

宏观快评

通胀前景不及预期，联储释放降息信号

■ 核心摘要

- 1) 6 月美联储未进行联邦基准利率的调整，并暗示 2019 年可能降息，表示货币政策转向宽松后可能调整缩表政策。
- 2) 美联储内部对年内是否降息仍存在明显分歧，声明中摒弃了“耐心”的阐述，将紧密监控经济形势。
- 3) 美联储此次释放降息预期更多是出于对通胀预期下行的担忧。若通胀预期继续快速下行，不排除美联储最早于 7-9 月降息 25 个基点的可能性。
- 4) 欧美央行先后向市场释放了转向宽松的预期，全球货币政策转向宽松的态势确立。对中国央行而言，稳增长的政策空间有所增加，防风险的逼仄空间也得到拓展。
- 5) 当前市场认为美联储年内将降息 2-3 次的预估可能过度，美联储年内降息一次的概率更大。若经济运行超预期，通胀预期得到修复，也不能排除美联储年内维持利率不变的可能性。
- 6) 考虑到本轮经济下行更多是内生因素以及货币政策有效性的递减规律，预计此轮货币政策转宽不仅难以给经济带来中长期的较强支撑，还会导致债务规模进一步积累增加经济的潜在风险。
- 7) 从弹性上看，未来美联储一旦降息，黄金、日元及瑞郎等避险资产向上的弹性将显著好于股票、房地产等风险资产。

6 月 20 日凌晨 2 点，美联储发表声明，决定维持联邦基准利率在 2.25% - 2.50% 不变。缩表仍在进行中，临近 9 月停止缩表时限。

■ 美联储声明鸽派，但内部仍存分歧

美联储此次议息会议维持基准利率区间不变符合市场预期，并暗示年内可能降息。但是值得注意的是，美联储内部对年内是否降息仍存在明显分歧——17 名委员中支持年内降息、维持利率不变、加息的人数为 8: 8: 1，这与市场预期 7-9 月降息的一致性有差异。另外在市场关注的缩表方面，美联储认为缩表仍在进行中，按计划接近 9 月份停止缩表期限，但是若货币政策转向宽松，缩表政策将面临调整。另外，美联储摒弃了“耐心”的阐述，表示将紧密监控经济形势，若经济形势不及预期，货币政策将转向宽松。

■ 美联储放鸽主要是担心通胀预期下行

美联储在声明开头就对当前的经济前景不确定性表达了担忧，特别强调了贸易环境的不稳定给经济前景带来的潜在风险。但是与前几次议息会议声明对比，关于经济前景不确定性的表述并未有显著变化。美联储此次释放降息预期更多是出于对通胀预期下行的担忧。尽管鲍威尔强调通胀目标仍为 2%，且当前通胀仅仅略低于目标水平，但是通胀预期近期却大幅下行，甚至下破年初的最低值，反映了市场对未来经济与通胀前景的担忧。美联储表达的“紧密监控经济形势”可能更加重视通胀预期的走势，若通胀预期继续快速下行，不排除美联储最早于 7-9 月降息 25 个基点的可能性。

■ 欧美央行先后释放宽松信号，全球货币政策确立转宽

在美联储议息会议的前一日，欧央行行长德拉吉在讲话中表达了短期经济持续疲软的观点，并表态可能采取降息至负利率来促进经济。加上美联储议息会议释放的降级信号，欧美央行先后向市场释放了转向宽松的预期，可以说，此前尚不明朗的全球货币政策转向宽松的态势基本得到确立。在该背景下，全球其他经济体央行也将先后跟随欧美转向宽松。对中国央行而言，稳增长的政策空间有所增加，防风险的逼仄空间也得到拓展。此前央行在稳增长与防风险之间艰难的平衡将有所缓和，预计未来一段时间人民银行货币政策的自主可控性将有所增强。

■ 大选临近美联储货币政策当以审慎为先，年内降息一次概率较大

美国大选即将于 2020 年 11 月展开，当前各位候选人也开始在为党内初选造势。特朗普的民调支持率较此前有所下滑，民主党候选人拜登等人的支持率较高给当前的特朗普团队带来了一定压力。在该背景下，美国政府为了提升特朗普连任概率，对内对外的政策都会更加灵活，这也导致未来一年多美国政府的政策将更加多变而难以预料。美联储在这种环境下的货币政策选择将更加重视审慎原则，防止政策偏激，并保留未来的政策空间将非常重要。所以，当前市场认为美联储年内将降息 2-3 次的预估可能过度，美联储年内降息一次的概率更大。若经济运行超预期，通胀预期得到修复，也不能排除美联储年内维持利率不变的可能性。

