

降息窗口开启，观望政策时机

2019年6月美联储会议点评

概要。美东时间6月19日，美联储发布6月议息会议声明，维持联邦基金利率目标范围2.25%至2.50%不变，但声明用词、对经济及通胀的预测、利率点阵图均释放出政策趋于灵活的强烈宽松信号。移除“耐心”(patient)措辞，转而强调“不确定性”(uncertainties)，意味着过去半年的“按兵不动”政策即将终结，“降息”周期将在贸易谈判前景不明朗和美国经济放缓的情况下加速开启。会后，美元指数短线略有下跌，美债收益率全线走弱。我们对于此次声明的要点及其政策意义的分析如下：

■ **美联储放弃“耐心”立场，强调“不确定性”。**从基调上看，6月FOMC议息会议声明和美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会上的表态较今年5月有了明显的变化，主要表现在以下几个方面：

- (1) **移除“耐心”措辞。**“耐心”(patient)是美联储从2018年底开始与市场沟通的关键词，亦出现在了今年1月和3月的FOMC会议通稿之中。此次删除该词，意味着过去半年“按兵不动”的政策立场即将改变，美联储将在合适时机采取宽松政策支撑经济。
- (2) **会议声明对经济增长的表述由今年5月的“稳固”(solid)调整为“温和”(moderate)。**鲍威尔指出美国制造业生产下滑严重，商业投资疲软，同时也强调美联储不会因为个别数据或短期情绪而调整政策，需要全面的评估以获取足够的判读依据。
- (3) **强调“不确定性”(uncertainties)。**美联储认为，在5月议息会议之后经济环境出现了一系列重要变化：一是全球经济出现了更多的下行迹象，进而拖累商业信心，预计将在之后的经济数据当中进一步体现；二是特朗普在5月初宣布提高对中国商品的加征关税；三是金融市场的风险偏好迅速转差。这些重大变化使得美联储官员必须开始考虑在合适时候对货币政策进行宽松调整，多重不确定因素令市场更难捕捉政策调整时机。
- (4) **下调通胀预测。**6月会议声明强调总体通胀和核心通胀（剔除食品和能源等波动项）同比增速均持续处于联储目标2%下方。美国通胀水平自去年7月以来趋势性下行，今年4月PCE和核心PCE通胀仅为1.51%、1.57%，较2%的通胀目标相距甚远。由于短期内通胀提升的动力不足，美联储进一步下调了对于今明两年的通胀预测，PCE通胀由1.8%和2.0%下调至1.5%和1.9%，核心PCE通胀分别下调至1.8%和1.9%。通胀持续疲软也为美联储降息提供了条件和动力。

■ **美联储票委意见分化，主张降息人数大幅上升，贸易谈判和收益率曲线倒挂成为重要关注问题。**6月美联储预期2019年底的联邦基金利率中位数仍为2.375%，与3月持平。但6月的点阵图显示，美联储内部意见相较3月发生了剧烈分化。主张降息的人数从0升至8位，其中7位委员认为今年应降息2次，1位认为应降息1次；主张加息的人数从6位降至1位；主张利率不变的人数从11位降至8位。值得一提的是，6月利率决议并非一致通过，最为鸽派的圣路易斯联储主席James Bullard投下了反对票，认为应当降息25个百分点。实际上近一个月以来，美联储官员的言论强调美国经济风险增加，密切关注贸易战的负面影响，关注债券市场以及美债收益率曲线的倒挂，一系列更加鸽派的表态强调货币政策的开放性(openness)和灵活性(flexibility)，为降息打开窗口。美联储票委表示已知悉市场对降息的期待，还需要更多时间观察数据才可决定何时降息。

成亚曼，博士
(852) 3900 0868
angelacheng@cmbi.com.hk

谭卓，博士
(86) 755 8316 7787
zhuotan@cmbchina.com

美国联邦基金利率和货币政策



资料来源：美联储、招银国际研究

相关报告

1. 中美关系专题：步入持久战，应对新常态—2019年6月5日
2. 4月海外宏观月报：全球经济步入“微妙时刻”—2019年4月18日
3. 停加息止缩表，美国货币政策全面转向—2019年3月21日

请登录2019年亚洲货币券商
投票网址，投下您对招银国际
研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

