

美联储 7 月如期降息，下次降息可能在年底

——美联储 7 月议息点评

宏观专题报告

2019 年 08 月 01 日

报告摘要：

美联储降息 25 个基点，提前两个月结束缩表，符合市场预期。鲍威尔新闻发布会上强调降息只是中期调整，受此影响，美股下跌。

● 美联储宣布降息和提前停止缩表，鲍威尔强调降息只是中期调整

全球经济前景不佳、贸易谈判、企业投资下滑和通胀疲软促成此次降息。值得注意的是，此次投票有两人反对降息，属于罕见情形。鲍威尔强调降息只是中期调整，显示 FOMC 对后续降息路径尚未达成共识。我们预计 9 月按兵不动，12 月再降息一次。

● 美国制造业 PMI 略优于其他主要经济体，大部分经济体处于收缩区间

6 月美国制造业 PMI 依旧处于景气区间，但是下滑趋势未变。我们统计发现当前全球主要经济体有三分之二处于收缩区间，包含德国、英国、澳大利亚、韩国和日本等重要经济体，欧元区 6 月 PMI 仅有 46.4。

● 美国企业部门债务压力仍高

美国非金融企业杠杆率已超上一轮债务周期峰值，债务压力尚未触顶。全球债务增速受美联储利率影响较大，降息有助于降低非美国企业融资成本。

● 中国货币政策短期内不具备大幅宽松条件，贷款利率市场化改革将推动实际利率下降

短期内，中国难以大幅度宽松货币政策。当前，推动贷款利率市场化是首要任务，通过进一步推进贷款利率市场化，可以打开贷款利率的实际下限，从而达到降低实际利率的效果。

● 风险提示：

全球经济经济加速放缓、美联储鸽派不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

事件：美联储7月份FOMC会议决定降低利率25个基点，符合市场预期，同时提前两个月停止缩表。随后鲍威尔召开新闻发布会，强调此次降息只是中期调整，表示之后的决定需要数据支持，稍显鹰派。

正文：

会议声明和新闻发布会的主要内容：

1) 关于经济：表述变化不大，认为美国经济总体温和增长，商业投资疲软，消费增速依旧健康；

2) 关于通胀：表示基于市场度量的通胀下降，核心通胀低于2%，长期通胀预期指标几乎未变；

3) 关于降息：决定降息25个基点，同时降低准备金利率25个基点，声明和发布会上强调外部因素是此次降息的重要原因之一，表示此次降息只是中期调整，基于当前美国经济状况，不会开启长期宽松周期；

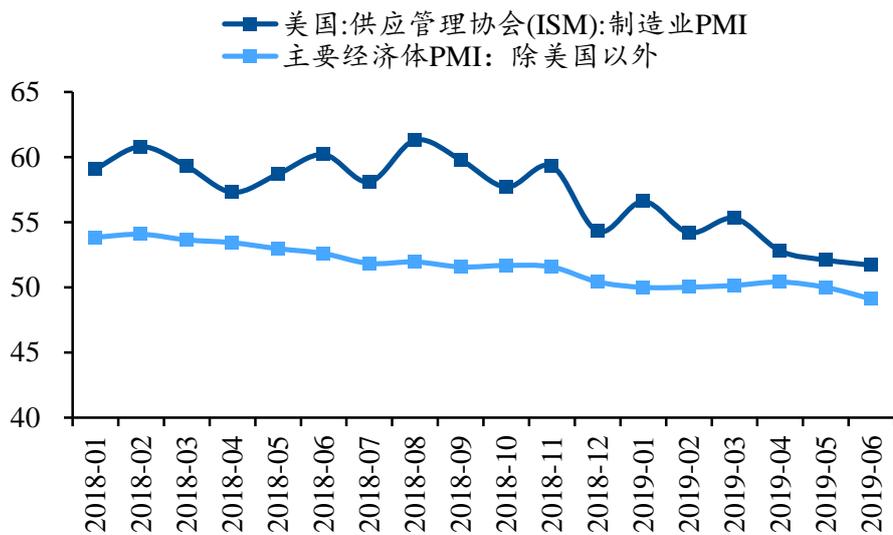
4) 关于不确定性：将“不确定性上升”改为“不确定性继续存在”，删去“密切(closely)”，只留下观察(monitor)，稍显鹰派。美联储本身态度的不确定性可能将加剧未来市场波动；

5) 关于缩表：提前两个月缩表，结束紧缩周期。

美联储降息一次(one and done)可能性较低。虽然鲍威尔发布会上语气偏向鹰派，但是全球经济下滑并没有出现减缓趋势，特别是欧洲地区。若想债券市场利率倒挂回复正常，需要至少再降息一次。

主要经济体制造业PMI持续下滑，约三分之二国家处于收缩区间。全球经济增速下滑已经有一段时间，主要经济体PMI反应的情况可能更加糟糕。自2018年以来，我们统计的19个主要经济体制造业PMI持续下降，并在5月掉至“枯荣线”以下，虽然美国尚处于景气区间，同样有着下滑趋势(图1)。值得注意的是，6月的制造业PMI数据显示19个经济体中仅有6个国家处于景气区间，处于收缩区间的国家包含中国、德国、英国、澳大利亚、韩国和日本等重要经济体，欧元区6月PMI仅有46.4。显然，在全球经济下行压力逐渐上升的情况下，美国受伤只是早晚的事。

