

宏观点评

美国降息几成定局，关键是节奏——6月 FOMC 会议点评

事件：6月20日凌晨2点，美联储公布6月利率决议：维持联邦基金目标利率区间 2.25%-2.50%不变，上调了经济和就业预期，下调了通胀预期，点阵图显示美联储官员预计年内不会降息。

核心结论：

1、美联储按兵不动，点阵图显示年内不会降息，但市场对降息的预期不降反升。6月 FOMC 会议中美联储如期按兵不动，对经济的表述由“稳固增长”改为“温和增长”，删除了“将保持耐心”的表述，新增了“经济前景的不确定性有所增加”、“将采取适当措施维持经济扩张”的表述。同时，最新的利率点阵图显示美联储官员仍预计年内不会降息。但 FOMC 决议公布后，联邦利率期货市场隐含的7月降息概率由之前的 82%提升至 100%，年内降息 2 次及以上的概率也由 83%提升至 95%。

2、我们判断，美联储年内大概率会降息 1-2 次，最快可能在 9 月（但市场预期 7 月有很大可能）。尽管本次点阵图的中位数与 3 月一致，但 3 月时美联储没有任何官员支持年内降息，而本次有 1 位官员支持降息 1 次，有 7 位官员支持降息 2 次，可以看出美联储内部对于货币政策的态度发生了明显的转变。此外，历史经验也表明，根据点阵图中位数来判断美联储货币政策往往并不准确。考虑到美国经济已呈现出明显放缓的迹象，叠加中美贸易摩擦以及特朗普的频频施压，倾向于认为，美联储年内大概率会进行 1-2 次降息。时点上，首次更有可能在 9 月（届时美国经济是否真正走弱能得到确认），第二次（如有）可能要等到 12 月。

3、美联储更新经济展望：上调经济和就业预期，下调通胀预期。美联储将 2020 年的实际 GDP 增速预期由 1.9%上调至 2.0%，下调近三年及长期失业率预期 0.1 个百分点，将 2019 年和 2020 年的 PCE 通胀预期分别由 1.8%、2.0%下调至 1.5%、1.9%。其中，美联储上调明年经济预期，印证了我们此前关于美国经济短期内不会发生衰退的判断。

4、全球降息潮正开启，我国货币政策将延续宽松、降准降息预期升温。欧央行行长德拉吉 6 月 18 日讲话中“强鸽”，当前市场已经预期欧央行会在 9 月降息。实际上自 5 月以来，马来西亚、新西兰、菲律宾、澳大利亚和印度等国已先后实施降息，倾向于认为，全球降息潮正在开启。维持此前判断，我国货币政策将延续宽松，降准降息可能性逐渐加大（不排除降基准利率）。

5、继续提示，中美货币政策的实际走向，中美贸易谈判将是关键变量。5 月以来中美贸易冲突再度升级，并有愈演愈烈的态势，贸易摩擦也成为拖累全球经济的重要因素。事实上，去年底以来，包括美联储、IMF、世界银行等在内的主要机构都把全球经济下滑归因于本次美国挑起的贸易摩擦。

6、人民币汇率仍有贬值压力，中美谈判如果破裂，“破 7”将是大概率。当前环境下，利差、通胀等传统因素已不是关键变量，汇率更多地变成了大国博弈的工具。判断人民币汇率后市，主要看美元走势和我国央行的容忍度。短期之内，受中美领导人将在 G20 会面的消息影响，人民币汇率预计将得到暂时提振，若中美冲突全面升级，加之近期货币当局也在有意淡化人民币汇率的整数关口，并不排除“破 7”的可能性。三季度往后看，由于美联储大概率会降息，美元将走弱，同时“保持人民币汇率在合理区间的基本稳定”仍是我国货币当局的总要求，人民币持续贬值的可能性不高。

风险提示：1. 美联储货币政策立场发生摇摆；2. 中美贸易摩擦加剧。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《美联储要降息了，中国呢？大类资产怎么走？》
2019-06-05
- 2、《美国一季度 GDP 超预期的表与里》2019-04-27
- 3、《美联储全面转鸽，是时候讨论降息甚至 QE 了——2019 年 3 月 FOMC 会议点评》2019-03-21
- 4、《美联储释放“强鸽”信号，全面转向尚需等待——2019 年 1 月 FOMC 会议点评》2019-01-31



