



证券研究报告·宏观研究报告

2019年6月24日

首创宏观“茶”：

美联储第一次降息发生在3季度概率较大

主要观点：

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

- 6月议息会议，联邦基金利率目标区间维持在2.25%-2.50%不变。我们点评如下：
- 一、经济放缓以及通胀低迷是美联储降息的主因；
- 二、关于美联储降息的若干焦点
 - 焦点1：何时开始第一次降息？
 - 焦点2：第一次降息的幅度有多大？
 - 焦点3：会不会出现短期降息后升息的情况？
- 三、黄金是最受益于美联储降息的大类资产

目录

一、经济放缓以及通胀低迷是美联储降息的主因.....	4
二、关于美联储降息的若干焦点.....	7
焦点 1：何时开始第一次降息？	7
焦点 2：第一次降息的幅度有多大？	8
焦点 3：会不会出现短期降息后升息的情况？	8
三、黄金是最受益于美联储降息的大类资产.....	9

图表目录

图 1：Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI 较 5 月进一步逼近荣枯线（%）	4
图 2：4 月出口金额同比创 2016 年 8 月以来新低（%）	5
图 3：制造业 PMI 物价指数与非制造业 PMI 物价指数整体处于下行趋势当中（%）	5
图 4：5 月 CPI 与核心 CPI 当月同比分别较前值下行（%）	6
图 5：制造业 PMI 的就业指数与非制造业 PMI 的就业指数总体表现尚可（%）	6
图 6：美联储货币政策操作的连续性与稳定性显著增强（%）	8

事件：6月议息会议，联邦基金利率目标区间维持在2.25%-2.50%不变。

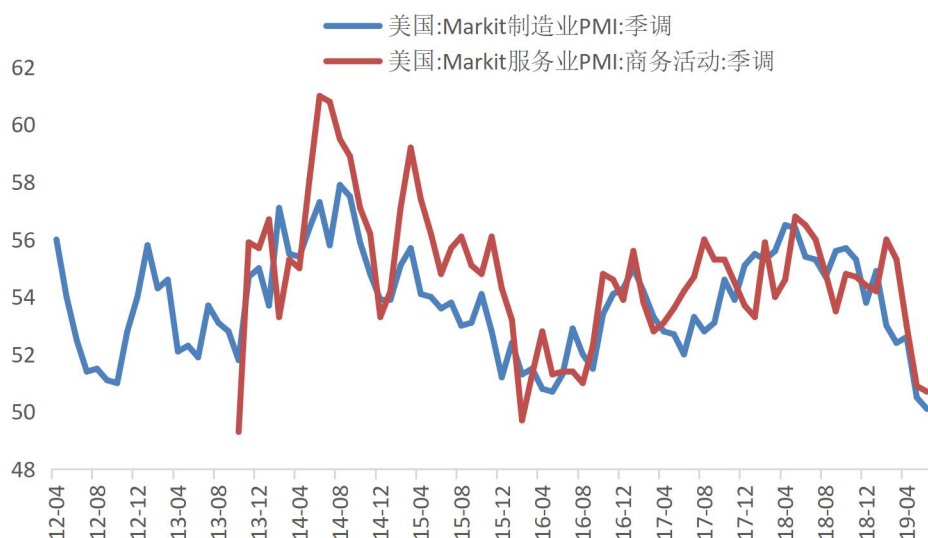
点评：

在6月20日议息会议上，美联储将联邦基金利率目标区间维持在2.25%-2.50%不变。《美联储联邦公开市场委员会政策声明》称，“委员会将密切关注最新信息对经济前景的影响，并将采取适当措施来维持经济的扩张”，此外，点阵图也显示出较为明确的降息信号。目前看，2019年下半年美联储降息已经是比较确定的事情。对此，我们的主要观点如下。

