

美联储降息的一个技术性问题

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第69期 (2019.06.17-2019.06.21)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 美联储降息的一个技术性问题

北京时间2019年6月20日,美联储公布的6月FOMC会议声明偏鸽,删除保持“耐心”的措辞,转变为“将采取适当行动”以维持经济扩张,点阵图暗示年内降息概率较大,有8位官员预期2019年降息,8位官员预期利率区间维持不变,仅有1位官员预期加息。FOMC声明公布之后,CME FedWatch Tool显示,7月至少降息25个基点的概率上升为100%。但是美联储降息存在一个技术性问题。

次贷危机之前,由于商业银行较少的存款准备金以及联邦基金市场规模有限,美联储可以通过公开市场操作来降息。当前的下限系统,加息容易,但由于缺乏对利率目标上限的控制,无法像欧洲央行一样通过下调利率走廊上限来降息。美联储虽然有贴现窗口(Discount Window),但是由于污名效应(stigma effect)的存在,金融机构宁愿以高于贴现利率的利息从金融市场借钱,也不使用贴现窗口,贴现利率并不是有效的利率走廊上限。另外,公开市场操作繁琐、成本较高,而且当前商业银行具有较高准备金,美联储能否通过公开市场操作来调控利率也是一个问题。

预计未来美联储在实施降息之前,将会讨论降息的方式。短期内,降息时将同时下调超额准备金利率(IOER)以及隔夜逆回购协议(ON RRP)利率,IOER和ON RRP利率降低了,金融机构融出资金的机会成本将下降,将会在金融市场上提供更多的资金,从而拉低市场利率。起初,IOER可能仍会略高于ON RRP利率,但是由于不存在利率走廊上限,美联储无法保证联邦基金利率处于目标区间。如果是经济衰退,货币市场利率跟随金融市场融资需求而下滑,即使没有利率走廊上限,美联储随行就市降息也不是一个很大的问题。但当前美国经济整体上仍比较良好,如果美联储年内降息应是,和1990年代中期一样预防性降息。加之,次贷危机之后,Basel III和Dodd-Frank法案对商业银行的流动性要求更加严格,商业银行也有融资需求。在当前的下限系统下,美联储降息时并不能完全保证联邦基金利率处于目标区间。如果市场利率有突破联邦基金目标利率上限的可能,美联储将会继续下调IOER至ON RRP,此后IOER降无可降,美联储将会采取其他措施来降息。

美联储9月底才停止缩表,理论上缩表和降息并不冲突,但是缩表会影响降息的效果。假如美联储在10月之前降息,而且市场利率可能突破利率目标上限,美联储可能会提前停止缩表,鲍威尔在6月20日的记者招待会上暗示了这种可能性。如果IOER已降至ON RRP利率,且停止缩表,市场利率还是不受控制,美联储可能重新扩表。美联储也可能将下限系统转为利率走廊系统,并设置一个再贷款利率作为利率走廊上限,通过调控利率走廊的上下限来降息。未来设置的再贷款工具可以像欧洲央行的边际贷款便利(Marginal Lending Facility)一样,通过匿名等手段来避免污名效应。

虽然美联储2015年12月才开始次贷危机之后的新一轮加息,但是2008年10月设立IOER,2013年推出ON RRP时,就已考虑到未来的加息需要。同样地,为了更有效地降息,美联储也会提前讨论如何降息。

● 美国6月制造业PMI初值创十年来新低,市场担忧情绪升温

虽然美国制造业PMI指数一直处于扩张区间,但该数据自今年年初以来呈现下滑趋势,6月制造业PMI初值(50.10%)更是创十年来新低,强化市场对美国制造业放缓的忧虑。IHS Markit也指出,自2月以来,私营部门产出增长失去动力,产量几乎没有增长,受访者表示“风险厌恶情绪加剧”。此外,6月Markit服务业PMI初值降至50.7%,为2016年3月以来最低水平,进一步加剧市场对美国经济前景的担忧。