- **降息窗口打开的原因：经济增势及贸易谈判进程的变化。**近期，美联储官员对于经济状况的描述与此前相比已趋于谨慎，乐观的情绪减少，表现尚好的就业市场是少有的经济亮点之一。然而，过去三个月美国新增非农就业人数均值已经出现下降，从2018年的月均22.3万人下降到15.1万人，初请失业金人数均值也在近期持续上升，显示美国就业增长出现边际放缓，主要原因是减税效果减弱和政府财政支出减少。尽管就业市场还未亮起红色警报，但一连串不及预期的数据使得市场和美联储都不得不得留心就业市场景气度的微妙变化。随着特朗普财政刺激效果减弱，美国国内生产活动疲态尽显，制造业PMI指数显著回落，从去年10月的55.8跌至5月的50.5，已接近荣枯线附近。经济扩张势头放缓的同时，贸易摩擦不仅加大了美国经济进一步下行的压力，而且加大了美联储官员判断经济增长和价格走势的难度。6月底G20会议中美元首的会面以及双边的贸易谈判是美联储面对的重大不确定因素之一。
- **市场对美联储降息的预期迅速升温，或已押注过高。**当前，利率期货反应市场预期今年减息两或三次，已然遥遥领先于美联储官员一致判断的形成过程，市场对降息的节奏和力度或已押注过高。根据现时决策者的立场，仍需要稍多时间建立共识，毕竟美国经济的下行迹象才刚刚显现。美联储官员需要关于贸易战走势的更多信息，因此即将在月底召开的G20会议将是主要的变量事件。
- **对美联储货币政策的预测。**根据当前信息，我们预计美联储会在今年下半年择机降息1-2次，每次幅度为25bp。目前利率期货显示7月降息概率已达100%（其中降息50bp的概率为27.1%）。但考虑到货币政策立场的反转存在惯性，美联储将会审慎行事，这降低了美联储“未雨绸缪”（preemptive）降息的可能性。7月会否降息，仍然取决于美国未来的经济数据以及G20中美元首会晤的结果。若经济数据未见显著恶化，降息时点可能推迟至9月。在此基础上，美联储或于四季度再视经济走势或降息一次。此外，原定9月结束的“缩表”计划也可能被提前终止。
- **对汇率和利率的影响：**6月美联储议息会议在货币政策操作上释放了强烈的“鸽派”信号，有助于修复全球金融市场的风险偏好，也使得短期内美元的支撑减弱，美元指数站上98的阻力增加，叠加中美双边对话重启，短期有助支撑人民币汇率，舒缓人民币快速贬值的压力。当然，在中美博弈、外汇供求变化以及美元相对仍强的情况下，人民币兑美元汇率于年内仍存在“破7”可能。美联储降息将正式开启全球货币政策宽松周期，也将为我国央行货币政策操作打开空间。

图1: 2019年5月与2019年6月美联储会议声明对比

2019年5月声明	2019年6月声明
经济在稳步增长	经济在温和增长
家庭支出和商业固定投资的增长在第一季度放缓	尽管家庭支出增长率自今年早些时候开始回升，但商业固定资产投资指标疲软
总体通胀率和核心通胀率同比已经下降，低于联储目标2%	总体通胀率和核心通胀率同比持续低于联储目标2%
鉴于全球经济和金融市场的发展状况，以及疲软的通胀压力，委员会将耐心等待以确定未来对联邦基金利率目标范围做出合适的调整	前景的不确定性有所增加，鉴于这些不确定因素和缓和的通胀压力，委员会将密切关注关键事件信息对经济前景的影响，并将采取适当措施维持经济增长
投票支持FOMC货币政策行动的票委包括圣路易斯联储主席James Bullard等人	投票反对的是圣路易斯联储主席James Bullard，他在本次会议上主张降低25个基点

