

美联储再次降息，拉长经济周期

——10月美联储议息会议点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007 钟奕昕（联系人）证书编号：S0280118040021

● 美联储宣布降息，但内部分歧加大

10月FOMC会议声明对美国经济形势的评估整体来看较9月的评估变化不大。美联储继续表示，美国经济活动正以“温和的速度增长（moderate rate）”，就业增长保持稳定，失业率保持在低位，家庭支出“强劲增长（rising at a strong pace）”，但企业固定投资和出口“保持疲软（remain weak）”。总体通货膨胀率以及食品和能源以外的其他商品的通货膨胀率都低于2%。以市场为基础的通胀补偿指标有所下降；基于调查的长期通胀预期指标几乎没有变化。

美联储在会议声明中表示，鉴于全球形势对经济前景的影响，以及通胀压力减弱，FOMC决定将联邦基金利率目标区间下调25个基点至1.50%-1.75%区间。委员会认为，降息将支持美国经济活动持续扩张、劳动力市场状况强劲以及通胀率接近委员会设定的2%的对称目标，但关于这一前景的不确定性依然存在。

在前瞻指引方面，美联储删除自今年6月以来FOMC声明中都包含的“将采取适当行动维持经济扩张（will act as appropriate to sustain the expansion）”的措辞，而是表示在评估联邦基金利率目标区间的适当路径时，美联储将继续根据经济前景以及各种经济数据及信息来评估，包括劳动力市场状况的衡量指标、通胀压力和通胀预期的指标，以及金融和国际形势的指标。这在一定程度上暗示未来降息可能暂缓。

● 三季度经济超预期，年内或暂缓降息

在新闻发布会上美联储主席Powell表示，美国经济表现良好，并预计未来仍将温和扩张，目前的货币政策立场应该是合适的（remain appropriate），强度近期消费依旧保持强劲增长，并且经济前景的风险转向积极，特别是贸易问题、英国脱欧有所进展。加上10月FOMC会议声明删除“将采取适当行动维持经济扩张”的措辞，美联储或在暗示年内将暂缓降息，并将保持观望。在FOMC会议稍早前公布的美国三季度GDP环比增速略超预期，也是美联储暗示年内暂缓降息的一个重要原因。

美国三季度实际GDP环比增长1.9%，好于预期的1.6%，较前值略下滑0.1%。从分项来看，消费增速有所回落，企业投资继续疲软，但地产有所回暖，对三季度GDP形成一定支撑。

● 拉长的经济周期，明年美国经济或不会太差

次贷危机后美国经济周期，在2015年出现见顶迹象，但是特朗普减税，拉长了经济周期。2019年，美国PMI、债券利差等指标显示经济形势恶化，随后在特朗普的干预下，美联储预防式降息，重新扩表，经济周期再度拉长。经济周期难以逃避，但2020年美国或不会太差，实际经济增速在2%的潜在经济增速附近波动。最大的经济支持仍是消费。次贷危机改变了一部分居民的消费习惯。为了预防未来的不确定性，消费更加谨慎，更加注重商品的价格和实用性。此次经济复苏，美国居民没有加杠杆，未来去杠杆的空间不大，消费增速大幅降低的可能性就比较小。这意味着美国经济增速可能会整体保持平稳，即使出现调整，大幅衰退的可能性也不大。

美联储降息，将在一定程度上帮助企业增加利润，扩张投资，支持经济活动、家庭和企业信心，缓解美国经济放缓。特别是对资本密集型的制造业企业和对利率敏感的建筑业企业来说，降息对这些企业的提振作用会相对明显。然而，降息虽然可以在边际上刺激投资，但或许无法从根本上改善投资。这是因为美国投资增速下滑是一个长期问题。企业投资率下降和新经济密切相关。

● 风险提示：美国货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：美国货币政策泰勒规则失效了吗

2019-10-27

国际经济及大宗商品：美联储宣布重新扩表，可以实现“一石多鸟”

2019-10-13

宏观点评：美联储下一步怎么走？

2019-09-19

国际经济及大宗商品：重启QE并降息，欧央行超预期货币宽松

2019-09-15

国际经济及大宗商品：美国新增非农就业人数放缓，但鲍威尔仍比较乐观

2019-09-08

国际经济及大宗商品：美联储将采取适当行动，维持美国经济扩张

2019-08-25

国际经济及大宗商品：美联储降息能刺激投资吗

2019-08-11

宏观点评：美联储预防性降息，或非启动降息周期

2019-08-01

国际经济及大宗商品：美联储考虑设置SRF，解决降息技术问题

2019-07-14

国际经济及大宗商品：美联储降息的一个技术性问题

2019-06-23

国际经济及大宗商品：为什么中国国债收益率远低于经济增速？

2019-03-17

国际经济及大宗商品：货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

2019-03-10

国际经济及大宗商品：为何美国经济增速超预期？

2019-03-03

目 录

1、 美联储宣布降息，但内部分歧加大.....	3
2、 三季度经济超预期，年内或暂缓降息.....	3
3、 拉长的经济周期，明年美国经济或不会太差.....	4

