

宏观快评

联储如期再度降息，内部分歧持续加大

■ 核心摘要

- 1) 美联储此次降息 25 个基点符合预期，点阵图显示年内再次降息的可能性下降，态度“偏鹰”，联储内部对降息路径仍存分歧。美联储调升了 2019 与 2021 年的经济增速预期，并上调了 2019 年的失业率预期，维持通胀预期不变。
- 2) 鲍威尔发言中性，摒弃了降息临时操作的说法，并表示在经济走软的情况下，降息将继续进行，释放了较强的扩表信号。鲍威尔表示会采取适当行动来妥善应对短期市场融资压力，还表达了财政政策需发挥更大作用以及不会考虑使用负利率的态度。
- 3) 我们认为，在未来一段时间，贸易摩擦蔓延升级、海外经济疲弱拖累、投资下滑—失业增加—消费回落的链条传导、美股下行压力增加压制消费均会导致美国经济加速回落，年内美联储仍存继续降息可能。
- 4) 整体看，在全球经济下行持续、贸易摩擦蔓延、地缘政治矛盾升级、负利率持续蔓延的环境下，避险资产的中期表现仍将好于风险资产，亚洲新兴市场的风险资产表现将优于发达市场。

北京时间 9 月 19 日凌晨 2 点，美联储宣布下调联邦基金目标利率 25 个基点至 1.75%-2.00%，并下调超额准备金率（IOER）至 1.7%。

■ 美联储声明“偏鹰”，内部分歧未消

美联储此次议息会议降息 25 个基点符合市场预期，是年内开启降息通道后的第二次降息；但点阵图显示年内再次降息的可能性有所下降，展现了联储“偏鹰”的态度。美联储内部对年内是否需要再次降息仍存较大分歧——17 名委员中，支持年内降息、维持利率不变、加息的人数为 7:5:5，8 月以来联储内部的分歧不仅没有消弭，反而有加剧态势。另外，美联储对经济的表述并未发生显著变化，经济温和增长与劳动力市场强劲的表述仍在沿用，消费强而投资出口弱的分化格局也在延续。预计在联储内部分歧加剧的背景下，美联储未来一段时间给出的信号可能比较混乱，内部意见的统一还需要经济指标给出更清晰的路径。

■ 美联储提升经济增速与失业预期，通胀预期维持不变

美联储在声明中对未来 3 年经济增速、通胀与失业率的判断进行了一些调整。调升了 2019 年与 2021 年的经济增速预期，并上调了 2019 年的失业率预期，维持未来 2-3 年的通胀预期不变。从上述预测数据上看，联储对通胀年内回升至 2.0% 目标水平的信心并不强，更看好通胀在 2020 年回到 2.0% 的水平附近。具体公布数据如下：2019 年经济增速预期自 6 月份的 2.1% 上调为 2.2%，2020 年经济增速预期维持 2.0% 不变，2021 年经济增速预期自 6 月份的 1.8% 提升为 1.9%，并给出 2022 年经济增速预期为 1.8%；失业率方面，联储将 2019 年失业率预期自 6 月的 3.6% 提升至 3.7%，2020-2021 年的失业率预期分别维持在 3.7% 与 3.8%，并给出 2022 年失业率预期为 3.9%；通胀方面，联储并未改变 6 月份声明的判断，2019-2022 年 PCE 通胀预期分别为 1.5%、1.9%、2.0% 与 2.0%，2019-2022 年核心 PCE 通胀预期分别为 1.8%、1.9%、2.0% 与 2.0%。

■ 鲍威尔发言整体中性，释放较强扩表信号

鲍威尔在美联储 FOMC 会议声明公布后参加了新闻发布会并发言，整体发言偏中性，并未表露对货币政策路径的偏好。鲍威尔摒弃了降息是临时操作的说法，明确了美联储已经逐步转向更低的联邦基金利率路径，并表示在经济走软的情况下，降息将继续进行。在市场关注的扩表方面，鲍威尔在发布会上表示扩表问题将会重新在联储内部讨论，扩表时点可能早于市场预期，释放了较强的扩表信号。通胀方面，鲍威尔认为通胀水平受到抑制，但能回到 2.0% 的目标水平。鲍威尔维持了对特朗普贸易政策拖累经济前景的说辞。关于近期货币市场融资利率显著提升并剧烈震荡的问题，鲍威尔表示短期市场融资压力并不会影响到联储的货币政策决策，并表示会采取适当行动来进行妥善应对。另外，鲍威尔还表达了与欧央行相近的观点：中长期货币政策将逐渐让位于财政政策，财政政策需要发挥更大的作用。在负利率预期强劲的当下，鲍威尔还表达了不会考虑使用负利率的态度。