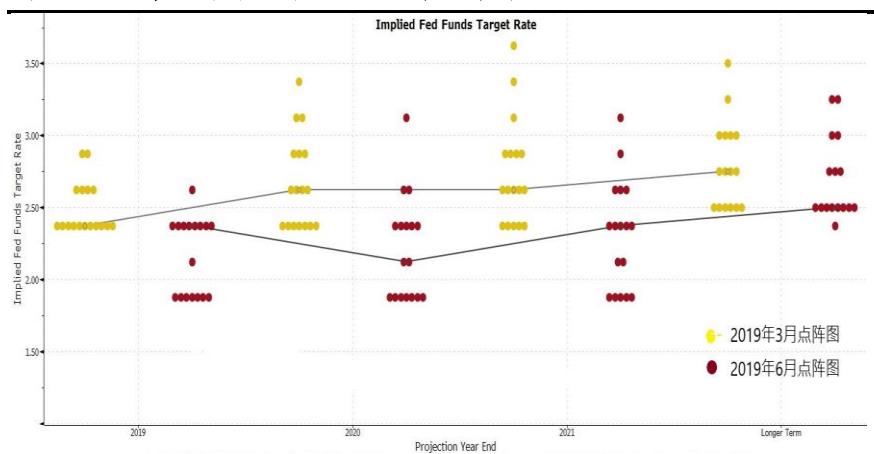
资料来源：美联储、招商银行研究院、招银国际研究

图2: 美联储官员的经济预测

经济指标	时间	2019	2020	2021	长期
实际GDP增速	2019-06	2.1	2.0	1.8	1.9
	2019-03	2.1	1.9	1.8	1.9
	2018-12	2.3	2.0	1.8	1.9
	2018-09	2.5	2.0	1.8	1.8
失业率	2019-06	3.6	3.7	3.8	4.2
	2019-03	3.7	3.8	3.9	4.3
	2018-12	3.5	3.6	3.8	4.4
	2018-09	3.5	3.5	3.7	4.5
PCE通胀	2019-06	1.5	1.9	2.0	2.0
	2019-03	1.8	2.0	2.0	2.0
	2018-12	1.9	2.1	2.1	2.0
	2018-09	2.0	2.1	2.1	2.0
核心PCE通胀	2019-06	1.8	1.9	2.0	-
	2019-03	2.0	2.0	2.0	-
	2018-12	2.0	2.0	2.0	-
	2018-09	2.1	2.1	2.1	-
利率中位数预测	2019-06	2.4	2.1	2.4	2.5
	2019-03	2.4	2.6	2.6	2.8
	2018-12	2.9	3.1	3.1	2.8
	2018-09	3.1	3.4	3.4	3.0

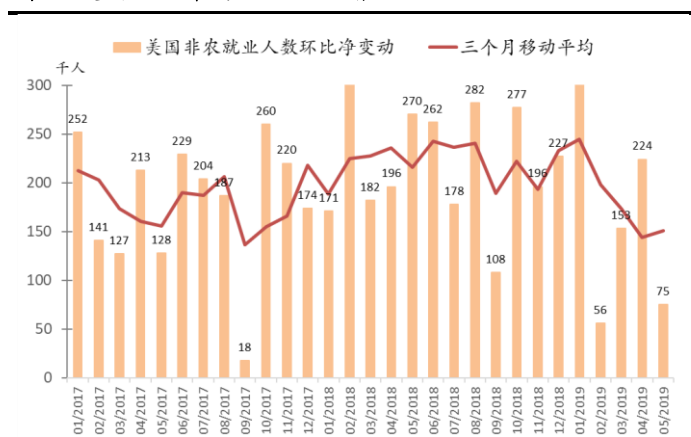
资料来源: 美联储、招商银行研究院、招银国际研究 (标红数据相对前值增大, 标绿数据相对前值减小)

