



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

美货币政策分歧仍存，我国暂未跟随降息

分析师：

王鹏

执业证书编号：S1380516030001

联系电话：010-88300851

邮箱：wangpeng@gkzq.com.cn

2019 年 09 月 24 日

在美联储 9 月议息会议宣布降息 25 个基点之后，巴西等国纷纷跟随降息。全球主要央行纷纷降息似乎表明全球确已进入全面宽松期。本次美联储议息会议产生的分歧似乎并没有明确地表明美国已进入降息通道。支持降息的观点认为，为了避免未来经济下滑失控，需提前应对。反对降息的观点认为，在采取更激进的行动前，需要等待观察消费者活动是否进一步减弱。同时，他们认为，全球避险需求在一定程度上造成了美国 10 年期以上国债的供需失衡，导致其国债收益率曲线倒挂，美联储不得不考虑全球避险情绪引发的长端利率过度下降，进一步降息才能保证收益率曲线常态化。

就我国货币政策而言，我国并不具备跟随式降息的条件。第一，从经济增长和通胀水平来看，2019 年以来，我国通胀水平持续上升，CPI 当月同比从年初的 1.7% 上升至 8 月份的 2.8%，并在猪肉供给影响下未来或延续上升势头；同时，在稳增长和宽信用政策不断发力的背景下，市场预期经济将会有所改善，利率下调的必要性降低。第二，从货币政策效果来看，过度宽松的货币政策带来的“资金空转”的弊端或许更大。第三，从既有利率水平来看，当前货币市场利率大致维持在 2.25% 的水平，降息的空间也较为有限。第四，从货币政策传导来看，当前货币政策的着力点在于打通利率传导机制，比如前期的贷款市场报价利率（LPR）改革。第五，从汇率改革来看，当前我国处于汇率市场化改革的关键期，需要保持货币政策的稳健中性，尽量避免不必要的汇率波动。

风险提示：未来美国经济超预期下滑致降息幅度超预期。

在美联储9月议息会议宣布降息25个基点之后，巴西、印尼、沙特、香港、阿联酋等国纷纷跟随降息。日本虽然按兵不动，但日本央行已多次声明对加码刺激措施持积极态度，并暗示10月份可能降息。加上稍前欧央行9月议息会议的全面宽松政策，即下调存款便利利率、长期再融资操作利率以及每月新增200亿欧元的量化宽松政策，全球主要央行纷纷降息似乎表明全球确已进入全面宽松期，负利率作为关键词似乎又如2016年的情形成为了全球市场的焦点。

但全球真的进入整体降息期了吗？本次美联储议息会议产生的分歧似乎并没有那么明确地表明美国确已进入降息通道。从本次投票结果来看，美联储决策层分歧较7月份进一步加大，在7月份美联储的降息政策中，2位票委投出反对票，而本次议息会议有3位票委投出反对票。从前瞻指引的措辞来看，美联储认为：“目前经济前景良好，经济持续温和增长，劳动力市场强劲。虽然存在外部风险和全球经济增长的风险，但是目前并未看到经济的下行风险。”上述声明表明，美联储前瞻指引并未明确进入降息通道，事实上的降息与前瞻指引较为鹰派的声明间的矛盾似乎说明在美联储决策层内分歧仍存。

进一步来看，支持降息的观点认为，美国2季度实际GDP环比折年率增速下修为2%，较1季度终值降低了1.1%，固定投资和出口增速下降明显。在生产方面的耐用品新订单增速与工业产出指数增速均放缓，制造业PMI跌破荣枯线，加上全球经济疲软的拖累，为了避免未来经济下滑失控，需提前应对。

反对降息的观点认为，目前的消费和通胀数据较为积极。7-8月的美国零售增速较2季度稳中有升；7月PCE和核心PCE同比分别稳定在1.4和1.6%，而近期公布的8月CPI同比也稳定在1.7%，核心CPI更是创下2.4%的近10年新高。因此，在采取更激进行动前，需要等待观察消费者活动是否进一步减弱。