■ 宽松大潮即将重启，中长期效果恐不及预期

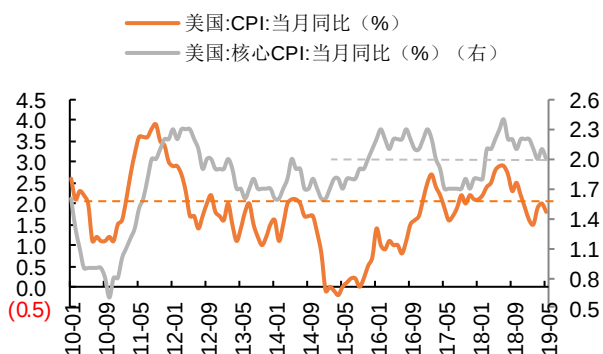
2008 年全球金融危机爆发后，全球央行持续 7-8 年的创历史的量化宽松政策艰难止住了全球经济的颓势。但是在 2017 年全球经济出现同步复苏后，2018 年全球经济开始出现分化，尽管美国经济增长强劲，但非美经济体复苏趋弱。进入 2019 年后，美国经济回落迹象初现，全球经济下行压力加大。在该背景下，全球央行在欧美陆续释放宽松信号后，即将再一次步入宽松大潮。

但是对于此轮全球货币政策全面转松对经济的中长期提振作用，我们并不抱有过高预期。理由如下：第一，此轮全球经济下行与 2008 年明显不同，2008 年金融危机来势突然，属于经济良好运行中的突然崩盘；而此轮经济下行更多是在长时间货币政策宽松后，生产率未有显著提升，全球经济内生增长乏力所导致的。货币政策宽松对于短期突然的经济下行有较强的支撑效果，而对于经济持续缓慢下行的提振作用并不明显。第二，此轮货币政策转向宽松是紧接着上轮长达 7-8 年的高强度量化宽松周期之后的，考虑到货币政策的有效性递减规律，此轮全球货币政策转宽恐难以在中长期阻挡全球经济的下行趋势。第三，当前全球债务规模庞大，尽管宽松货币政策可以缓解还债压力，但债务规模继续攀升的空间已经不大，且会给经济带来更大的潜在风险，所以此轮货币政策转宽不仅难以给经济带来中长期的较强支撑，还会导致债务规模进一步积累增加经济的潜在风险。

■ 未来风险资产的弹性可能显著低于避险资产

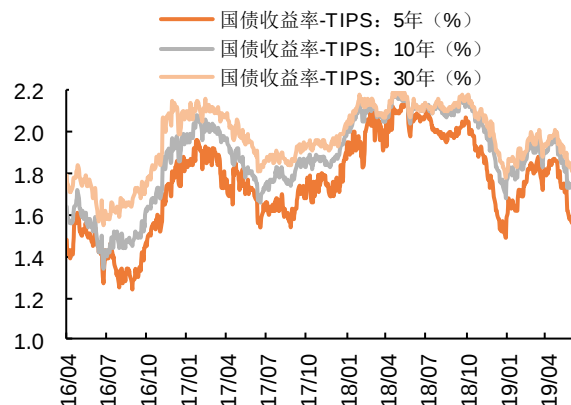
在美联储释放降息信号之后，美元指数从会前的 97.4 快速回落至 96.9 附近，COMEX 黄金则从 1350 美元/盎司攀升至 1382 美元/盎司，美国三大股震荡走高，收盘小涨；10 年期美债收益率下破 2%。尽管美联储释放降息信号，但是市场风险偏好获得的提振并不十分明显。在此次议息会议后，市场的关注点将转移至美联储降息的具体时点与频率上，对于基本面的关注度也将提升。美股在估值高企、盈利下滑的背景下也面临越来越大的下行风险，2019 年甚至可能成为美股走熊的第一年。由于全球经济下行态势难以扭转，贸易局势显著改观的概率也不是很大，在美股走弱的环境下，全球风险资产波动率也将显著增大。从弹性上看，未来美联储一旦降息，黄金、日元及瑞郎等避险资产向上的弹性将显著好于股票、房地产等风险资产。

图表1 美国通胀水平略低于目标水平



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 美国通胀预期近期持续下行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 美联储议息会议当日主要金融品种表现

标的	表现	标的	表现	标的	表现
美元指数	-0.33%	十年期美国国债收益率	-3.8bp	COMEX 黄金	2.42%
欧元兑美元	0.33%	道琼斯工业指数	0.15%	布伦特原油	1.33%
英镑兑美元	0.32%	标普 500	0.30%	WTI 原油	1.34%
美元兑人民币	-0.04%	纳斯达克指数	0.42%	LME 铜	0.41%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

研究助理：薛威 一般从业资格编号：S1060117080079 电话（021-20667920）邮箱（XUEWEI092@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。

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_11884