● 美联储释放偏鸽信号,美元指数回落

美元指数上周上行至96.202。美联储表示将“采取适当行动维持经济扩张”,市场降息预期大幅上升,令美元指数承压。人民币汇率有所升值。截至6月21日,美元兑人民币即期汇率收至6.8750;美元兑人民币汇率中间价收至6.8472。

● 商品指数多数上行

美联储释放偏鸽的信号,市场降息预期大幅升温,叠加地缘局势担忧,支撑黄金价格走高。中美贸易磋商利好,螺纹钢价格小幅反弹。智利国家铜业公司旗下Chuquibambilla铜矿罢工,供给端担忧升温,中美贸易磋商出现进展,市场情绪有所好转,叠加铜库存大幅下降,利多铜价。钢厂减产影响焦炭需求,钢厂焦炭库存充足,利空焦炭价格。地缘政治风险提升,伊朗在其领空击落一架美国无人机,加剧美国和伊朗局势趋紧,供给端担忧仍存,利多油价。短期受贸易磋商消息影响,市场情绪有所好转,豆粕价格下行。

● 风险提示:美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品:辩证地看美国消费增速低迷

2019-06-16

国际经济及大宗商品:美国非农数据不佳,市场降息预期进一步加强

2019-06-09

国际经济及大宗商品:美债收益率倒挂,市场降息预期增加

2019-06-02

国际经济及大宗商品:政府汇率管理工具箱里有什么?

2019-05-26

国际经济及大宗商品:央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式

2019-05-19

国际经济及大宗商品:美联储利率调控体系未来可能的演化方向

2019-05-12

国际经济及大宗商品:美联储短期内加息降息可能性都不大

2019-05-05

国际经济及大宗商品:超预期的美国经济可能没那么好

2019-04-28

国际经济及大宗商品:美联储货币政策对美股的影响

2019-04-21

国际经济及大宗商品:美联储前瞻指引面临困境

2019-04-14

国际经济及大宗商品:为何美国薪资增长乏力?

2019-04-07

国际经济及大宗商品:为什么长端美债收益率那么低?

2019-03-31

国际经济及大宗商品:中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

2019-03-24

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

目 录

1、 美联储降息的一个技术性问题.....	4
2、 国外经济形势一周综述.....	5
3、 汇率走势一周综述.....	7
4、 商品价格走势一周综述.....	9
4.1、 商品指数多数上涨	9
4.2、 黄金价格走高	10
4.3、 金属价格涨跌不一	10
4.4、 能源化工产品价格多数走高	12
4.5、 农产品价格涨跌互现	14

图表目录

图 1: 次贷危机前的美联储利率调控体系	4
图 2: 次贷危机后的美联储利率调控体系	4
图 3: 美国新屋开工年化总数 (千套)	6
图 4: 美国 Markit 制造业 PMI (%)	6
图 5: 美国成屋销售年化总数 (万户)	6
图 6: 欧元区消费者信心指数	6
图 7: 欧元区 Markit 制造业 PMI (%)	7
图 8: 欧元区 ZEW 经济景气指数	7
图 9: 南华商品指数近期走势	9
图 10: 南华商品指数周度涨跌幅	9
图 11: 上周黄金价格走势	10
图 12: 美元指数走势	10
图 13: 高炉开工率 (%)	11
图 14: 当周螺纹钢库存 (万吨)	11
图 15: 全国主要钢材品种库存 (万吨)	11
图 16: 铁矿石港口库存 (万吨)	11
图 17: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨)	11
图 18: 上期所阴极铜库存(吨)	11
图 19: 焦化企业开工率 (%)	12
图 20: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨)	12
图 21: 港口焦炭库存 (万吨)	13
图 22: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨)	13
图 23: 下游发电集团煤炭库存 (万吨)	13
图 24: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨)	13
图 25: 6 大发电厂煤炭库存可用天数	13
图 26: 港口煤炭库存 (万吨)	13
图 27: 国际原油期货价格走势 (美元/桶)	13
图 28: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶)	13
图 29: 全国豆粕库存 (万吨)	14
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.06.17-2019.06.21)	7
表 2: 商品指数总览 (2019.06.17-2019.06.21)	9
表 3: 黄金价格走高 (2019.06.17-2019.06.21)	10