图3: 2019年3月与6月美联储利率点阵图对比



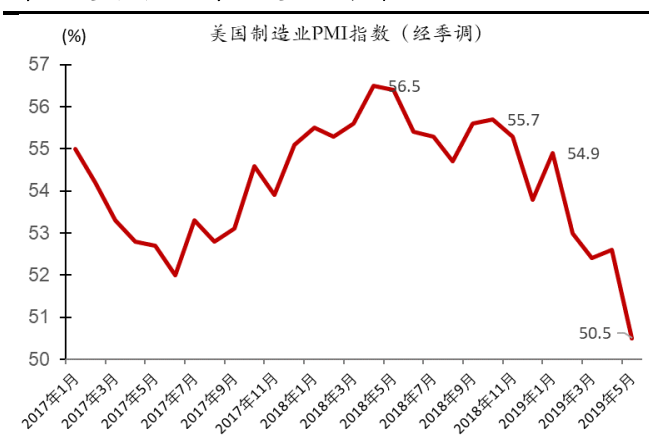
资料来源: 美联储、招商银行研究院、招银国际研究

图4: 美国就业市场仍强劲但增速边际趋缓



资料来源: CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

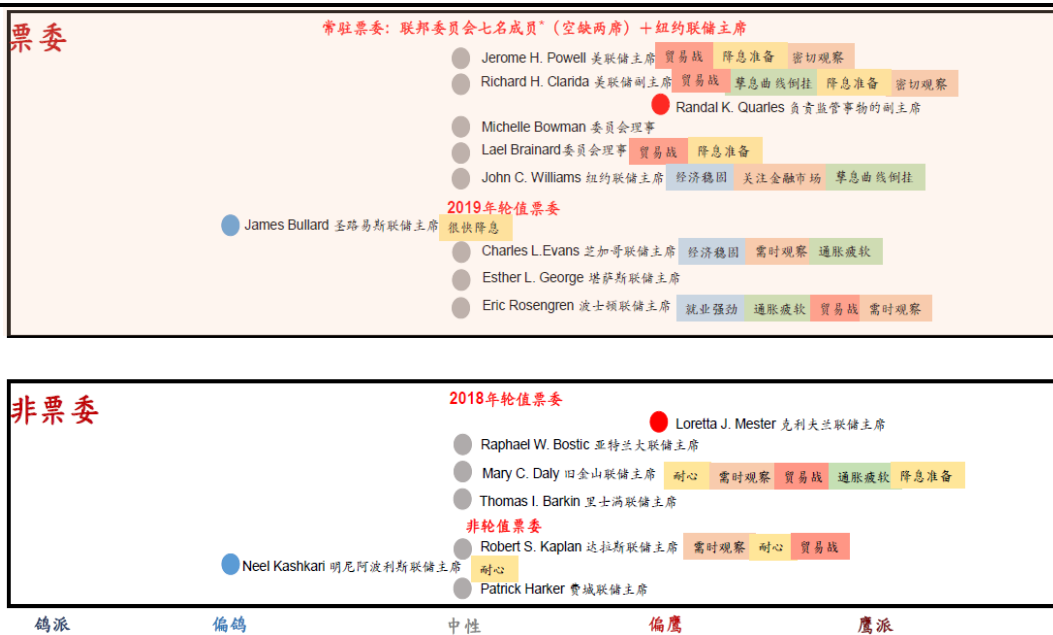
图5: 美国制造业景气度迅速下滑



资料来源: CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

美聯儲官員近期關於降息的密集討論

圖 6：美聯儲官員近期政策立場及 2019 年 6 月言論要點



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究（圖中圓點對應坐標為 2019 年 5 月該官員的政策立場，名尾詞條提取 2019 年 6 月該官員的發言表態關鍵詞）

在上一次的美聯儲公開市場委員會政策會議上（4 月 30 日至 5 月 1 日），官員們普遍認為當時按兵不動的立場是適宜的；但那是在貿易戰突然升級之前。特朗普出乎市場預料於 5 月 5 日宣布對 2,000 億美元中國商品征收 25% 關稅，使得去年 G20 會議以來逐漸修復的風險偏好急轉直下，也使得美聯儲面對的經濟前景出現了重大變化。

在此背景下，美聯儲官員近一個月來的言論表態出現了十分顯著的轉向，貿易戰上升為主要關切問題，對經濟前景的取態趨於保守，利率曲線倒掛問題得到更多關注，“降息”相關的討論出現頻率迅速提升，特別是美聯儲主席鮑威爾（Jerome Powell）和副主席克拉里達（Richard Clarida）都表示正在密切跟蹤近期的變化對美國經濟前景的影響，稱美聯儲將採取適當行動支撐擴張。

我們的“美聯儲觀點跟蹤系統”汇总出 6 月以來美聯儲票委和非票委的主要觀點如下：

- （一）**美國經濟增長穩定但風險增加。**紐約聯儲主席 William 認為美國經濟仍較好，但認識到風險在迅速上升，達拉斯聯儲主席 Kaplan 也認為下行風險已經顯著增大。很明顯，在貿易戰升級的情況下，美聯儲對於經濟狀況的描述已趨於謹慎，樂觀的情緒在減少。
- （二）**密切關注(closely monitor)貿易戰的負面影響。**貿易戰顯然加大了美聯儲官員判斷經濟增長和價格走勢的難度。美聯儲主席 Powell 和副主席 Clarida 均表示將密切關注貿易戰對於美國經濟前景的影響，並在適當時候採取必要措施維持經濟持續增長。波士頓聯儲主席 Rosengren 認為貿易戰可能加速通脹達到目標的過程，但也會使消費者削減開支，這對於接近十年的美國經濟擴張勢頭來說是一個顯著風險；他認為由於貿易戰風險仍在潛伏，貨幣政策的下一步走向還難以確定。聖路易聯儲主席 Bullard 則認為应当盡快降息以对冲貿易戰帶給經濟的下行風險。
- （三）**關注債券市場以及利率曲線的倒掛。**美聯儲副主席 Clarida 和芝加哥聯儲主席 Evans 均表示十分重視國債收益率曲線倒掛的信號意義和之後可能的衰退風險，將在制定美聯儲下一步行動時參考該指標以及債券市場的變化。

- (四) **知悉投资者对降息的期待。**纽约联储主席 William 表示，美联储官员已充分了解到投资者对于美联储降息的期待。虽然金融市场并非美联储决策的首要考虑，但这种表态也意味着市场浓厚的降息预期将成为重要的政策参考。
- (五) **需要更多时间观察数据才可决定是否降息。**大部分对于降息已经表态的美联储官员（例如达拉斯联储主席 Kaplan 和旧金山联储主席 Daly 等）均认为现在决定是否降息还为时过早，需要多些时间来确定决策的正确性和时机的准确性。当然也有偏鸽派的 Bullard 认为当前需要很快降息来提升通胀，并对冲不断升级的贸易战带来的经济下行风险。

总体来看，美联储官员仍未就降息的时机和力度形成一致判断，仍在观望经济数据以及贸易谈判的进展。

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_11878

