

降息落定，美联储却出现了罕见的大分裂

——美联储9月议息点评

宏观事件点评

2019年09月19日

报告摘要：

美联储9月降息25bp符合市场预期，但对于后续政策路径，美联储出现了罕见的大分裂。

● 美联储经济预期基本保持不变，但认为不确定性仍存

美联储首次承认出口疲软，但是会议声明缺乏更多“鸽派”字眼，低于市场预期。2019年经济增速预期和失业率较6月上调0.1个百分点，其他经济数据预期基本不变。鲍威尔表示不确定性仍存，强调经济数据对利率决策的重要性。

● 对于后续政策路径，美联储出现了罕见的大分裂

本次会议上，两位委员反对降息25bp，一位委员支持降息50bp。在后续政策路径上，点阵图显示5票支持年内在本次调整后利率水平上再加息25bp，5票支持年内维持不变，7票支持继续降息25bp；7票支持2020年加息，2票支持维持不变，8票支持降息，美联储出现了罕见的大分裂。

● 美国金融市场流动性匮乏，美联储可能将扩表

美国隔夜回购利率在本周一大幅跳升，美联储纽约分行十年来首次使用正回购操作，连续两天主动向市场投放约1280亿美元。该迹象早有预兆，美联储缩表、财政部大量拍卖国债和近期企业税期效应导致市场流动性枯竭。若无干预恐将持续，鲍威尔表示美联储可能将扩表来缓解流动性紧张。

● 三大风险源仍存，对美国影响将逐渐显现

美联储强调的三大风险源仍存：1) 全球经济放缓；2) 中美贸易摩擦；3) 发达国家“流行病”低通胀风险。值得注意的是，8月美国制造业PMI首次降至枯荣线以下，投资疲软和就业放缓表明美国经济处于下行阶段，降息进程取决于不确定性风险何时对经济数据产生影响。

● 中国货币政策空间进一步扩大，逆周期调节窗口期仍在

四季度仍然是中国逆周期调节加码对冲的窗口期。除了已经公布的全面和定向降准、地方政府专项债额度提前下达等措施外，四季度MLF利率和LPR下降、新一轮减税降费、岁末年初再次降准等措施均值得期待。

● 风险提示：

全球经济进一步恶化，中美贸易摩擦加剧。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@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9月份FOMC会议决定下调利率25bp，将联邦基金利率目标区间下调至1.75%-2.00%，符合市场预期，将IOER下调30bp至1.80%，高于目标区间下限5bp，将隔夜逆回购利率下调30bp至1.70%，为维持有效联邦利率处于目标区间。随后鲍威尔召开新闻发布会，表示需要更多的数据支持降息，可能扩表缓解市场流动性紧张问题。美股走势震荡，美元指数走强，美债收益率上升。

正文：

会议声明和新闻发布会的主要内容：

1) 关于经济：首次加入出口疲软。FOMC指出经济活动温和(moderate)增长，失业率处于低位，尽管家庭支出强劲，商业固定资产投资和出口疲软；

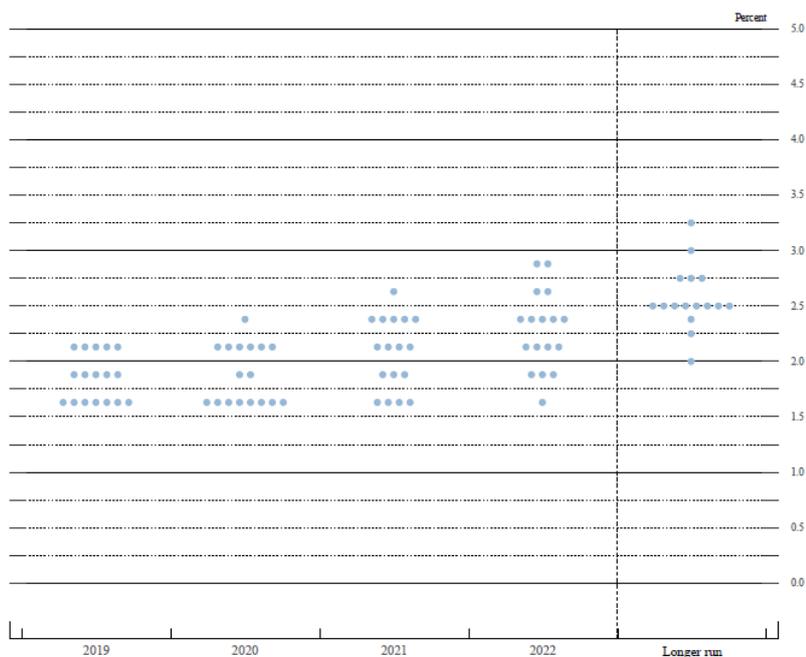
2) 关于通胀：与7月声明一样，表示核心通胀低于2%，长期通胀预期指标几乎未变；