更为重要的是，反对降息的观点认为，当前美国国债收益率倒挂确实影响了美联储的利率政策。正如鲍威尔在议息会后的声明中所说，由于全球债券市场和全球经济一体化程度很高，全球增长疲软确实给美国的主权利率带来了压力。美国国债不仅具有因美国国内自身因素带来的避险特征，更有因全球主要事件比如英国脱欧、贸易单边主义冲突等因素引发的全球投资者对美国长期国债的过度需求特征。据9月17日美国财政部公布的国际资本流动报告显示，从2018年10月起，日本持有的美债

稳步增长，累计增加超过 1000 亿美元。2019 年 5—6 月，日本合计增持 589 亿美元，一度创 2013 年 6 月以来最大两月增持规模。截至 2019 年 7 月，日本蝉联美债的最大海外持有国，达 1.13 万亿美元，创下自 2016 年 10 月以来的最高值，并且日本持仓规模自 2017 年 5 月以来首次晋升第一位，中国大陆则降至美债第二大海外持有国，截至目前持有规模达 1.11 万亿美元。英国仍为美国第三大海外债主，持仓至 3347 亿美元。排在第四至第十位的分别是巴西、爱尔兰、卢森堡、瑞士、开曼群岛、中国香港和比利时，排名第 11 位的沙特继续增持美债。

此外，美国 7 月国际资本净流入 438 亿美元，虽然外国官方资本净流出 160 亿美元，但外国私人资本净流入 598 亿美元，与 6 月 17 亿美元的国际资本净流入相比大幅增加。可以看出，全球避险需求在一定程度上造成了美国 10 年期以上国债的供需失衡，进而在美国长期经济增长悲观预期的牵引下，导致其国债收益率曲线倒挂，而美联储在其国内经济基本面相对良好的情况下不得不考虑全球避险情绪所引发的长端利率过度下降，只有进一步降息才能保证其收益率曲线相对常态化。这种基于全球负利率影响而不是基于美国经济基本面的被迫式降息也成为反对降息的理由之一。

就汇价市场而言，作为全球两大主要央行，美联储的“鹰派降息”政策与欧央行的全面宽松政策之间出现了预期差，如果排除英国脱欧事件和美国单边贸易主义政策等事件的影响，未来欧元兑美元双边汇率或将在欧央行全面宽松预期影响下维持疲弱走势，美元指数在“鹰派降息政策”中或维持相对强势的局面，而美元指数的相对强势又会给人民币兑美元双边汇率增添相对不利的外部环境。

就我国货币政策而言，虽然美联储及众新兴市场经济体采取了降息措施，但我国并不具备跟随式降息的条件。第一，从经济增长和通胀水平来看，2019 年以来，我国通胀水平持续上升，CPI 当月同比从年初的 1.7% 上升至 8 月份的 2.8%，并在猪肉供给影响下未来或延续上升势头，宽松的货币政策很难在通胀水平上升期得以实施；同时，在稳增长和宽信用政策不断发力的背景下，市场预期经济将会有所改善。在四季度经济增长数据有望改善以及通胀压力持续上升的情况下，利率下调的必要性降低。第二，从货币政策效果来看，由于货币政策是总量政策，对于我国当前因结构性矛盾、收入分配以及技术创新等问题引起的经济增长动能缺失难以产生良好的效果，而过度宽松的货币政策带来的“资金空转”的弊

端或许更大，因此，宽松货币政策需要慎用，结构性矛盾问题仍需从产业、财政、税收等制度性方面的供给侧改革着手；第三，从既有利率水平来看，当前货币市场利率大致维持在 2.25% 的水平，这是自 2008 年以来的较低水平，因此，降息的空间也较为有限；第四，从货币政策传导来看，当前我国实体经济资金成本过高的原因并非因金融市场的利率水平过高，而是主要因为市场利率和存贷款利率间的传导不畅所致，因此，当前货币政策的着力点在于打通利率传导机制，比如前期的贷款市场报价利率（LPR）改革；第五，从汇率改革来看，当前我国处于汇率市场化改革的关键期，在人民币汇率由市场决定为原则的市场化改革过程中，需要保持货币政策的稳健中性，尽量避免不必要的汇率波动。

风险提示：未来美国经济超预期下滑致降息幅度超预期。

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_9941