图表目录

图 1: 美国 GDP 各分项环比折年率 (%)	4
图 2: 美国企业杠杆率不断上升	5
表 1: FOMC 会议声明对比	3

北京时间 2019 年 10 月 31 日凌晨，美联储公布 10 月 FOMC 会议声明，宣布降息 25 个基点，下调联邦基金利率至 1.50%-1.75% 区间，为今年以来第三次降息，基本符合市场预期。对于此次降息，美联储以 8:2 的投票比例通过本次利率决定，其中 Esther L. George 和 Eric S. Rosengren 希望维持利率不变。美联储会议声明公布后，美元指数先涨后跌，美股三大指数上涨，金价先跌后涨。

1、 美联储宣布降息，但内部分歧加大

表1: FOMC 会议声明对比

	2019 年 9 月 FOMC 会议声明	2019 年 10 月 FOMC 会议声明
经济增长	经济温和增长 (rising at a moderate rate)	经济温和增长 (rising at a moderate rate)
劳动力市场	就业增长一直保持稳定 (Job gains have been solid)，失业率维持低位 (remained low)	就业增长一直保持稳定 (Job gains have been solid)，失业率维持低位 (remained low)
通货膨胀	总体通货膨胀率和剔除食品和能源的核心通货膨胀率均低于 2% (below 2 percent)	总体通货膨胀率和剔除食品和能源的核心通货膨胀率均低于 2% (below 2 percent)
家庭消费支出	强劲增长 (rising at a strong pace)	强劲增长 (rising at a strong pace)
固定资产投资	有所下降 (have been weakened)	保持疲软 (remain weak)
货币政策	下调联邦基金利率至 1.75%-2.00% 区间	下调联邦基金利率至 1.50%-1.75% 区间

资料来源: Fed, 新时代证券研究所

10 月 FOMC 会议声明对美国经济形势的评估整体来看较 9 月的评估变化不大。美联储继续表示，美国经济活动正以“温和的速度增长 (moderate rate)”，就业增长保持稳定，失业率保持在低位，家庭支出“强劲增长 (rising at a strong pace)”，但企业固定投资和出口“保持疲软 (remain weak)”。总体通货膨胀率以及食品和能源以外的其他商品的通货膨胀率都低于 2%。以市场为基础的通胀补偿指标有所下降；基于调查的长期通胀预期指标几乎没有变化。

美联储在会议声明中表示，鉴于全球形势对经济前景的影响，以及通胀压力减弱，FOMC 决定将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 1.50%-1.75% 区间。委员会认为，降息将支持美国经济活动持续扩张、劳动力市场状况强劲以及通胀率接近委员会设定的 2% 的对称目标，但关于这一前景的不确定性依然存在。

在前瞻指引方面，美联储删除自今年 6 月以来 FOMC 声明中都包含的“将采取适当行动维持经济扩张 (will act as appropriate to sustain the expansion)”的措辞，而是表示在评估联邦基金利率目标区间的适当路径时，美联储将继续根据经济前景以及各种经济数据及信息来评估，包括劳动力市场状况的衡量指标、通胀压力和通胀预期的指标，以及金融和国际形势的指标。这在一定程度上暗示未来降息可能暂缓。

2、 三季度经济超预期，年内或暂缓降息

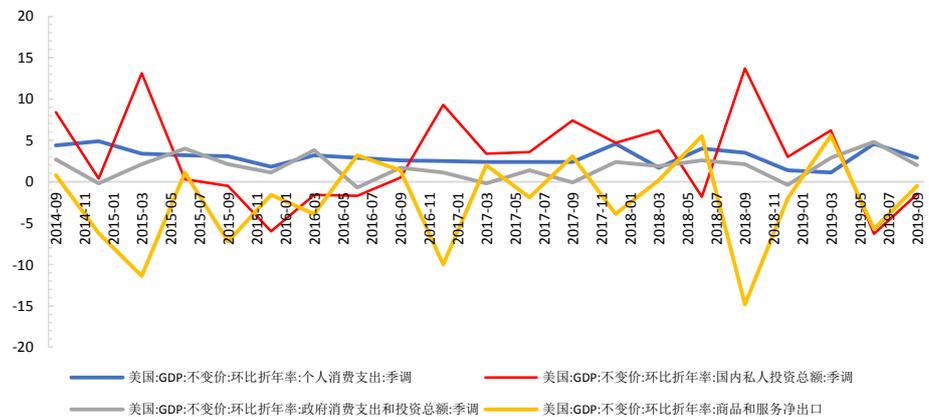
在新闻发布会上美联储主席 Powell 表示，美国经济表现良好，并预计未来仍将温和扩张，目前的货币政策立场应该是合适的 (remain appropriate)，强度近期消费依旧保持强劲增长，并且经济前景的风险转向积极，特别是贸易问题、英国脱欧