内容目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 美联储如期按兵不动，但支持后续降息的官员数大增 | 3 |
| 美联储上调了经济和就业预期，下调了通胀预期 | 4 |
| 市场对降息的预期不降反升，资产价格大幅波动 | 5 |
| 美联储年内大概率会降息，我国货币政策将延续宽松 | 7 |
| 风险提示 | 8 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1: 2019年6月 FOMC 利率点阵图 | 3 |
| 图表 2: 2019年3月 FOMC 利率点阵图 | 3 |
| 图表 3: 美联储近 3 次 FOMC 会议声明对比 (红色为表述有变化) | 4 |
| 图表 4: 美联储近 4 次经济预期对比 (红色表示预期调整) | 5 |
| 图表 5: 油价增速放缓拖累 PCE 通胀表现 | 5 |
| 图表 6: 经济增长放缓拖累核心 PCE 通胀表现 | 5 |
| 图表 7: FOMC 决议公布后市场对于美联储降息预期升温 | 6 |
| 图表 8: FOMC 决议公布前后美元指数走势 | 6 |
| 图表 9: FOMC 决议公布前后 10Y 美债收益率走势 | 6 |
| 图表 10: FOMC 决议公布前后标普 500 指数期货走势 | 6 |
| 图表 11: FOMC 决议公布前后 COMEX 黄金走势 | 6 |
| 图表 12: 当前市场预期欧央行将在 9 月降息 | 7 |

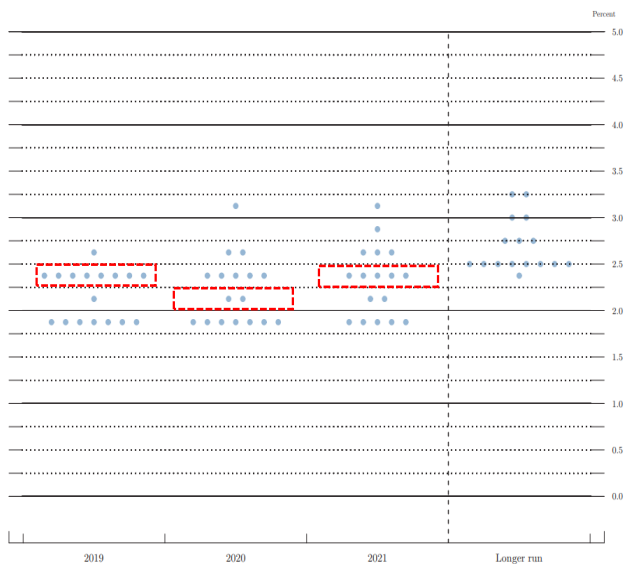
美联储如期按兵不动，但支持后续降息的官员数大增

美联储6月FOMC会议按兵不动，并维持缩表计划不变，最新点阵图显示美联储官员预计年内不会降息。6月的FOMC会议声明中，对经济增长的表述由“稳固增长”修改为“温和增长”，对家庭支出的表述由“增长放缓”修改为“出现回升”，对通胀的表述由“已经下降，且低于2%”修改为“低于2%”，删除了“将保持耐心”的表述，新增了“经济前景的不确定性有所增加，鉴于这些不确定因素及通胀压力缓和，委员会将密切关注经济最新状况，并将采取适当措施维持经济扩张”的表述。最新的点阵图显示，美联储官员预计年内不会降息，2020年将降息1次，2021年再度加息1次。

需要注意的是，市场通常选择点阵图的中位数作为美联储对未来利率的预期。尽管本次点阵图的中位数与3月一致，但3月时美联储没有任何官员支持年内降息，而本次有1位官员支持降息1次，有7位官员支持降息2次，可以看出美联储内部对于货币政策的态度发生了明显的转变。

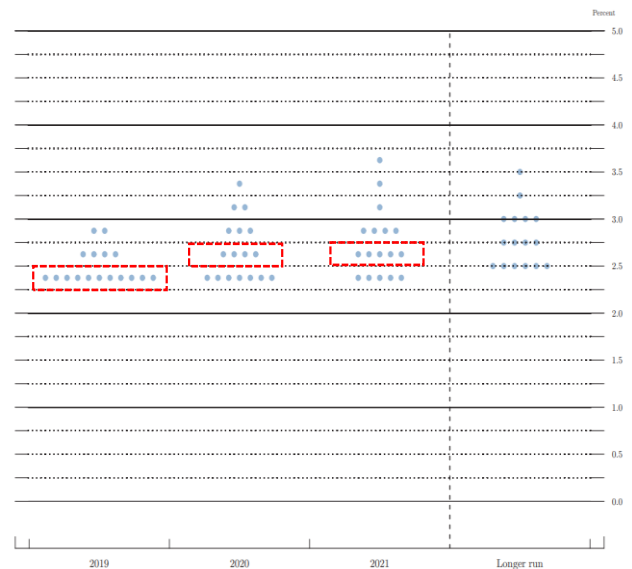
在随后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，首要目标是维持经济扩张，今年经济表现合理，但商界和农业合约对贸易的担忧加剧，金融市场的风险情绪恶化，**将采取适当措施维持扩张**。官员们预计通胀回升至2%的步伐将放缓，**对通胀增长步伐表示担忧**，美联储坚定实现2%的通胀目标。**委员会的许多成员确实看到了降息的理由在增强**，尚未真正讨论未来降息的规模，降息将取决于未来的数据和风险前景，不认为等待太久的风险会太大，希望不要过早行动。缩表按计划接近结束，**若确定要放松政策，可能会调整缩表政策**。