一、经济放缓以及通胀低迷是美联储降息的主因

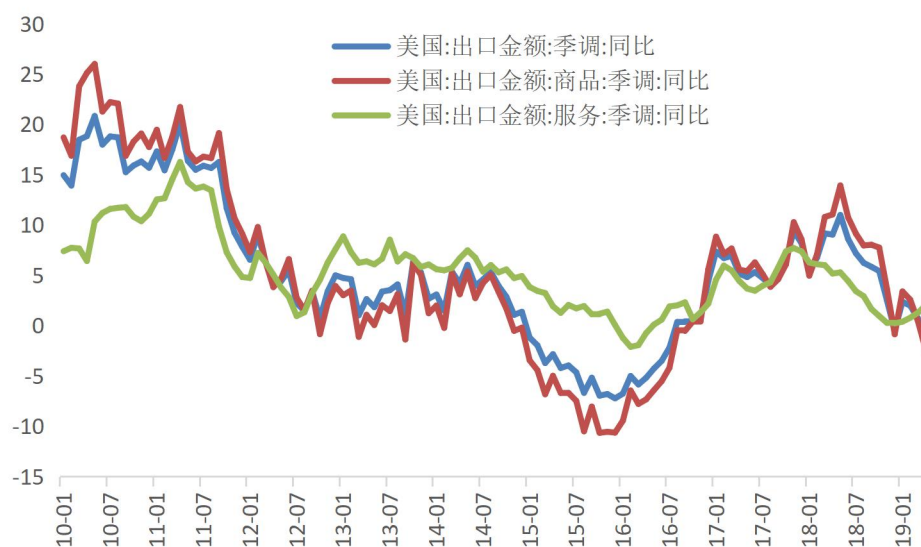
美联储降息的主要原因是经济面临放缓风险。首先，先行指标预示美国经济增速面临压力：6月Markit制造业PMI与服务业PMI分别为50.1与50.7，分别较前值下行0.4与0.2个百分点，较5月进一步逼近荣枯线。其次，分项数据表明美国经济内生动能较弱。耐用品消费支出同比较2018年整体下行，预示私人消费承压；住宅投资尚有支撑，但是私人投资中的设备投资面临压力；存货大概率处于被动补库存向主动去库存转换的阶段。除此之外，受中美贸易摩擦的影响，4月出口金额同比为-0.97%，创2016年8月以来新低；虽然特朗普与民主党领袖在基建上达成一定共识，但是资金来源依旧是大问题。

图1：Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI 较 5 月进一步逼近荣枯线（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

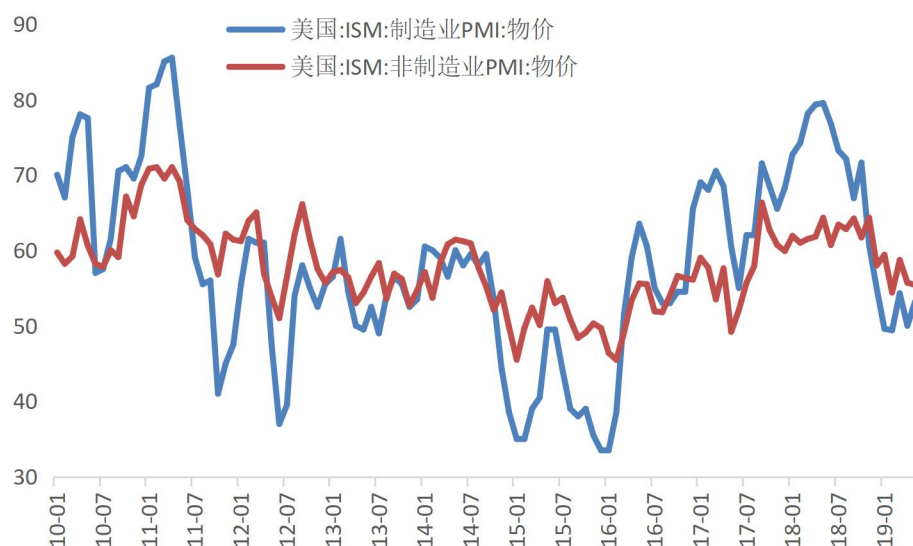
图 2：4 月出口金额同比创 2016 年 8 月以来新低（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

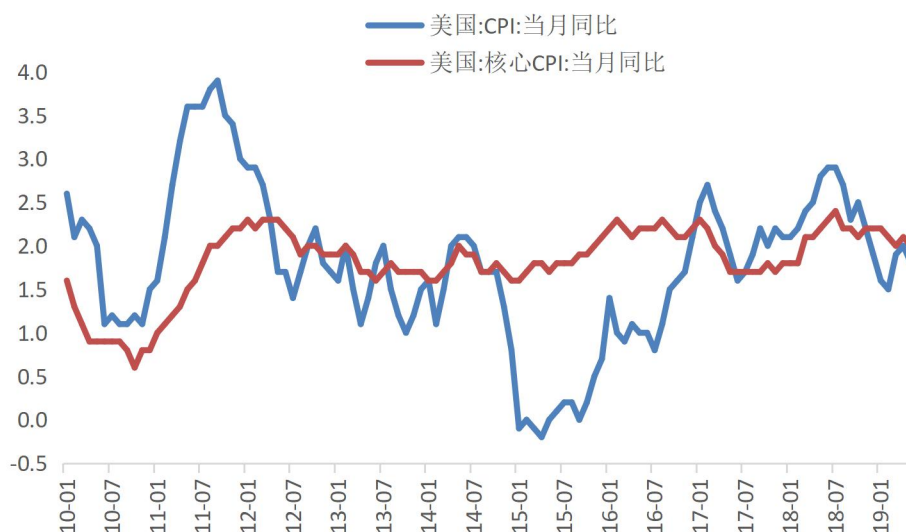
从通胀来看，制造业 PMI 的物价指数与非制造业 PMI 的物价指数整体处于下行趋势当中。5 月 CPI 与核心 CPI 当月同比分别为 1.80% 与 2.00%，分别较前值下行 0.20 与 0.10 个百分点。受全球经济增速下行以及全球贸易摩擦的冲击，国际油价上行空间有限，与此同时，制造业产能利用率处于下行趋势，预示通胀压力不大。

