

美联储如期降息，后续路径仍依数据而定

——美联储 10 月议息点评

宏观专题报告

2019 年 10 月 31 日

报告摘要：

美联储降息 25 个基点，连续三次降息，符合市场预期。政策声明删去“采取适当措施”。但保留不确定性犹存和依据数据评估利率路线。

● 美国三季度 GDP 超预期，投资低迷和消费下滑

第三季度实际 GDP 年化季环比初值升 1.9%，预期 1.6%，前值 2%。从分项上看，各项消费支出贡献率全面下滑，住宅投资和库存上升构成拉动因素，住宅投资为七个季度以来首次正贡献。但是，设备投资为 2016 年二季度以来首次负贡献，反映美国制造业投资放缓趋势持续。虽然制造业在美国经济中占比仅 10% 左右，但是制造业前景持续恶化可能将蔓延至劳动力市场和消费支出。

● 鲍威尔强调数据重要性，四季度是降息观察期

鲍威尔称虽然当前不确定性因素犹存，但对美国经济有信心，通胀可能在明年中期达到或接近 2% 目标值。美国制造业 PMI 连续 7 个月下滑，已经连续两个月处于枯荣线以下，同时零售增速在 9 月起超预期下降，需求下降导致生产动力不足，非农工时下月可能仍将持续。四季度是美国重大节日集中时期，11 月感恩节和 12 月圣诞节，如果消费支出增速没有反弹或不及预期，美联储就需要重新评估利率路线。

● “有机”扩表难掩去年货币政策过紧的失误，再次强调不是量化宽松

虽然美联储及时通过正向回购操作控制住了 9 月底货币市场隔夜利率大幅跳升，但是缩表刚结束就扩表的操作难以掩盖美联储对于银行系统流动性判断的失误。“有机”扩表主要是购买短期票据和短期国债，QE 则是在利率触及下限时购入长期国债和 MBS，压低长期国债收益率，最终达到压低中长期贷款利率来刺激经济增长。

● 中国政策需打出组合拳

今年以来猪肉价格快速上涨，后续受存栏供给紧缺，仍将带动 CPI 高位运行。同时，实际贷款利率受 PPI 下行影响处于上升趋势，与实际存款利率出现“剪刀差”。当前内有结构性通胀和工业品通缩之组合，外有全球降息周期和贸易谈判在途之组合，统筹兼顾防通胀、防风险、稳增长、稳汇率、促转型等多个目标，货币政策独木难支，需财政政策、供给侧政策等共同发力。

● 风险提示：

美国经济进一步放缓、贸易谈判不及预期。

民生证券研究院

分析师：伍艳艳

执业证号：S0100513070007

电话：010-85127654

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：美联储 10 月份 FOMC 会议决定降低利率 25 个基点，将联邦基金利率目标区间降低至 1.5%-1.75%，连续三次降息，符合市场预期。随后鲍威尔召开新闻发布会，相较于之前的表现，鲍威尔此次显得更为自信和清晰，仍表示之后的利率决定需要更多的数据支持。因为市场已经充分预期到本次降息，主要资产价格基本已经 price in，波动小于之前会议。

正文：

会议声明和新闻发布会的主要内容：

1) 关于经济：认为美国经济相对较好，劳动力市场强劲，消费增速依旧健康；投资和出口表现疲软。

2) 关于通胀：表示基于市场度量的通胀依然处于低位，核心通胀低于 2%，长期通胀预期指标几乎未变；

3) 关于降息和不确定性：决定降息 25 个基点，保留不确定性犹存，发布会上表示贸易政策对经济影响可能会逐渐显现，不会评论美国国内选举的不确定性及其影响；

4) 删去“采取适当措施”：政策声明的最大改变就是删去“采取适当措施”，市场普遍解读为美联储将会在年内暂停降息周期。但是，声明保留了美联储决策依赖经济数据，会继续评估合适的联邦利率路线，美联储目前不考虑加息，反映美联储不愿意释放过于鹰派的信号，引起市场过度解读和调整。CME 显示 12 月降息 25bp 概率约为 23%。