图表 1: 2019年6月 FOMC 利率点阵图



资料来源: Fed, 国盛证券研究所

图表 2: 2019年3月 FOMC 利率点阵图



资料来源: Fed, 国盛证券研究所

图表 3: 美联储近 3 次 FOMC 会议声明对比 (红色为表述有变化)

| 会议时间 | 2019/3/21 | 2019/5/2 | 2019/6/20 |
|----------|--|---|--|
| 联邦基金目标利率 | 2.25%-2.5% | 2.25%-2.5% | 2.25%-2.5% |
| 缩表计划 | 5 月开始每月国债缩减上限由 300 亿下降为 150 亿, 9 月结束缩表。10 月开始 MBS 到期资金将用于购买国债。 | 维持不变 | 维持不变 |
| 经济增长 | 开始放缓 (has slowed) | 稳固增长 (rose at a solid rate) | 温和增长 (rising at a moderate rate) |
| 劳动力市场 | 劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low) | 劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low) | 劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low) |
| 薪资增长 | 稳固增长 (have been solid) | 稳固增长 (have been solid) | 稳固增长 (have been solid) |
| 家庭支出 | 增长放缓 (slower growth) | 增长放缓 (slowed) | 出现回升 (have picked up) |
| 固定投资 | 增长放缓 (slower growth) | 增长放缓 (slowed) | 持续疲软 (have been soft) |
| 通胀表现 | 整体通胀下降 (has declined), 核心通胀仍接近 2% (remains near 2 percent) | 整体通胀和核心通胀已经下降, 且低于 2% (has declined and are running below 2 percent) | 整体通胀和核心通胀低于 2% (running below 2 percent) |
| 其它表述变化 | 无 | 无 | 删除“将保持耐心”, 新增“经济前景的不确定性有所增加, 鉴于这些不确定因素及通胀压力缓和, 委员会将密切关注经济最新状况, 并将采取适当措施维持经济扩张。” |

资料来源: Fed, 国盛证券研究所

美联储上调了经济和就业预期, 下调了通胀预期

美联储将 2020 年的实际 GDP 增速预期由 1.9% 上调至 2.0%, 下调近三年及长期失业率预期 0.1 个百分点, 将 2019 年和 2020 年的 PCE 通胀预期分别由 1.8%、2.0% 下调至 1.5%、1.9%, 核心 PCE 通胀预期分别由 2.0%、2.0% 下调至 1.8%、1.9%。

在前期报告《美国一季度 GDP 超预期的表与里》中, 我们回溯了历次美国经济衰退的过程, 发现背后的根本原因都是居民或企业部门过度加杠杆导致大量债务违约, 引发金融体系崩溃, 最终拖累经济陷入衰退。当前来看, 鉴于美国居民部门杠杆率处于良性水平、非金融企业债务压力尚可承受、金融体系抗风险能力显著增强, 我们认为在不发生外部事件冲击的情况下, 美国经济短期内发生衰退的可能性较低。本次美联储对美国经济的预期偏乐观, 也印证了我们的判断。

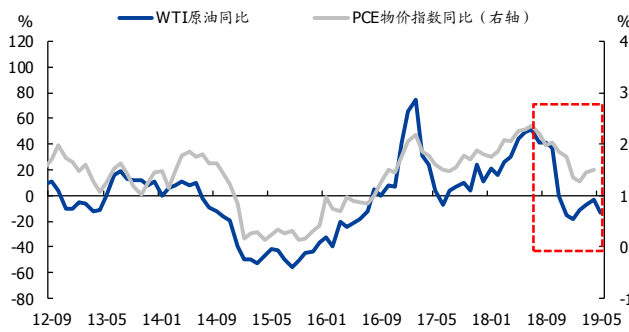
美联储再次下调通胀预期，背后的原因在于能源价格增速放缓和经济走弱。受制于全球经济放缓以及美国原油产量屡创新高，原油价格同比涨幅自2018年11月起持续为负，拖累了PCE通胀的表现。美国核心PCE通胀主要受需求端影响，在美国经济放缓的背景下，雇员薪资增速和私人消费增速已出现连续下滑，从而拖累核心PCE通胀的表现。