图 3：制造业 PMI 的物价指数与非制造业 PMI 的物价指数整体处于下行趋势当中（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

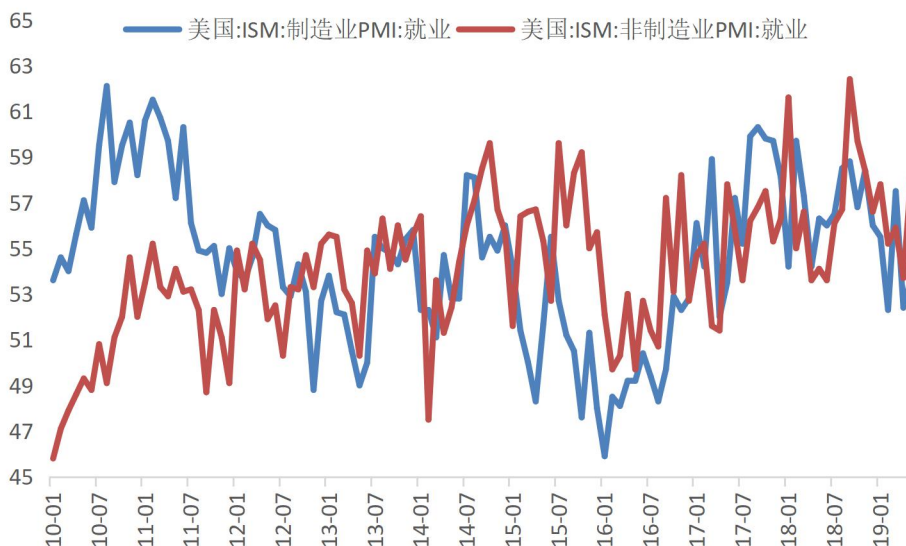
图 4：5 月 CPI 与核心 CPI 当月同比分别较前值下行 (%)



资料来源：wind，首创证券研究发展部

从就业来看，制造业PMI的就业指数与非制造业PMI的就业指数总体表现尚可，失业率处于历史低位，但是5月新增非农就业人数仅为7.5万，创3个月新低，叠加考虑ADP就业数据仅为2.74万，创2010年3月以来新低。在中美贸易摩擦的背景下，预计后期就业形势不容乐观，尤其是制造业、零售业等。

图 5：制造业 PMI 的就业指数与非制造业 PMI 的就业指数总体表现尚可 (%)



资料来源：wind，首创证券研究发展部

二、关于美联储降息的若干焦点

关于下半年美联储降息，目前市场上存在若干值得讨论的焦点。

焦点 1：何时开始第一次降息？

这个问题的回答和“下半年将降息几次”密切相关。如果下半年降息2次，则大概率是3季度与4季度各一次。目前的情况是7位委员认为今年会降息两次，1位认为降息一次，8位委员认为今年美联储应维持利率不变，1位认为应加息。对比此前的议息会议，委员们在本次议息会议“集体转鸽”。假设这种“集体转鸽”趋势成立，意味着在接下来的议息会议上，认为今年会降息两次的委员人数大概率超过7人。从票数分布的情况看，这就意味着下半年降息2次的可能性很高。也就意味着3季度与4季度各降息一次。

进一步看，G20大阪峰会中的习特会，是判断美联储何时降息的一个关键时间节点。如果习特会没达成协议，贸易形势进一步恶化，则美联储7月降息概率较大。但是应该看到，在关系国运的大是大非问题上，本次习特会一次性解决的概率较低。即使本次达成阶段性的协议，但是后期8-9月特朗普有可能再次发表对贸易关系不利的言论，这将加大美联储降息的概率。这是9月降息的依据之一。9月降息的依据之二是，6月Markit制造业PMI与服务业PMI分别为50.1与50.7，分别较前值下行0.4与0.2个百分点，较5月进一步逼近荣枯线，5月ISM制造业PMI为52.1，较前值下行0.7个百分点。8-9月，Markit制造业PMI大概率跌破荣枯线，而ISM制造业PMI可能跌破荣枯线，预示美国经济承压。9月降息的依据之三是，国际油价在2018年7-9月上行，10月初达到高点，这意味着2019年7-9月CPI同比可能不会太高。通胀承压为降息创造有利条件。

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_11822