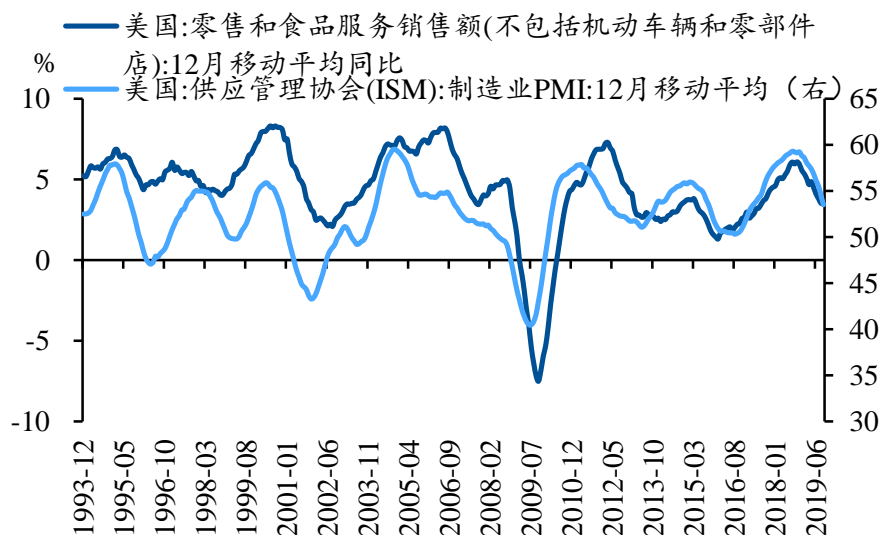
5) 投票结果：两位票委罗森格伦和乔治在 9 月反对降息以后，再次反对此次降息。

美国三季度 GDP 初值增速放缓但仍超预期，制造业投资依旧低迷，消费支出下滑。美国第三季度实际 GDP 年化季环比初值升 1.9%，预期 1.6%，前值 2%。按分项贡献率来看，个人消费支出全面下滑，整体贡献为 1.93 个百分点，较二季度 3.03 下滑 1.1 个百分点；私人投资贡献率回升 0.89 个百分点至 -0.21%，主要受住宅和私人存货回升拉动。其中，美联储降息降低了房贷成本，刺激房地产投资回暖，住宅投资为七个季度以来首次正贡献。非住宅投资连续三季度下滑，设备投资为 2016 年二季度以来首次负贡献，显示美国制造业投资持续放缓。虽然制造业在美国经济中占比仅 10% 左右，但是制造业前景持续恶化可能将蔓延至劳动力市场和消费支出。

美国三季度 GDP 再次验证经济正在放缓，四季度是降息观察期。多个经济指标显示美国 GDP 增长下行压力在加大。ISM 制造业 PMI 指标从今年 3 月开始连续 7 个月下滑，8 月下降至枯荣线以下，9 月也是超预期下降至 47.8。制造业的颓势可能正在蔓延至美国经济中占比最大的消费领域。美国零售同比增速连续两个月下滑，需求下滑导致生产动能不足，工时可能仍将下降（图 1-2）。核心 PCE 在 9 月小幅上升，但仍明显低于美联储目

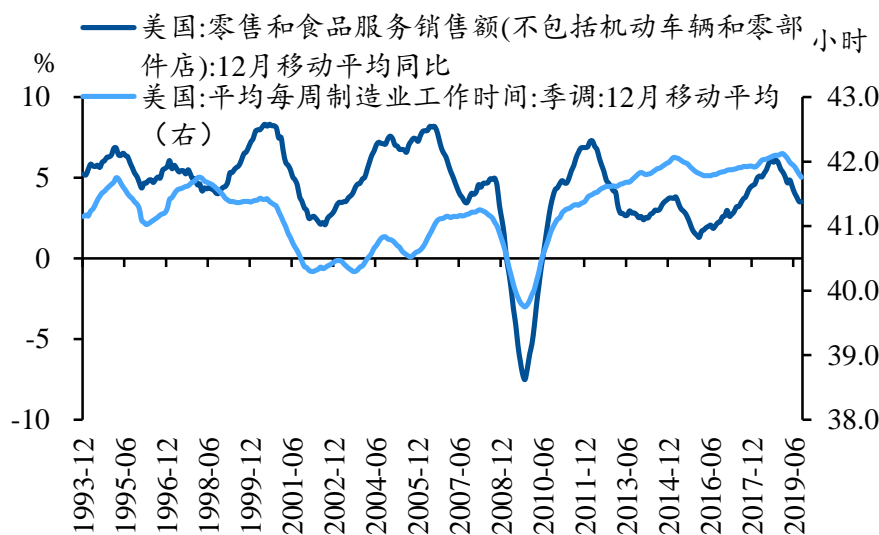
标值 2%。9 月全口径 PCE 与 8 月持平，仅录得 1.44%，反映美国通缩风险可能大于通胀风险。另外，节庆集中的四季度消费支出尤其重要，没有反弹甚至增速不及预期，明年上半年美联储将会继续降息。目前，失业率在众多指标中表现较为稳定，仍处于历史最低点。但是受通用汽车罢工的影响，10 月失业率可能会小幅回升。

