

美联储释放鸽派信号，为下半年降息铺路

——美联储 6 月议息点评

宏观专题报告

2019 年 06 月 20 日

报告摘要：

美联储 6 月按兵不动，但释放明显鸽派信号，我们预计美联储 7 月将降息，全年至少降息一次，中国货币政策空间扩大。

● 美联储认为不确定性和风险上升，主张降息人数明显增加

美联储承认商业固定投资疲软 (soft)，就业市场和制造业有收缩迹象，其他经济数据支持美国经济预期不变，表示整体通胀不足是全球发达经济体共有现象，8 名官员预计 2019 年至少降息一次，释放鸽派信号为 7 月降息铺路。

● 基本维持经济增速预期，下调通胀预期和失业率预期

2020 年经济增速预期较 3 月上调 0.1 个百分点；PCE 通胀预期和核心 PCE 预期均有下调；下调未来三年失业率预期和长期失业率预期 0.1 个百分点。

● 2019 年美国放经济放缓压力加大，贸易谈判需要时间

5 月，美国新增非农就业人数仅 7.5 万人，远低于预期的 18 万人，制造业 PMI 指数连续两月下落，纽约 PMI 商业活动和生产指数 6 月首现负值，纵使贸易谈判重启，协议达成需要时间，短期内美国经济下行趋势不改。

● 国债收益率连续 18 天倒挂，避险情绪高涨

最近两次金融危机爆发前均出现过美国国债收益率持续倒挂，自 5 月 23 日起，安全性更高的十年国债与三月国债倒挂持续 18 天，表明对经济下行加速的担忧逐渐上升。

● 中国货币政策空间扩大，汇率贬值压力下降

我们预计，中国积极财政政策保持稳定，稳健货币政策略偏宽松，下半年可能会有定向降准，跟随美联储降息下调公开市场利率。

● 风险提示：

美联储鸽派不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

事件：美联储 6 月份 FOMC 会议决定，维持联邦基金利率目标在 2.25%-2.5% 不变，预计年内可能降息，符合市场预期。随后鲍威尔召开新闻发布会，表示需要更多的数据支持降息。美股轻微上扬，美元指数出现回落，美债收益率继续走低。

正文：

会议声明和新闻发布会的主要内容：

1) 关于经济：承认美国经济增速放缓，FOMC 指出经济活动增长从稳定的速度变为温和的速度，尽管家庭支出回升，商业固定投资疲软，前次会议称固定资产投资放缓；

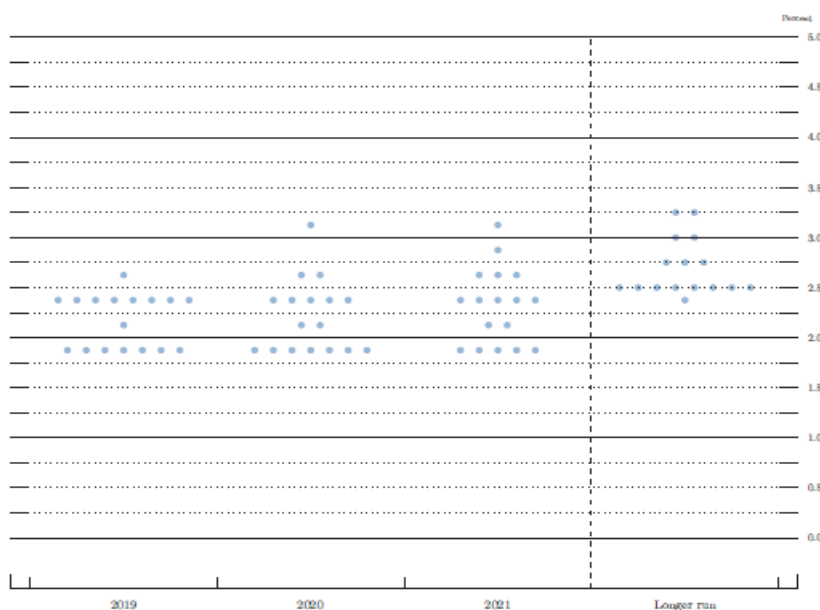
2) 关于通胀：表示通胀下降，核心通胀低于 2%，长期通胀预期指标几乎未变；

3) 关于降息：6 月维持利率不变，为未来降息铺路，点阵图显示 2019 年有 8 人主张降息（其中 7 人主张降息 50bp）（图 1），主张降息人数明显增加，而今年 3 月会议上预计 2019 年不加息，2020 年加息一次，释放的鸽派信号符合预期；

4) 关于不确定性：删去“保持耐心”措辞，取而代之的是“采取合适措施”，并加入“不确定性上升”，若全球经济下滑加剧，中美贸易谈判不如预期等因素伤害美国经济，美联储将采取措施（降息）保持经济增长。

图 1：点阵图显示 8 名官员主张 2019 年内降息至少一次

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Wind，民生证券研究院

美联储维持经济增速预期，下调通胀预期和失业率预期。受益于第一季度超预期经济增长和大部分经济数据依旧强劲，美联储对经济增长较为乐观，其经济展望显示(图2)：2019年经济增速预期与3月持平，2020年上调0.1个百分点至2.0%；通胀预期下调，长期趋势不变，2019-2020年PCE预期分别为1.5%、1.9%，较3月下调0.3个百分点和0.1个百分点，核心PCE预期相应下调0.2个百分点和0.1个百分点，鲍威尔认为通胀疲软是全球发达经济体共有的现象；下调未来三年失业率预期，2019-2021年失业率预期分别为3.6%、3.7%、3.8%，较3月均下调0.1个百分点，下调长期失业率预期0.1个百分点至4.2%，表明美国就业市场依然强劲。根据CME FedWatch Tool数据，7月降息概率已升至100%。