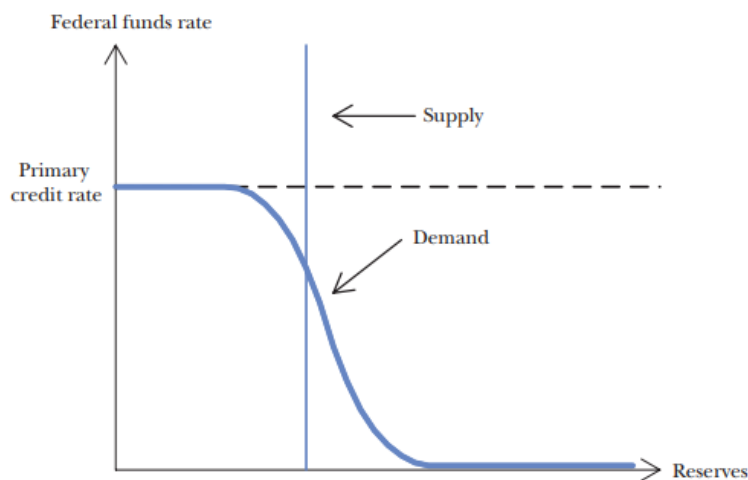
表 4: 金属价格涨跌不一 (2019.06.17-2019.06.21)	10
表 5: 能源化工产品价格多数走高 (2019.06.17-2019.06.21)	12
表 6: 农产品价格涨跌互现 (2019.06.17-2019.06.21)	14

1、美联储降息的一个技术性问题

北京时间 2019 年 6 月 20 日凌晨，美联储公布的 6 月 FOMC 会议声明偏鸽，在前瞻指引方面删除保持“耐心 (patient)”的措辞，转变为“将采取适当行动 (act as appropriate)”，点阵图暗示年内降息概率较大，有 8 位官员预期 2019 年降息，8 位官员预期利率区间维持不变，仅有 1 位官员预期加息。FOMC 声明公布之后，CME FedWatch Tool 显示，7 月至少降息 25 个基点的概率上升为 100%。但是美联储降息存在一个技术性问题。

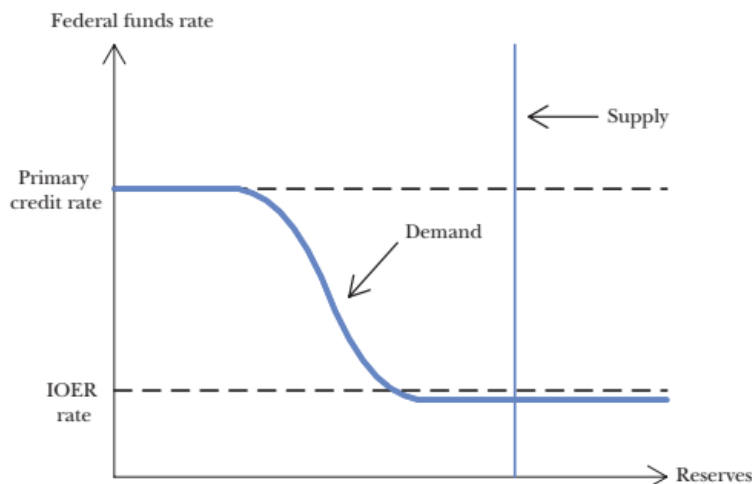
次贷危机之前，由于商业银行较少的存款准备金以及联邦基金市场规模有限，美联储可以通过公开市场操作来降息。当前的下限系统，加息容易，但由于缺乏对利率目标上限的控制，无法像欧洲央行一样通过下调利率走廊上限来降息。美联储虽然有贴现窗口 (Discount Window)，但是由于污名效应 (stigma effect) 的存在，金融机构宁愿以高于贴现利率的利息从金融市场借钱，也不使用贴现窗口，贴现利率并不是有效的利率走廊上限。另外，公开市场操作繁琐、成本较高，而且当前商业银行具有较高准备金，美联储能否通过公开市场操作来调控利率也是一个问题。