图 1：趋势上看，制造业 PMI 略微领先零售增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：趋势上看，零售增速领先于工时

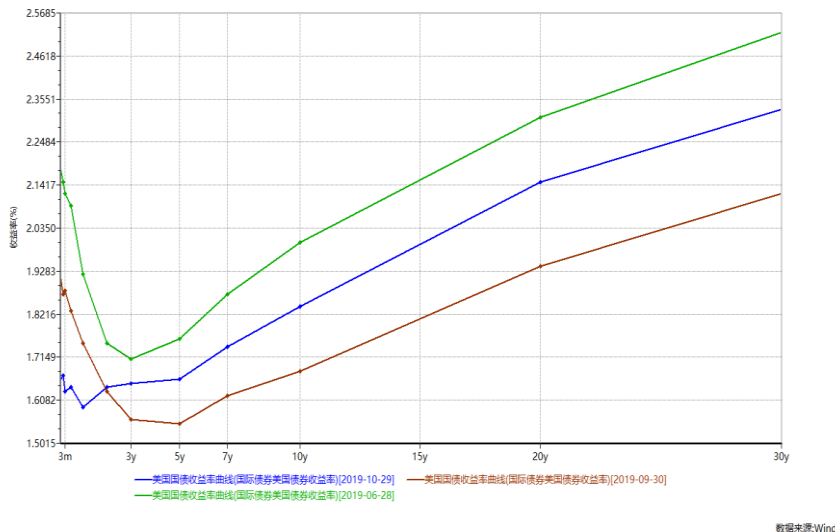


资料来源：Wind，民生证券研究院

美联储“有机”扩表难掩去年政策过紧的失误，再次强调非量化宽松（QE）。9 月底美国货币市场隔夜利率出现大幅跳升，远超联邦目标基准利率，引发市场担忧。虽然美联储及时通过正向回购操作投放流动性，但缩表刚结束就扩表的操作难以掩盖美联储对于银行系统流动性判断的失误。“有机”扩表主要是购买短期票据和短期国债，QE 则是在利率触及下限时购

入长期国债和 MBS，压低长期国债收益率，最终达到压低中长期贷款利率来刺激经济增长。有趣的是，既然美联储可以控制收益率曲线，通过购入短期国债使收益率曲线陡峭化，为什么任其倒挂（图 3）？

图 3：美联储“有机”扩表购入短期国债，收益率曲线陡峭化



资料来源：Wind，民生证券研究院

中国政策需打出组合拳。今年以来猪肉价格快速上涨，后续受存栏供给紧缺，仍将带动 CPI 高位运行，一定程度上制约货币宽松空间。但是，猪肉价格引起的 CPI 上行属于结构性通胀，需求端来看核心 CPI 从年初至今小幅下滑，且工业品价格降幅扩大，显示通缩风险可能大于通胀风险。企业融资端来看，实际贷款利率受 PPI 下行影响处于上升趋势，与实际存款利率出现“剪刀差”。今年美联储的三次降息和其他央行的降息潮为我国货币政策预留了空间。除了 CPI 通胀制约以外，防风险任务也不会让货币过度宽松。当前内有结构性通胀和工业品通缩之组合，外有全球降息周期和贸易谈判在途之组合，统筹兼顾防通胀、防风险、稳增长、稳汇率、促转型等多个目标，货币政策独木难支，需财政政策、供给侧政策等共同发力。

风险提示

美国经济进一步放缓、贸易谈判不及预期。

插图目录

图 1: 趋势上看, 制造业 PMI 略微领先零售增速.....	3
图 2: 趋势上看, 零售增速领先于工时.....	3
图 3: 美联储“有机”扩表购入短期国债, 收益率曲线陡峭化.....	4

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_9344

