

美联储年内降息概率加大

——6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

● 经济不确定性增加、通胀低迷，降息概率加大

6月FOMC会议声明较5月偏鸽。美联储下调对美国经济形势的评估，认为美国经济活动正以“温和的速度增长（moderate rate）”，此前为“稳健增长”。对劳动力市场的评估与此前相同，就业市场依然强劲，近几个月就业增长稳定，失业率保持在低位。此外，美联储认为家庭支出增长似乎已较今年早些时候“有所回升（picked up）”（此前为增速放缓），但下调对企业固定投资指标的评估，认为企业固定投资“疲软（soft）”（此前为增速放缓）。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。在前瞻指引方面，美联储删去此前“对货币政策保持耐心”的措辞。美联储表示，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（act as appropriate）”以维持经济扩张，劳动力市场强劲，以及通胀接近2%的对称目标。这一表态与此前美联储主席Powell6月4日在“Fed Listen”会议的表态相一致，暗示存在降息的可能性。在经济预测方面，美联储维持对2019年实际GDP增长2.1%的预期不变，小幅上调2020年的实际GDP增长预期至2.0%；分别小幅下调2019年、2020年以及2021年的失业率预期0.1个百分点；分别下调2019年、2020年的通胀预期至1.5%和1.9%，下调2019年、2020年的核心通胀预期至1.8%和1.9%。

● 美联储内部分歧仍存，如果降息将是预防性降息

最新公布的点阵图暗示2019年降息概率较大，但是美联储内部分歧仍存。美联储17位官员中，有8人预期2019年降息，其中7人预期降息50基点，1人预期降息25基点；8人预期利率保持不变；1人预期加息25基点。一方面，美国经济基本面还比较健康，降息的理由似乎不太充分，而且降息可能会刺激企业加杠杆，引发债务风险。另一方面，通胀低迷，以及美国经济确实出现了拐点迹象，给降息提供了支持。如果年内降息，那将是和1990年代中期一样是预防性降息。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。事实上，美联储散点图也证实了这点。

● 美联储降息的一个技术性困难

当前的下限系统，缺乏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。预计未来美联储在实施降息之前，将会讨论降息的方式。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，起初，IOER仍会略高于ON RRP利率，如果市场利率仍有突破联邦基金目标利率上限可能，美联储将会继续下调IOER至ON RRP，此后IOER降无可降，美联储可能重新扩表，或者利率调控体系转为利率走廊，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。

● 全球经济周期向下，货币宽松预期再起

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、新西兰、澳大利亚等国均已降息。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。美联储偏鸽，美元走弱，6月20日人民币对美元中间价调升88个基点。二季度以来，中国经济供需两转弱，贸易摩擦升级，信用收缩的风险再起，经济下行压力再次增加。如果美联储降息，中美货币政策周期将趋同，中国货币政策空间将打开，将更加关注国内经济目标。

● 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，降息概率加大	3
2、 美联储内部分歧仍存，如果降息将是预防性降息	4
3、 美联储降息的一个技术性困难	5
4、 全球经济周期向下，货币宽松预期再起	6

图表目录

图 1: 美联储经济预测	4
图 2: 美联储内部分歧仍存	4
图 3: 全球经济周期向下	6
表 1: FOMC 会议声明对比	3

北京时间 2019 年 6 月 20 日凌晨，美联储公布 6 月 FOMC 会议声明，决定维持利率水平在 2.25%至 2.5%区间不变，符合市场预期；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)”；最新公布的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。CME FedWatch Tool 显示，7 月降息 25 个基点的概率从 6 月 18 日的 68.5%升至 6 月 19 日的 71.9%，年内至少降息一次的概率为 100%。美联储声明偏鸽，当日，美元指数、美债收益率走低，而美股、金价走高。

1、经济不确定性增加、通胀低迷，降息概率加大

表1: FOMC 会议声明对比

	2019 年 5 月 FOMC 会议声明	2019 年 6 月 FOMC 会议声明
经济增长	经济稳健增长 (rose at a solid 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)	劳动力市场保持强劲 (remain strong)，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已经下降 (declined)，并且低于 2%	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	增速放缓 (slowed in the first quarter)	有所回升 (picked up from earlier in the year)
固定资产投资	增速放缓 (slowed in the first quarter)	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	维持联邦基金利率目标在 2.25%-2.50% 不变

资料来源: Fed, 新时代证券研究所

总体来看，6 月 FOMC 会议声明较 5 月偏鸽。美联储下调对美国经济形势的评估，认为美国经济活动正以“温和的速度增长 (moderate rate)”，此前为“稳健增长”。对劳动力市场的评估与此前相同，就业市场依然强劲，近几个月就业增长稳定，失业率保持在低位。此外，美联储认为家庭支出增长似乎已较今年早些时候“有所回升 (picked up)”（此前为增速放缓），但下调对企业固定投资指标的评估，认为企业固定投资“疲软 (soft)”（此前为增速放缓）。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。

