



东兴证券
DONGXING SECURITIES

政策利率中性偏宽松，维持资本市场略偏积极

——美国3季度GDP及美联储10月FOMC点评

2019年10月31日

宏观经济

事件点评

康明怡	宏观经济分析师	执业证书编号：S1480519090001	
	kangmy@dxzq.net.cn 021-25102911		
王宇鹏	首席宏观经济分析师		
	wangyp_yjs@dxzq.net.cn 010-66554151	执业证书编号：S1480519070003	

事件：

- 1) 3 季度 GDP 环比 1.9%，同比 2%，略超预期。
- 2) 美联储降息 25BP，联邦基金利率目标区间降至 1.5~1.75%。

观点：

作为美国经济的传统旺季，3 季度 GDP 无论是环比还是同比均出现小幅回落，经济略有放缓。贸易摩擦对美国经济影响显现，压制企业设备投资。但随着中美达成第一阶段协议及季节性特征，预计 4 季度持续缓慢回落，衰退风险不大。2019 年 GDP 增速有望位于 2%以上。降息符合市场预期。我们认为本次降息后政策利率水平落入中性略偏宽松区间，短期货币市场利率倒挂有望解除。贸易风险下降，美十债有望回升至 2%，美股维持略偏积极的态度。

1. 消费持续稳健，投资环比降幅缩窄。预计 4 季度消费略有回落，但仍维持合理增长，4 季度固定资产投资仍旧低迷但有所恢复。

消费仍处于高位水平，但有疲软迹象。消费环比 2.9%，前值 4.6%，仍处于高位水平，但有疲软迹象。汽车消费增长高位回落，环比为 0，拖累耐用品消费。非耐用品中，服装和能源消费出现负增长。服务消费中，3 季度作为传统旅游旺季并未带来相关消费的强劲增长，增幅不及 2 季度。这与 10 月褐皮书反映的信息一致。褐皮书显示今年夏季消费旺季整体消费强劲程度不及预期。目前，薪资增速仍旧大幅跑赢通胀，家庭部门消费信用的偿还负担处于合理区间。但由褐皮书可知，劳动力市场首次出现局部疲软信号。我们预计消费 4 季度可能略有回落，但仍维持合理增长。

住宅投资 2 年以来首次出现增长，知识产权投资强劲；商品经济不振影响交通运输业投资。贸易摩擦对企业设备投资影响明显。投资环比-1.5%，前值-6.3%。得益于知识产权和住宅投资环比上扬，总固定资产投资环比降幅缩窄。知识产权（环比 6.6%）维持强劲增长。住宅投资（环比 5.1%）是 2018 年以来首个季度环比实现增长，但从家庭收入来看，其可持续性存疑。建筑跌幅进一步加深，环比-15.3%，前值-11.1%。企业设备（环比-3.8%）在维持半年低位增长后，受贸易战和制造业收缩影响出现 2015 年以来最大跌幅，主要由信息处理设备和交通运输贡献负增长。由褐皮书可知，受农业低迷影响农机需求萎靡；商品经济不活跃导致重卡运输需求疲软。随着中美贸易战的暂时性休战，农业机械需求可能有所转强，但重卡需求很难在短期内回暖。此外，存货投资对 GDP 的拖累降低，同比增速明显收窄（-1%，前值-3.2%）。

从 5 月开始，东西两岸，如纽约州，受中美贸易战和全球经济放缓影响，最先开始衰退迹象，而其他地区经济十分强劲。9 月负面冲击逐渐扩散至中部地区（如明州），但同时东西两岸出现温和回暖。这与 3 季

度 GDP 略超预期相符。劳动力市场方面首次出现疲软迹象。10 月褐皮书首次出现个别企业的裁员信息，制造业停止招人以及重卡司机需求不旺等，与去年同期形成鲜明对比。但**整体劳动力市场仍处于紧绷状态，因此宏观就业数据尚未显现疲软。**

2. 政策利率水平实现中性略偏宽松目标，短期货币市场有望结束倒挂，流动性偏紧得到缓解。

政策利率水平落入中性略偏宽松区间。我们认为本轮周期中，与实体经济合意的中性利率在平均实际 GDP 同比增速 50bp 下方位置。上半年实际 GDP 同比增速 2.47%，当前联邦基金利率为 1.5~1.75%，已落入中性略偏宽松区间。基于健康的消费数据，预计半年内美国实体经济温和回落，同比略有走低。考虑到制造业 PMI 落入 50 下方，本次美联储具有基于实体经济数据的降息理由。