图1：次贷危机前的美联储利率调控体系



资料来源：Ihrig et al. (2015)，新时代证券研究所

图2：次贷危机后的美联储利率调控体系



资料来源：Ihrig et al. (2015)，新时代证券研究所

预计未来美联储在实施降息之前，将会讨论降息的方式。短期内，降息时将同时下调超额准备金利率（IOER）以及隔夜逆回购协议（ON RRP）利率，IOER 和 ON RRP 利率降低了，金融机构融出资金的机会成本将下降，将会在金融市场上提供更多的资金，从而拉低市场利率。起初，IOER 可能仍会略高于 ON RRP 利率，但是由于不存在利率走廊上限，美联储无法保证联邦基金利率处于目标区间。如果是经济衰退，货币市场利率跟随金融市场融资需求而下滑，即使没有利率走廊上限，美联储随行就市降息也不是一个很大的问题。但当前美国经济整体上仍比较良好，如果美联储年内降息应是，和 1990 年代中期一样预防性降息。加之，次贷危机之后，Basel III 和 Dodd-Frank 法案对商业银行的流动性要求更加严格，商业银行也有融资需求。在当前的下限系统下，美联储降息时并不能完全保证联邦基金资金利率处于目标区间。如果市场利率有突破联邦基金目标利率上限的可能，美联储将会继续下调 IOER 至 ON RRP，此后 IOER 降无可降，美联储将会采取其他措施来降息。

美联储 9 月底才停止缩表，理论上缩表和降息并不冲突，但是缩表会影响降息的效果。假如美联储在 10 月之前降息，而且市场利率可能突破利率目标上限，美联储可能会提前停止缩表，鲍威尔在 6 月 20 日的记者招待会上暗示了这种可能性。如果 IOER 已降至 ON RRP 利率，且停止缩表，市场利率还是不受控制，美联储可能重新扩表。美联储也可能将下限系统转为利率走廊系统，并设置一个再贷款利率作为利率走廊上限，通过调控利率走廊的上下限来降息。未来设置的再贷款工具可以像欧洲央行的边际贷款便利（Marginal Lending Facility）一样，通过匿名等手段来避免污名效应。

虽然美联储 2015 年 12 月才开始次贷危机之后的新一轮加息，但是 2008 年 10 月设立 IOER，2013 年推出 ON RRP 时，就已考虑到未来的加息需要。同样地，为了更有效地降息，美联储也会提前讨论如何降息。

2、国外经济形势一周综述

美国 6 月制造业 PMI 表现大幅不及预期，表明美国制造业动能趋缓。虽然美国制造业 PMI 指数一直处于扩张区间，但该数据自今年年初以来呈现下滑趋势，6 月制造业 PMI 初值更是创十年来新低，强化市场对美国制造业放缓的忧虑。IHS Markit 也指出，自 2 月以来，私营部门产出增长失去动力，产量几乎没有增长，受访者表示“风险厌恶情绪加剧”。美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 50.10%，不及预期值和前值的 50.50%，创 2009 年 9 月以来新低。主要受企业订单减少，以及仓库中未售出商品库存过剩的拖累。此外，占美国 GDP 比重达 80% 以上的服务业也在降温，6 月 Markit 服务业 PMI 初值降至 50.7%，不及预期和前值，为 2016 年 3 月以来最低水平，进一步加剧市场对美国经济前景的担忧。

