

美联储降息或告一段落

——2019 年 10 月美联储议息会议点评

宏观简报

10 月美联储再次降息 25 bps，符合市场预期，但货币政策声明暗示降息或告一段落。我们认为暂停降息的原因有两个。一是本轮降息属于“预防式”降息，到目前为止已基本达到了预防的目的。二是美国经济展现了较好的韧性。数据显示美国三季度 GDP 环比年化增长率为 1.9%，好于市场预期。预计全年经济增长仍可在 2% 以上。在此背景下，美联储年内大概率不会再降息，但也不会很快重启加息。此外，导致回购市场流动性问题的原因还有待进一步观察。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

美联储再次降息，符合市场预期。美联储 10 月会议决定降息 25 bps，联邦基金利率下降至 1.5~1.75% 区间。从投票的情况来看，8 位票委赞成降息，堪萨斯联储主席乔治、波士顿联储主席罗森格林继续反对降息。

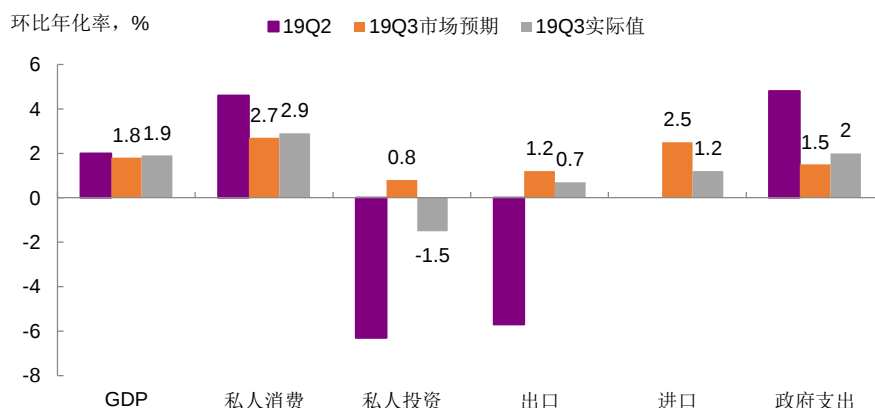
与 9 月相比，货币政策声明删除“将采取适当行动以支持经济扩张”的表述，暗示降息或告一段落。不过鲍威尔也表示，如果出现重大的重新评估 (material reassessment)，美联储也会采取相应的行动。但这一表态本身就说明未来降息的门槛被提高了。

我们认为作此暗示的原因有两个。一是本轮降息属于“预防式”降息，到目前为止已基本达到了预防的目标。美联储主席鲍威尔早在 6 月就开始对降息进行指引。与以往的降息周期相比，这一轮开启降息的时间点更早，有明显的“预防式”降息的特征。

鲍威尔此前也曾将这轮降息定义为“中周期调整”。参照历史，中周期调整一般应对降息 3 次，比如 1995、1998 年。此番降息后，联储在今年的降息次数也达到 3 次，可以说基本完成了调整，也达到了预防的目的。在基本面没有显著恶化的情况下，轻易降息容易导致货币环境过度宽松，带来金融不稳定风险。

另一个原因是美国经济展现了较好的韧性。此前公布的数据显示，美国三季度 GDP 环比年化增长 1.9%，好于市场预期（图 1）。

图 1：美国三季度 GDP 增速的市场预期与实际值对比



资料来源：Bloomberg，BEA，市场预期为彭博社报告的私人机构给出的预期中值。

从分项来看，私人消费支出环比增长 2.9%，耐用品、非耐用品、服务消费支出均温和扩张。政府支出增长 2%，继续为经济提供扩张的动力。

投资方面，在低利率的支持下，房地产投资增长 5.1%，为过去 6 个季度以来首次正增长。知识产权投资继续保持强劲，表明企业对科技研发的热情不减。相比之下，建筑投资下跌 15.3%，为连续第二个季度负增长。设备投资下跌 3.8%，为 2016 年二季度以来最大跌幅。

总体上，美国经济仍然呈现“消费强，投资弱”的格局，经济扩张的速度虽放缓，但仍在潜在水平之上。今年前三季度的 GDP 环比增速分别为 3.1%、2.0%、1.9%，如果四季度增速放缓至 1.6%，那么全年 GDP 增速将在 2.1% 左右，虽不及去年的 2.9%，但可能仍高于经济潜在增速。

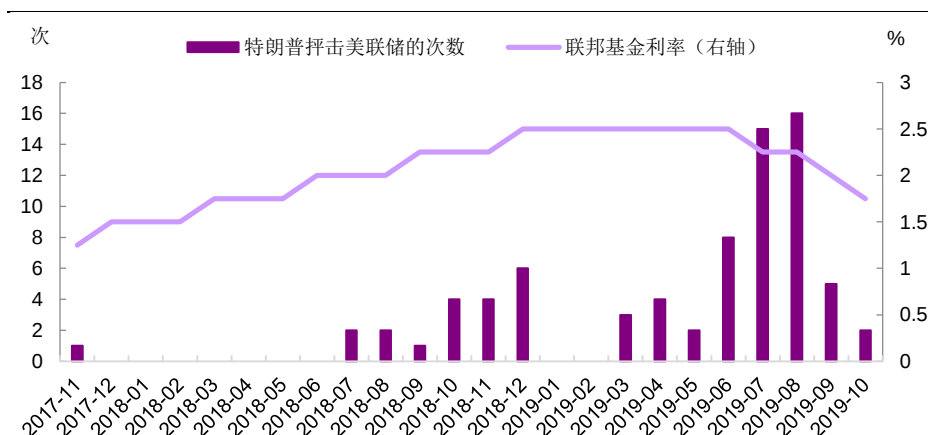
在此背景下，我们认为美联储年内大概率不会再降息，但也不会很快重启加息。由于通胀迟迟不达标，美联储没有动机重回紧缩。鲍威尔也提到，防止通胀预期持续走低是美联储的一大要务。这对资本市场来说仍是利好，因为在 1998 年的中周期调整式的降息后，美联储在短短半年后就重启加息，最后导致科网泡沫破灭。

关于流动性紧张的问题，鲍威尔重申将增加储备金以支持流动性。9 月中旬美国回购市场利率大幅攀升导致美联储在 10 月初宣布扩表，以每月 600 亿美元的速度购买短期国库券，一直持续到明年二季度。不过到目前为止，回购市场的流动性问题似乎并未缓解，美联储每日仍需通过临时性的回购操作注入流动性。

关于流动性紧张的原因有两个解释。一是前期缩表过度导致银行的储备金不足，这也是美联储和市场主流的观点。二是全球安全资产荒导致国债供不应求，从而导致抵押品不够，引发流动性紧张。如果是第一个原因，那么联储扩表将缓解流动性紧张，但如果是第二个原因，联储通过购买国库券扩表将进一步减少抵押品供给，不利于解决流动性问题。对此我们还需进一步观察。

利率决议公布后，美股上涨，美债利率下行，美元先冲高后回落，整体变化不大。特朗普反应平静，未像之前那样继续抨击美联储。事实上，最近两个月特朗普对美联储的批评次数明显下降，这有助于缓解美联储面对的政治压力（图 2）。

图 2：特朗普对美联储的批评次数下降



资料来源：推特，光大证券研究所整理。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_9353

