预防性降息，或非启动降息周期

Powell 在新闻发布会上强调，此次降息是周期中的调整(mid-cycle adjustment)。根据美元走强、美股走弱的市场表现，市场倾向于认为，此次降息是预防性降息，或非启动降息周期。FOMC 两个票委对降息投反对票，也反映了美联储内部对美国经济形势、降息有观点分歧。当然，mid-cycle adjustment 语意比较含糊，是否真的启动降息周期，取决于美国的经济表现。这反映了前瞻指引的困难，前瞻指引在经济周期路径比较确定时效果比较好，当前经济指标的波动较大，美联储在经济预测方便并没有比较优势，前瞻指引面临的困境也越来越大。

此次降息有三个理由：

第一，通胀低迷。疲弱的通胀是美联储降息的重要原因。美国 6 月 PCE 物价同比增速仍仅为 1.4%，核心 PCE 物价同比增速自 2018 年 7 月到达高点后持续下行，在 2019 年 3 月达到低点后小幅上升至 6 月的 1.6%，仍远低于美联储 2% 的目标值，并且市场对通胀的预期较为悲观。

第二，经济不确定性增加。下半年美国经济仍存在较大不确定性，全球贸易摩擦、全球经济下滑、美国私人投资增速疲弱以及制造业趋缓等风险因素仍存。美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值仅录得 50%，正好位于荣枯线，创 2009 年 9 月以来最低，表明美国制造业扩张动能乏力，经济下行迹象明显。此外，目前美国失业率虽处于历史低位，但失业率是滞后变量，较低的失业率是滞后于经济形势的，后续可能有所回升。

美国和主要贸易伙伴贸易摩擦不断，加上全球经济周期向下，对美国出口造成影响，美国二季度净出口年化环比增速大幅回落。全球经济周期向下加上贸易摩擦的不确定性，将继续影响下半年美国净出口，从而对美国经济增长负贡献。美联储主席 Powell 表示，美联储的职责并不是批判美国的贸易政策，但疲弱的全球经济增速以及全球贸易局势的变化，也在美联储的决策中起到了重要的作用。同时，他也否认美联储屈服于特朗普总统要求降息的压力，再次强调美联储的决策具有独立性，从来不考虑政治因素。

第三，投资低迷。美国私人投资增速显现疲弱态势，美国二季度私人投资（包

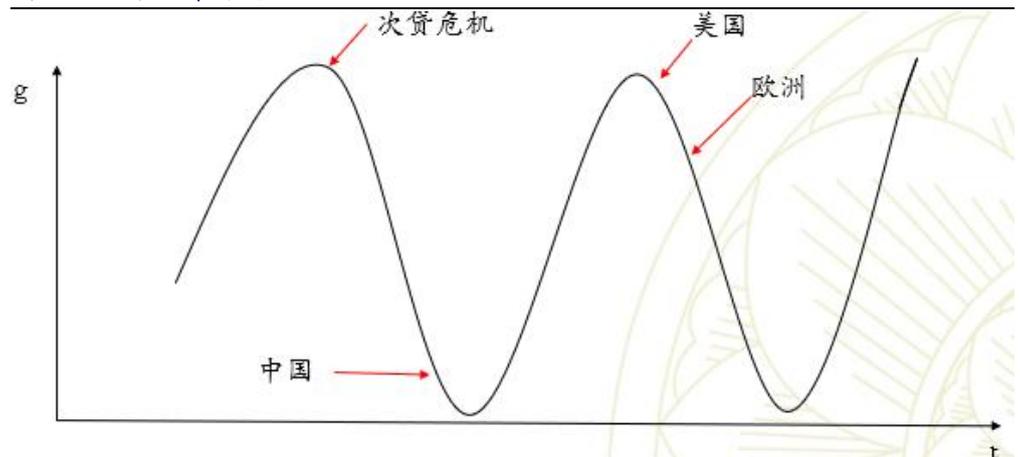
括存货) 年化环比增速大幅回落至-5.5%，拖累美国经济增长。美国企业杠杆率不断上升，而贫富差距扩大、居民去杠杆等原因又导致需求始终低迷，私人固定资产投资增速在 2015 年就出现了下滑迹象，但是特朗普减税缓解了这一趋势，2017 年四季度私人固定资产投资增速达到顶峰，此后随着减税效应褪去、美联储 2018 年加息过猛，私人固定资产投资增速又开始下滑。同时，企业被动补库存，2019 年二季度企业开始主动去库存。全球需求低迷，加上过高的杠杆率，下半年企业投资增速可能仍然比较低迷，企业去库存压力也一直存在。

美国经济增速虽有所下滑，但总体来看，经济基本面还比较健康，二季度经济增长 2.1%，增速较一季度放缓 1 个百分点，但超市场预期，消费和财政支出是美国经济增速超预期的主要支撑。其中，占美国 GDP 之比超过 70% 的消费是美国二季度经济增速超预期的最大支撑，且较早前公布的零售销售数据也显现出美国消费相对平稳。长期来看，由于美国居民前期没有加杠杆，未来去杠杆的空间不大，消费增速大幅降低的可能性比较小。这意味着美国经济增速可能会整体保持平稳，即使出现调整，大幅衰退的可能性也不大。

美联储主席 Powell 也在会后的新闻发布会上表示，此次决定降息不意味着降息周期的开始，但目前采取更加宽松的政策是合适的，降息有保险和风险管理考虑；美国经济“以健康的速度 (healthy pace)” 增长，没有理由说经济扩张不能持续下去，但同时也存在下行的不确定性，例如制造业产出已连续两个季度下降。美联储此次降息，和 1990 年代中期一样是“预防性降息”，但并不一定意味着经济进入衰退周期。“预防性降息” 能够将经济衰退的风险降低，后续继续关注美国经济走势。如果降息带来经济增速和通胀的回升，不排除美联储重新加息。

3、全球经济周期向下，中国货币政策以内为主

图2： 全球经济周期向下



资料来源：新时代证券研究所

摩根大通全球综合 PMI 从 2018 年 2 月就开始走弱，2019 年以来，印度等多个发展中国家，新西兰、澳大利亚、美国等发达国家均已降息。此次降息以及鲍威尔发言低于市场预期，美元反而走强了。虽然此次美联储降息没有根本上缓解其他地区的汇率制约，但是美联储降息的宣示意义，会有引导更多的央行跟随降息，全球

将进入货币宽松周期。

不管美联储降息是否增强了中国货币政策的自主性，事实上 2018 年中期之后，中国没有跟随美联储加息，就显示了中国货币政策以内为主。年中政治局会议指出，当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大，但应对方式以改革扩内需为主。未来货币政策的重点将通过利率并轨等制度改革，疏通货币政策传导机制，降低企业融资成本。当然，为了降低金融机构负债成本，也不排除降低公开市场操作利率。

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_11046