有所进展。加上 10 月 FOMC 会议声明删除“将采取适当行动维持经济扩张”的措辞，美联储或在暗示年内将暂缓降息，并将保持观望。

在 FOMC 会议稍早前公布的美国三季度 GDP 环比增速略超预期，也是美联储暗示年内暂缓降息的一个重要原因。美国三季度实际 GDP 环比增长 1.9%，好于预期的 1.6%，较前值略下滑 0.1%。从分项来看，消费增速有所回落，企业投资继续疲软，但地产有所回暖，对三季度 GDP 形成一定支撑。

美国三季度实际消费年化环比增速放缓至 2.9%（前值为 4.6%），对 GDP 增速贡献收窄至 1.9 个百分点，但仍是贡献最大的。新增就业有所走弱，薪资增速上涨不及预期，美联储的宽松政策对消费的提振作用有限，加之关税的影响，都在一定程度导致美国消费放缓。三季度私人投资增速继续负增长 1.3%，拖累 GDP 增速 0.2 个百分点，主要由于企业设备投资的大幅回落的拖累。净出口继续拖累 GDP 增速 0.1 个百分点，投资和出口的连续负增长，表明贸易摩擦正对美国企业造成负面冲击。但三季度房地产投资增速增长 5.1%，结束此前连续 6 个季度环比负增长的趋势。在美联储货币政策宽松的背景下按揭利率下行，对美国房地产市场有所提振。

图1：美国 GDP 各分项环比折年率（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、拉长的经济周期，明年美国经济或不会太差

次贷危机后美国经济周期，在 2015 年出现见顶迹象，但是特朗普减税，拉长了经济周期。2019 年，美国 PMI、债券利差等指标显示经济形势恶化，随后在特朗普的干预下，美联储预防式降息，重新扩表，经济周期再度拉长。

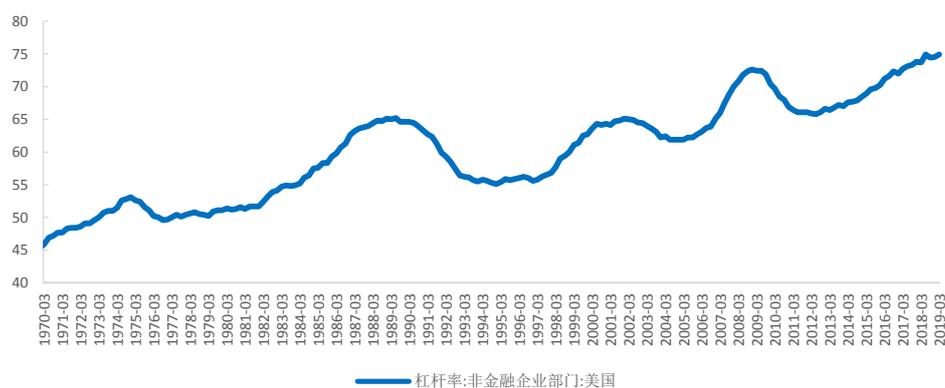
经济周期难以逃避，但 2020 年美国经济或不会太差，实际经济增速在 2% 的潜在经济增速附近波动。最大的经济支持仍是消费。次贷危机改变了一部分居民的消费习惯。为了预防未来的不确定性，消费更加谨慎，更加注重商品的价格和实用性。此次经济复苏，美国居民没有加杠杆，未来去杠杆的空间不大，消费增速大幅降低的可能性就比较小。这意味着美国经济增速可能会整体保持平稳，即使出现调整，大幅衰退的可能性也不大。当然，如果其他因素引起经济金融危机，那是另一回事。

美联储降息，将在一定程度上帮助企业增加利润，扩张投资，支持经济活动、家庭和企业信心，缓解美国经济放缓。特别是对资本密集型的制造业企业和对利率敏感的建筑业企业来说，降息对这些企业的提振作用会相对明显。然而，降息虽然

可以在边际上刺激投资，但或许无法从根本上改善投资。这是因为美国投资增速下滑是一个长期问题。企业投资率下降和新经济密切相关。一方面，不同于重工业，轻资产特征导致新经济不需要那么多投资。另一方面，新经济“赢者通吃”特征比较明显，整体市场的垄断性增强，企业进入率和退出率下降，由于竞争受限，企业通过扩大投资争夺市场份额的动机减弱。垄断形成之后，企业更愿意提高价格，来获得利润，扩大新产品产能的必要性也下降。

未来还要关注美国企业债务风险。货币宽松下，资金价格便宜，美国企业虽然投资动机不强烈，但它们会融资用于回购股票、支付股息。这可以推升股价，提高股东的投资回报率，还可以改善一些财务指标，增加股票吸引力。如果全球经济形势有些大的变动，美国就有债务危机的可能性。

图2： 美国企业杠杆率不断上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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_9349