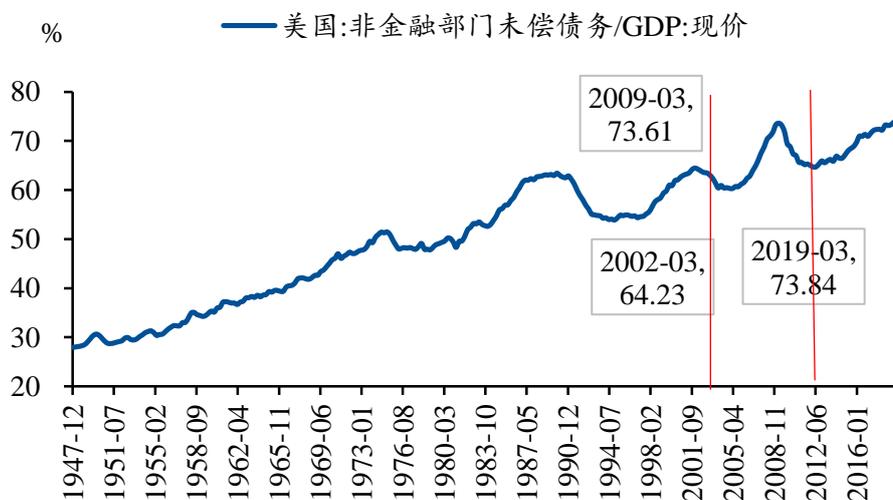
图 1：2018 年以来全球 PMI 处于下滑趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院

美国非金融企业杠杆率已超上一轮债务周期峰值。通常，债务周期有六个阶段：早期、泡沫形成、触顶、萧条、去杠杆和正常化。我们使用非金融部门（企业）债务与 GDP 比重来观察美国债务周期。在上一轮周期中，债务压力先是较为平稳地运行，然后上升速度加快。在 07 年降息周期开始以后，企业利用低成本继续举债，并在 09 年二季度触顶，最后就是去杠杆和回归正常。观察这一轮周期，债务周期运行似乎更接近上世纪 90 年代，两者经济扩张时长都是美国史上排前的。毫无疑问，这一轮债务顶部已经超过上一轮（图 2）。如果按照历史经验来看，美国还没有打破其债务周期规律，那么这一轮触顶在何时？

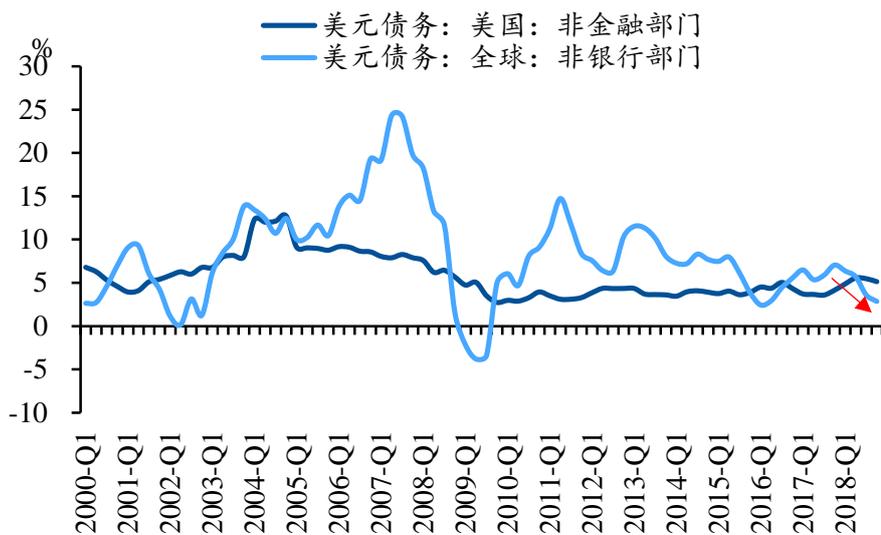
图 2：美国非金融企业杠杆率已超上一轮债务周期峰值



资料来源：Wind，民生证券研究院

美联储降息有利于帮助国内企业降低借贷成本，但短期内压力难解。美元作为世界储备货币，美联储降息有助于国际货币流通和非美国企业的融资。当前，全球货币政策趋于宽松，美联储的决定无疑是最具影响力的。美联储的利率决策对全球债务的影响可能大于本土的影响，在上一轮加息过程中，非美国企业以美元形式的融资增速呈现明显下滑趋势（图3）。

图3：全球举债增速依赖美联储利率决策



资料来源：BIS，民生证券研究院

中国货币政策短期内不具备大幅宽松条件，贷款利率市场化改革将推动实际利率下降。短期内，中国加码宽松刺激政策，可能再次推动金融风险 and 固化经济结构扭曲，使过去几年的努力付之东流。另外，中美磋商将是一个长期过程，存在较大不确定性，叠加全球经济下行，中国还需预留一些政策空间。所以，即使全球货币政策趋向宽松，中国货币政策的全面降准、降息等举措短期内是看不到的。按照央行的设想，通过进一步推进贷款利率市场化，可以打开贷款利率的实际下限，从而达到降低实际利率的效果。

风险提示

全球经济经济加速放缓、美联储鸽派不及预期。

插图目录

图 1：2018 年以来全球 PMI 处于下滑趋势.....	3
图 2：美国非金融企业杠杆率已超上一轮债务周期峰值.....	3
图 3：全球举债增速依赖美联储利率决策.....	4

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_11063