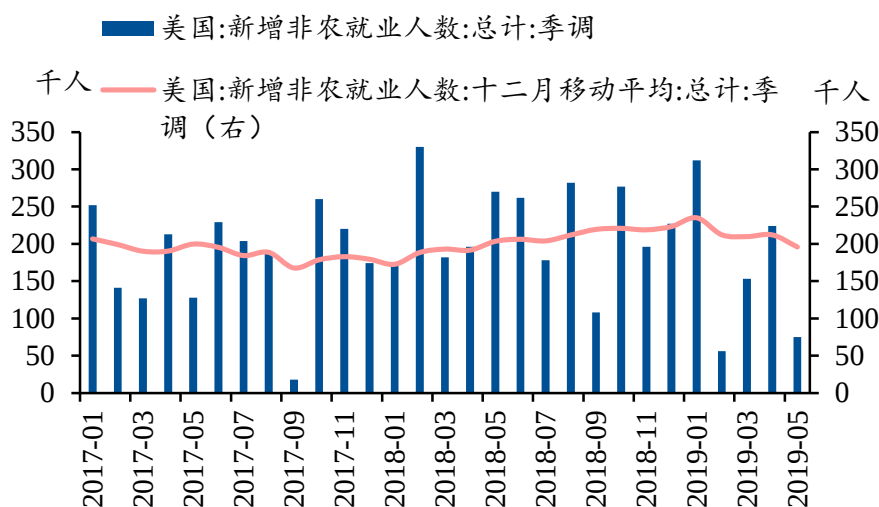
图2：美联储基本维持经济增速预期，下调通胀和失业率预期

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：Wind，民生证券研究院

2019年美国济下行压力加大，贸易谈判需要时间。受贸易保护主义和全球经济放缓等因素影响，就业市场和制造业出现收缩迹象，5月非农新增就业人数仅7.5万人，远低于市场预期的18万人(图3)，ISM制造业PMI指数连续两个月下降，纽约PMI商业活动和生产指数6月大幅回落至-8.6，为2016年8月以来首次负值。中美贸易谈判是今年以来全球市场最大的灰犀牛，由年初的好转至5月的突然恶化，如今纵使G20峰会重启谈判，根本性问题讨论和最终协议落地需要时间。贸易谈判进展缓慢，不确定性和关税作用存在时间延长，中国的去杠杆和结构性改革或在波及美国制造业，短期内美国经济下行趋势不改。

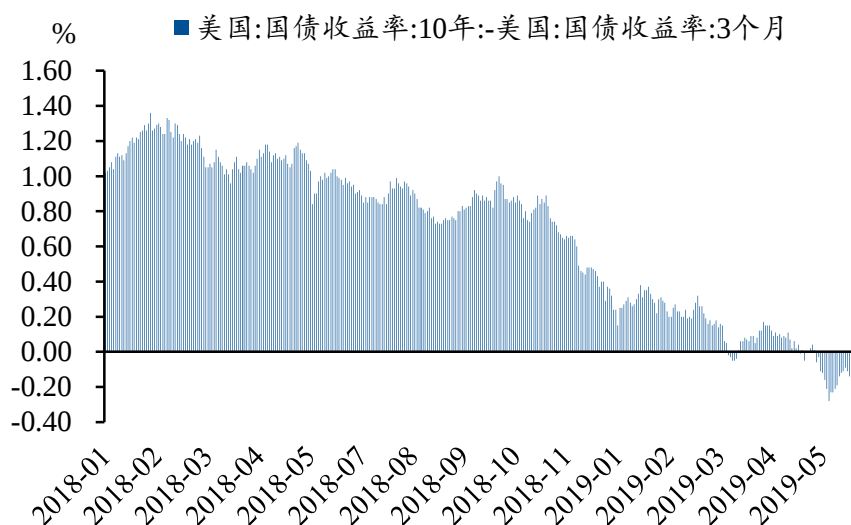
图 3：5 月美国新增就业人数大幅下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

美国十年期国债收益率与 3 个月国债收益率倒挂已连超 18 天，避险情绪高涨。通常情况下，长期国债收益率高于短期国债。但是，当经济预期不佳甚至危机可能到来，投资者会避开高风险资产，涌向安全性更高的十年国债，导致长期国债收益率下滑至低于短期国债收益水平，出现倒挂现象，经济学上称之为“flight-to-safety”。从 5 月 23 日到 6 月 18 日，美国国债倒挂已持续 18 天（图 4），最近两次经济危机爆发的前一年都出现过长期国债收益率倒挂。这表明，目前市场对经济恶化的担忧加剧，避险情绪上升。

图 4：美国十年国债与三月国债倒挂持续 18 天



资料来源：Wind，民生证券研究院

中国货币政策空间扩大，汇率贬值压力下降。美联储释放鸽派信号，为未来降息铺路，推动美元指数下降，减轻人民币汇率贬值压力。贸易摩擦下的全球货币宽松预期将各国之间汇率关系推向焦点，弱势货币有益于出口。不过，短期内贬值压力下降的人民币汇率对中美贸易谈判是一个利好消息。我们预计中美存在下半年或年底前达成协议的可能，预计中国积极财政政策保持稳定，稳健货币政策略偏宽松，下半年可能会有一次定向降准，跟随美联储降息下调公开市场利率。

风险提示

美联储政策鸽派不及预期。

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_11891