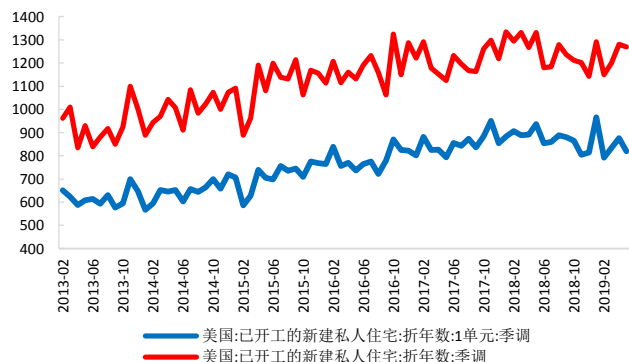
最新公布的 6 月欧元区、德国和法国 PMI 指数初值企稳，虽然欧元区经济依旧疲弱，但表现尚可的 PMI 数据显示欧元区经济出现企稳迹象。特别是，服务业增长推动了经济，一定程度上缓解制造业持续低迷带来的影响。具体数据方面，欧元区 6 月制造业 PMI 指数录得 47.8%，不及预期 48%，高于前值 47.7%，但仍处于收缩区间；服务业 PMI 指数反弹至 53.4%，高于预期 53% 和前值 52.9%。6 月德国和法国 PMI 初值数据均好于预期。其中，德国 6 月制造业 PMI 初值升至 45.4%，创 4 个月以来最高水平，但仍处于收缩区间；法国 6 月制造业 PMI 初值升至 52.0%，

创 9 个月以来最高水平。

北京时间 6 月 20 日，在美联储公布偏鸽声明后，日本、英国央行相继公布利率决议。日本央行以 7-2 的投票决定维持基准利率在-0.1%不变，维持十年期国债收益率目标在 0%不变，并将继续以每年约 80 万亿日元的速度购买日本国债，均符合市场预期。日本央行表示，尽管出口和工业生产受到海外经济放缓的影响，但日本经济一直处于温和扩张趋势，未来仍有可能继续温和扩张；企业利润和企业信心总体保持良好水平，但也存在一定程度的疲软，在未来高度宽松的金融环境和政府支出支撑的背景下，国内需求将呈现上升趋势；劳动力市场状况继续稳步收紧；物价方面，核心 CPI 同比涨幅在 0.5-1.0%区间，通胀预期基本保持不变，日本央行行长黑田东彦在新闻发布会上表示，任何宽松措施都将取决于经济和通胀状况。此外，海外经济面临的下行风险较大，日本央行将密切关注这些风险对日本企业和家庭信心的影响，主要包括美国宏观经济政策及其对全球金融市场的影响、贸易保护主义的影响，以及中国等新兴经济体的发展等。

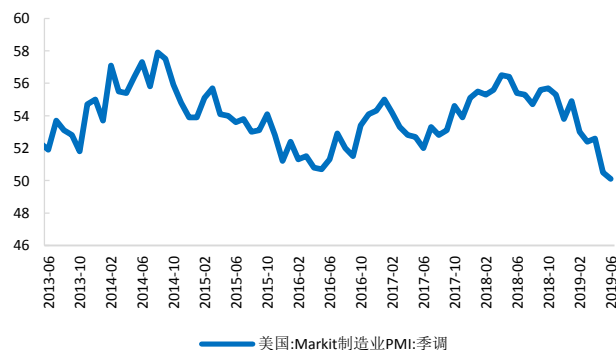
北京时间 6 月 20 日晚间，英国央行公布利率决议，决定维持 0.75%的关键利率不变，维持资产购买规模 4350 亿英镑不变，均符合市场预期。英国央行表示，英国近期数据波动较大，在很大程度上是由于英国脱欧对金融市场和企业造成的影响。此外，英国央行下调二季度英国经济增长预期至零，并表示由于近期能源价格下跌，今年晚些时候，英国的通胀水平可能跌破 2%的目标。英国经济面临的下行风险增加，主要在于贸易形势不确定以及无协议脱欧的风险上升。英国经济前景将继续在很大程度上取决于脱欧的方式和时间，合适的货币政策路径将取决于其对需求、供应和汇率的影响，英国央行将始终采取行动以实现 2%的通胀目标。