近期美国部分经济数据也显现出放缓迹象，美国一季度经济增速虽超预期反弹，但主要是由净出口好转以及私人被动补库存拉动的，而更为重要的内需，私人消费、私人投资增速都在走弱；美国消费相对乏力，2019 年一季度美国个人消费支出季调环比折年率仅为 1.3%，连续三个季度下滑。美联储也在声明中提到通胀低于 2%，近期数据显示美国通胀略显温和，5 月 CPI 环比增长 0.1%，为 1 月以来最小增幅；CPI 同比增长 1.8%，为 2017 年 6 月以来首次低于美联储 2% 的目标水平；核心 CPI 同比、环比分别增长 2%、0.1%，均不及预期。

在前瞻指引方面，美联储删去此前“对货币政策保持耐心”的措辞。美联储表示，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 (act as appropriate)”以维持经济扩张，劳动力市场强劲，以及通胀接近 2% 的对称目标。这一表态与此前美联储主席 Powell 6 月 4 日在“Fed Listen”会议的表态相一致，暗示存在降息的可能性。

在经济预测方面，美联储维持对 2019 年实际 GDP 增长 2.1% 的预期不变，小幅上调 2020 年的实际 GDP 增长预期至 2.0%；分别小幅下调 2019 年、2020 年以及 2021 年的失业率预期 0.1 个百分点；分别下调 2019 年、2020 年的通胀预期至 1.5% 和 1.9%，下调 2019 年、2020 年的核心通胀预期至 1.8% 和 1.9%。

图1： 美联储经济预测

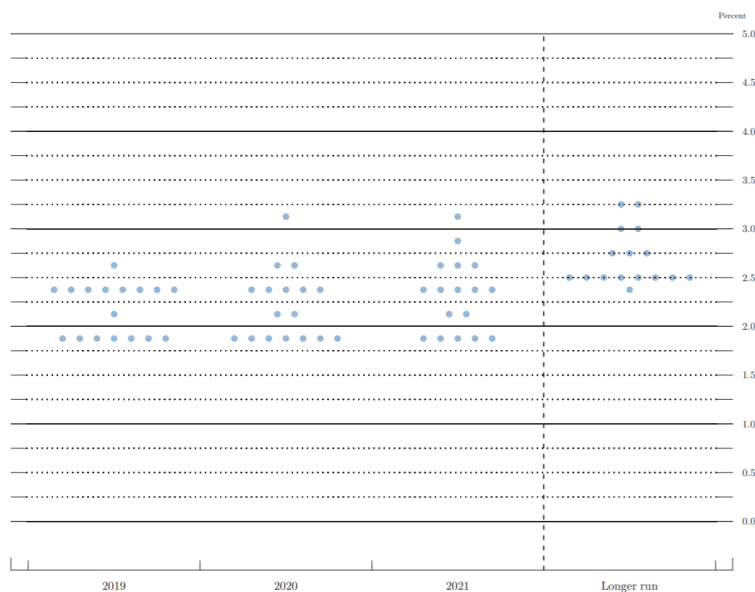
Variable	Median ¹				Central tendency ²				Range ³			
	2019	2020	2021	Longer run	2019	2020	2021	Longer run	2019	2020	2021	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	1.8	1.9	2.0-2.2	1.8-2.2	1.8-2.0	1.8-2.0	2.0-2.4	1.5-2.3	1.5-2.1	1.7-2.1
March projection	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9-2.2	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	1.6-2.4	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
Unemployment rate	3.6	3.7	3.8	4.2	3.6-3.7	3.5-3.9	3.6-4.0	4.0-4.4	3.5-3.8	3.3-4.0	3.3-4.2	3.6-4.5
March projection	3.7	3.8	3.9	4.3	3.6-3.8	3.6-3.9	3.7-4.1	4.1-4.5	3.5-4.0	3.4-4.1	3.4-4.2	4.0-4.6
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0	1.5-1.6	1.9-2.0	2.0-2.1	2.0	1.4-1.7	1.8-2.1	1.9-2.2	2.0
March projection	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0	1.6-2.1	1.9-2.2	2.0-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.8	1.9	2.0		1.7-1.8	1.9-2.0	2.0-2.1		1.4-1.8	1.8-2.1	1.8-2.2	
March projection	2.0	2.0	2.0		1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.1		1.8-2.2	1.8-2.2	1.9-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	2.4	2.1	2.4	2.5	1.9-2.4	1.9-2.4	1.9-2.6	2.5-3.0	1.9-2.6	1.9-3.1	1.9-3.1	2.4-3.3
March projection	2.4	2.6	2.6	2.8	2.4-2.6	2.4-2.9	2.4-2.9	2.5-3.0	2.4-2.9	2.4-3.4	2.4-3.6	2.5-3.5

资料来源：Fed，新时代证券研究所

2、 美联储内部分歧仍存，如果降息将是预防性降息

最新公布的点阵图暗示 2019 年降息概率较大，但是美联储内部分歧仍存。美联储 17 位官员中，有 8 人预期 2019 年降息，其中 7 人预期降息 50 基点，1 人预期降息 25 基点；8 人预期利率保持不变；1 人预期加息 25 基点。