图表4: 美联储近4次经济预期对比 (红色表示预期调整)

| 经济指标 | 公布月份 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 长期 |
|-------------|----------|------------|------------|------------|------------|
| 实际GDP 增速 | 2019年6月 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.9 |
| | 2019年3月 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.9 |
| | 2018年12月 | 2.3 | 2.0 | 1.8 | 1.9 |
| | 2018年9月 | 2.5 | 2.0 | 1.8 | 1.8 |
| 失业率 | 2019年6月 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 4.2 |
| | 2019年3月 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.3 |
| | 2018年12月 | 3.5 | 3.6 | 3.8 | 4.4 |
| | 2018年9月 | 3.5 | 3.5 | 3.7 | 4.5 |
| PCE通胀 | 2019年6月 | 1.5 | 1.9 | 2.0 | 2.0 |
| | 2019年3月 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| | 2018年12月 | 1.9 | 2.1 | 2.1 | 2.0 |
| | 2018年9月 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.0 |
| 核心PCE | 2019年6月 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | - |
| | 2019年3月 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | - |
| | 2018年12月 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | - |
| | 2018年9月 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | - |

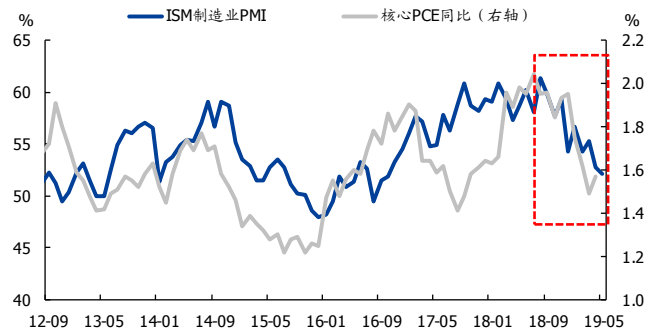
资料来源: Fed, 国盛证券研究所

图表5: 油价增速放缓拖累PCE通胀表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 经济增长放缓拖累核心PCE通胀表现

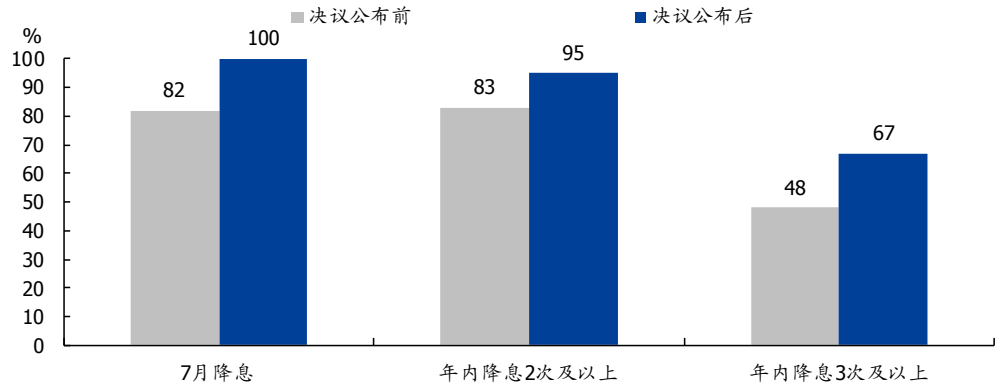


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

市场对降息的预期不降反升，资产价格大幅波动

FOMC决议公布后, 联邦利率期货市场隐含的7月降息概率由之前的82%提升至100%, 年内降息2次及以上的概率由83%提升至95%, 年内降息3次及以上的概率由48%提升至67%。市场对降息的预期不降反升, 或许是受点阵图结构变化以及鲍威尔“将采取适当措施维持扩张”的表态影响。

图表 7: FOMC 决议公布后市场对于美联储降息预期升温



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

FOMC 决议公布后, 美元指数和 10Y 美债收益率快速跳水, 标普 500 指数期货和 COMEX 黄金快速走高。资产价格的表现, 也反映出市场对于降息的预期有所强化。

图表 8: FOMC 决议公布前后美元指数走势



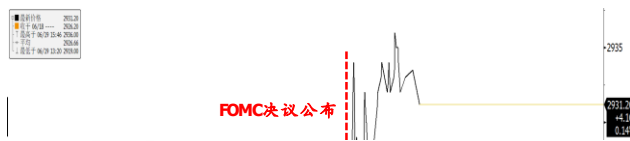
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 9: FOMC 决议公布前后 10Y 美债收益率走势

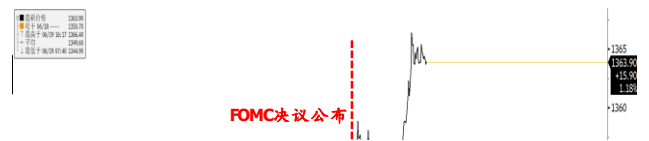


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 10: FOMC 决议公布前后标普 500 指数期货走势



图表 11: FOMC 决议公布前后 COMEX 黄金走势



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_11889



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>