图3： 美国新屋开工年化总数（千套）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

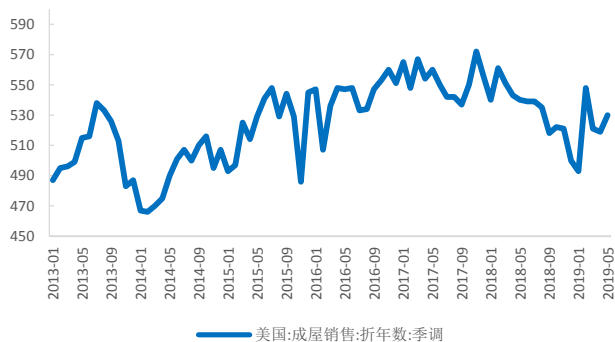
图4： 美国 Markit 制造业 PMI（%）



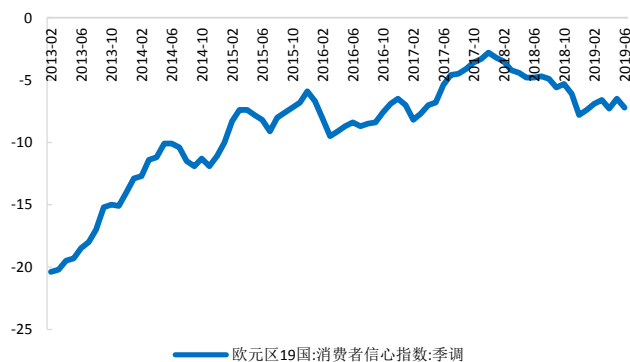
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 美国成屋销售年化总数（万户）

图6： 欧元区消费者信心指数

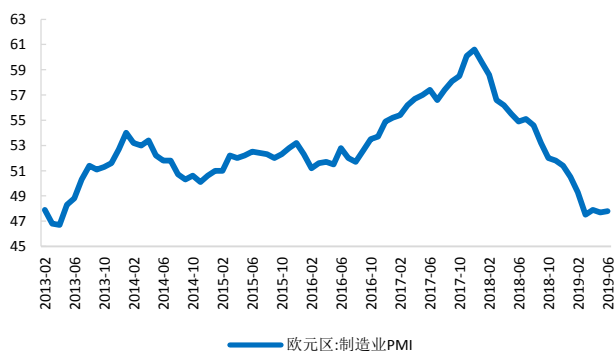


资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 欧元区 Markit 制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8: 欧元区 ZEW 经济景气指数



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、汇率走势一周综述

表1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.06.17-2019.06.21)

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	6.8937	6.8942	6.8472	6.8472	-0.6745	↓
美元兑离岸人民币	6.93	6.9391	6.8381	6.8635	-0.9596	↓
美元兑日元	108.565	108.725	107.045	107.32	-1.1468	↓
欧元兑美元	1.1209	1.1378	1.1181	1.1369	1.4274	↑
英镑兑美元	1.2591	1.2747	1.2506	1.2744	1.2152	↑
美元指数	97.5614	97.7768	96.145	96.202	-1.3934	↓
CFETS 人民币汇率指数	93.18			93.05	-0.1395	↓
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	92.99			92.84	-0.1613	↓
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	96.72			96.55	-0.1758	↓

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 人民币汇率指数时间区间为6月6日-6月14日。

美元指数上周上行1.3934%收至96.202。美联储在6月FOMC声明中指出,由于经济面临的不确定性和温和的通胀压力,美联储将密切关注未来的经济数据对经

济前景的影响，并“将采取适当行动”以维持经济扩张，市场的降息预期大幅上升，令美元指数承压。上周欧元兑美元下行 1.1369%，收报 1.4274；英镑兑美元下行 1.2744%，收报 1.2152。

美元指数承压，人民币汇率有所升值。截至 6 月 21 日，美元兑人民币即期汇率收至 6.8750，一周下行 486BP；美元兑人民币汇率中间价收至 6.8472，较前一周下行 465BP；美元兑离岸人民币汇率收至 6.8635，较前一周下行 665BP；12 个月期美元兑人民币 NDF 收至 6.9174，较前一周下行 474BP。

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_11842