■ 美国经济回落恐临提速，年内仍存继续降息可能

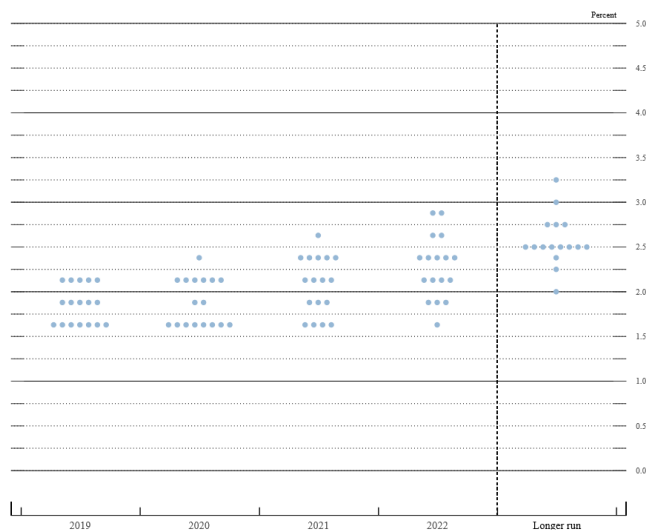
尽管美国经济自 2018 年初以来一直表现强劲，但在未来一段时间，贸易摩擦的蔓延升级、海外经济疲弱拖累、投资下滑—失业增加—消费回落的链条传导、美股下行压力增加带来的消费回落，均会导致美国经济加速回落。在该背景下，经济指标将逐渐形成经济回落加速的路径，进而统一联储内部对年内是否再次降息的分化格局。我们认为，在美国经济可能面临加速回落压力的情况下，年内美联储仍然存在继续降息的可能性。从超额准备金率（IOER）下调幅度显著大于联邦基金目标利率也可以看出，美联储理事会对降息的偏好明显大于地方联储，在经济下行压力加大的背景下，地方联储对降息的偏好将有所提升，美联储内部在降息问题上的分歧也会减弱。

■ 中期避险资产表现或仍优于风险资产

在美联储 FOMC 公布降息声明后，美元指数从会前的 98.3 快速上行至 98.6 附近；伦敦现货黄金则从 1510 美元/盎司回落至最低 1483 美元/盎司；美国三大股先跌后涨，整体收平；美债收益率在上升后有所回落。尽管美联储公布降息符合市场预期，但会议声明及点阵图明显“偏鹰”还是给资产价格带来了一定的压力；联储声明中对 2019 年经济增速预期的提升则导致风险资产获得提振，避险资产受到冲击。

在此次议息会议后，由于美联储内部分歧明显，且需要经济数据进一步对利率路径给出更明确的指引，所以市场的关注点将重新回到经济基本面。在美国经济可能加速回落的情况下，欧元区经济也将逐渐确认底部，美元指数可能在四季度自高位有所回落；美股在估值高企、盈利下滑的背景下也面临较大的下行风险，这将带来全球风险资产波动率的显著提升；美债收益率在经历持续反弹后受制于经济基本面的回落可能重新转为弱势震荡；通胀水平短期内虽不会迅速回到 2.0% 的目标位以上，但继续下行的通道也被关闭；在实际利率未来可能重新下行的背景下，黄金价格在近期短暂的调整结束后仍将有上行动力。整体看，黄金、美债、日元、瑞郎等避险资产虽然在 9 月初以来的半个月经历了一定幅度的调整，但在全球经济下行持续、贸易摩擦蔓延、地缘政治矛盾升级、负利率持续蔓延的环境下，上述避险资产的中期表现仍将好于风险资产，亚洲新兴市场的风险资产表现也将优于发达市场。

图表1 美联储点阵图显示内部分歧加剧



资料来源: FOMC, 平安证券研究所

图表2 美联储调升 2019 年经济增速

Variable	Median ¹				
	2019	2020	2021	2022	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
June projection	2.1	2.0	1.8		1.9
Unemployment rate	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
June projection	3.6	3.7	3.8		4.2
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
June projection	1.5	1.9	2.0		2.0
Core PCE inflation ⁴	1.8	1.9	2.0	2.0	
June projection	1.8	1.9	2.0		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5
June projection	2.4	2.1	2.4		2.5

资料来源: FOMC, 平安证券研究所

图表3 美联储议息会议后至美股收盘期间主要金融品种表现

标的	表现	标的	表现	标的	表现
美元指数	0.31%	十年期美国国债收益率	5.3bp	COMEX 黄金	-1.26%
欧元兑美元	-0.45%	道琼斯工业指数	0.27%	布伦特原油	-0.19%
英镑兑美元	-0.16%	标普 500	0.22%	WTI 原油	0.52%
美元兑人民币	0.19%	纳斯达克指数	0.34%	LME 铜	-0.05%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

研究助理：薛威 一般从业资格编号：S1060117080079 电话（021-20667920）邮箱（XUEWEI092@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。

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_10028