图2： 美联储内部分歧仍存



资料来源：Fed，新时代证券研究所

一方面，美国经济基本面还比较健康，一季度经济增长 3.1%，超预期，失业率 3.6%，处于低位，降息的理由似乎不太充分，而且降息可能会刺激企业加杠杆，引发债务风险。美国长期的低利率环境刺激了企业加杠杆，美国企业部门经过次贷危机之后的去杠杆、市场出清，从 2012 年三季度开始加杠杆，2018 年二季度末为 74.4%，已创历史新高，三季度略有下降，但仍高达 73.9%。

另一方面,通胀低迷,以及美国经济确实出现了拐点迹象,给降息提供了支持。有观点认为,通胀低迷说明了当前的利率是抑制经济扩张的,这也是特朗普政府多次敦促美联储降息的理由。一季度经济增速超预期的一个原因是库存增加幅度较大,而消费、投资等内需比较疲弱,PMI等先行指标走弱,加之贸易摩擦的不确定性,美国经济确实可能年内出现拐点。

如果年内降息,那将是和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。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。事实上,美联储散点图也证实了这点。

美联储内部分歧较大也反映了前瞻指引面临的困难。在美国经济衰退、传统货币政策失效时,前瞻指引具有好的效果。当前美国经济已恢复常态,经济指标经常变动,而美联储对经济预测并没有比较优势,这就使美联储前瞻指引面临困难。随着经济数据的波动,美联储的前瞻指引随时可能发生变化。

总之,在市场普遍认为大概率降息情况下,我们应该谨慎一点,密切关注美国经济状况。

3、 美联储降息的一个技术性困难

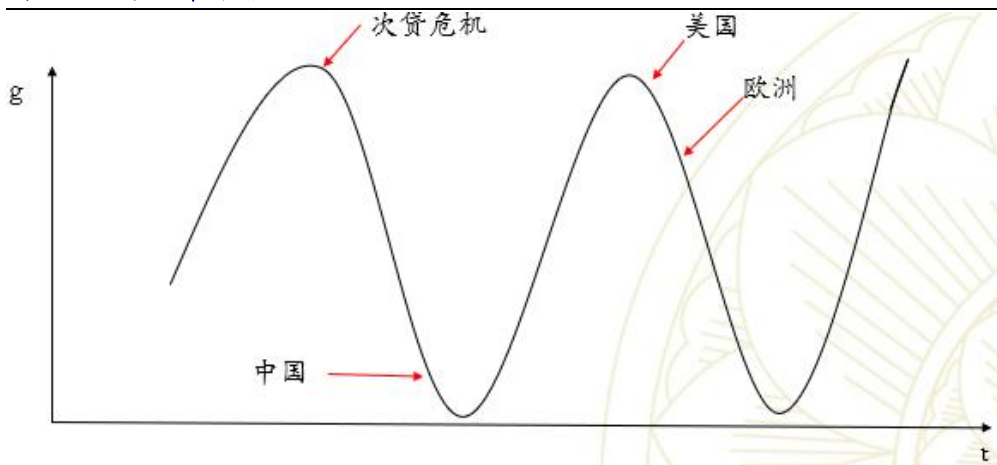
次贷危机之前,由于商业银行较少的存款准备金以及联邦基金市场规模有限,美联储可以通过公开市场操作来进行降息。但是当前的下限系统,缺乏利率目标上限的控制,无法像欧洲央行一样通过下调利率走廊上限来降息。公开市场操作繁琐、成本较高,而且当前商业银行具有较高准备金,能否通过公开市场操作来调控利率也是一个问题。

预计未来美联储在实施降息之前,将会讨论降息的方式。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,起初,IOER仍会略高于ON RRP利率,如果市场利率仍有突破联邦基金目标利率上限可能,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。如果IOER已降至ON RRP,且停止缩表,市场利率还是不受控制,美联储可能重新扩表,或者利率调控体系转为利率走廊,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。

4、全球经济周期向下，货币宽松预期再起

图3： 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，如果美国经济出现拐点，出口主导型国家将面临很大压力。2019 年以来，印度等多个发展中国家，新西兰、澳大利亚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。

欧元区 5 月 CPI 同比增速仅为 1.2%，创逾一年来最低。6 月 18 日，欧洲央行行长德拉吉表示，欧元区增长前景仍倾向于下行，如果通胀持续低迷，欧洲央行可能在未来几个月降息并重启资产购买计划。

美联储偏鸽，美元走弱，6 月 20 日人民币对美元中间价调升 88 个基点。二季度以来，中国经济供需两转弱，贸易摩擦升级，信用收缩的风险再起，经济下行压力再次增加。如果美联储降息，中美货币政策周期将趋同，中国货币政策空间将打开，将更加关注国内经济目标。

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_11879