图 1：联邦基金利率与 GDP 增速

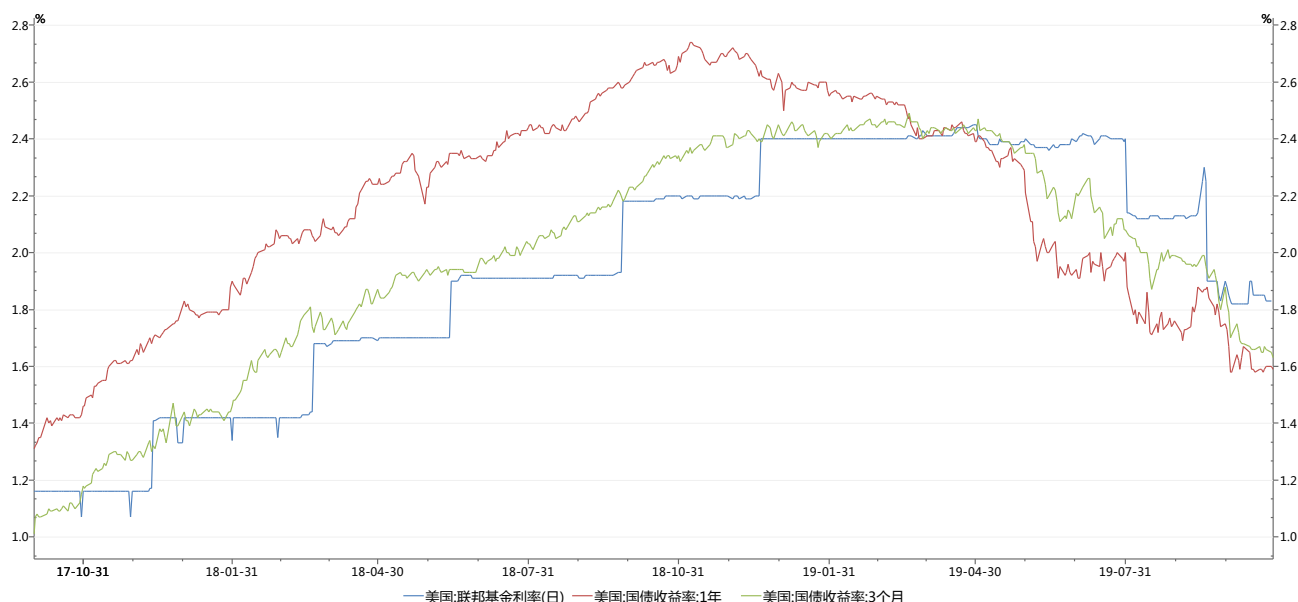


资料来源：wind，东兴证券研究所

单击此处输入文字。

短期货币市场倒挂有望消失，流动性偏紧情况缓解。经过两次降息，1 年期国债利率持续低于联邦基金利率已缩窄至 25bp 左右。本次降息有望结束这一倒挂，货币政策偏紧的经典信号有望消失。若 1 年期美债利率与 FFR 之间利差能够保持回升至 0 附近，则表明市场对进一步的降息预期降温。随着美联储在逆回购市场的扩表动作，货币市场流动性偏紧情况有望缓解。

图 2：联邦基金利率与短期无风险利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

市场对美联储的宽松态度已有充分的理解，有助于资本市场稳定。我们在上次点评中提及第二次降息后由于市场的关注点在点阵图的巨大分歧，忽略了鲍威尔讲话中透露的加深的鸽派意味，市场将在短期内震荡。之后市场的走势印证了这一判断。随后在9月底10月初的隔夜逆回购市场出现钱荒时，美联储迅速足额满足短期流动性的扩表行为向市场表明了其对应经济潜在风险的决心，完全履行了鲍威尔在8月FOMC会议中的讲话内容。当前，市场对美联储的宽松态度已有充分的理解，这有助于资本市场稳定。

3. 降息影响：本次降息已被市场充分吸收，对资本市场稳定略偏积极。

货币：美联储对应突发负面事件态度明确。完全履行了鲍威尔在上次讲话中提及的三个方面：1）仍然侧重经济的风险方面 2）提及被动的量化宽松以应对银行的流动性需求 3）货币政策提前应对潜在下行危机的重要性。

实体经济：中美贸易近期可达成第一阶段成果，恶化风险消失。全球经济急速恶化的概率不大。半年内，美国经济可维持目前的温和状态。

通胀：通胀与降息之间没有短期直接关系。CPI、PPI 同比 10 月后受原油同比回暖有望趋势性回升，但核心 CPI 年内没有趋势性上行的压力，前期 2.4%即为年内高点。

美债：由于市场已充分预期了本次降息，美十债利率没有足够的下跌空间，半年内有望回升至 2%。

美元：美联储的扩表动作开启了美元走弱的拐点。但受脱欧迟迟不绝，预计美元在年内温和走弱。

美股：随着市场对美联储宽松态度的理解，我们维持中性略偏积极，震荡慢涨态势，涨幅较上半年收窄。

结论：

经济进一步温和放缓，劳动力市场首次出现疲软迹象的信号；中美贸易战可能暂时休战，外部风险缓释。美联储应对负面冲击的态度明确，半年内经济有望温和增长，资本市场维持略偏积极的态度。

风险提示：中美贸易摩擦继续。

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师简介

王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有 8 年中国宏观经济和资产配置研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作

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_9284