3) 关于降息：因为全球经济放缓、通胀压力下降和不确定性仍存，决定下调利率25bp；点阵图显示2019目标利率有7票认为还需降息一次，目标利率中位数为1.9%，2020年目标利率中位数与2019年持平（图1）。声明与7月议息会议变化不大，没有更“鸽派”的字眼，低于市场预期；

4) 关于不确定性和流动性问题：鲍威尔在新闻发布会上反复强调不确定性仍存，一旦对美国经济造成显著负面影响，美联储会采取激进措施，也愿意使用全部工具。市场流动性紧张超出美联储预期，为维持市场利率处于目标利率区间，调整IOER和回购市场操作。鲍威尔表示可能需要扩表来缓解流动性紧张。

图 1：点阵图显示美联储预计 2019 年不再降息

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Fed，民生证券研究院

美联储上调经济增速和失业率预期，其余经济数据预测基本不变。受益于近期部分经济增长超预期和重要经济数据依旧强劲，美联储对经济发展较为乐观，一定程度上打压了今年再次降息的预期（图 2）：2019 年经济增速预期较 6 月上调 0.1 个百分点，失业率预期上调 0.1 个百分点至 3.7%；PCE 和核心 PCE 预期维持不变。鲍威尔在新闻发布会上言语“偏鹰”，强调经济数据对利率决策的重要性，依旧认为此次为“预防式降息”，不愿释放出更多的鸽派信号。根据 CME FedWatch Tool 数据，10 月降息概率为 45%，12 月降息概率为 60%。

图 2：美联储基本维持经济增速预期，上调 GDP 增长和失业率预期

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	2.1-2.4	1.7-2.3	1.7-2.1	1.6-2.1	1.7-2.1
June projection	2.1	2.0	1.8		1.9	2.0-2.2	1.8-2.2	1.8-2.0		1.8-2.0	2.0-2.4	1.5-2.3	1.5-2.1		1.7-2.1
Unemployment rate	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2	3.6-3.7	3.6-3.8	3.6-3.9	3.7-4.0	4.0-4.3	3.5-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.3-4.2	3.6-4.5
June projection	3.6	3.7	3.8		4.2	3.6-3.7	3.5-3.9	3.6-4.0		4.0-4.4	3.5-3.8	3.3-4.0	3.3-4.2		3.6-4.5
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5-1.6	1.8-2.0	2.0	2.0-2.2	2.0	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0
June projection	1.5	1.9	2.0		2.0	1.5-1.6	1.9-2.0	2.0-2.1		2.0	1.4-1.7	1.8-2.1	1.9-2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	1.8	1.9	2.0	2.0		1.7-1.8	1.9-2.0	2.0	2.0-2.2		1.6-1.8	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	
June projection	1.8	1.9	2.0			1.7-1.8	1.9-2.0	2.0-2.1			1.4-1.8	1.8-2.1	1.8-2.2		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5	1.6-2.1	1.6-2.1	1.6-2.4	1.9-2.6	2.5-2.8	1.6-2.1	1.6-2.4	1.6-2.6	1.6-2.9	2.0-3.3
June projection	2.4	2.1	2.4		2.5	1.9-2.4	1.9-2.4	1.9-2.6		2.5-3.0	1.9-2.6	1.9-3.1	1.9-3.1		2.4-3.3

资料来源：Fed，民生证券研究院

美联储扩表可能提前，流动性紧张格局持续。就在本周一，隔夜回购协议利率飙升 248 个基点至 4.75%，大幅高于联邦目标基准利率区间，主要原因是美联储缩表、财政部为重建财政常用账户（TGA）拍卖大量国债和企业税期效应联合造成的流动性紧张。2018 年底开始，美国主要交易商大量购进国债，约占美联储缩表的 40%，流动性匮乏一定程度上加剧了利率曲线倒挂（图 3）。纽约联储 10 年来首次执行正回购操作，连续两天主动向市场投放了约 1280 亿美元。虽然此次操作属于预期之外，但是市场流动匮乏加大了美联储再次扩表的概率，特别是财政赤字加剧将迫使财政部继续大量发售国债。

图 3：美国主要交易商今年大量购入国债

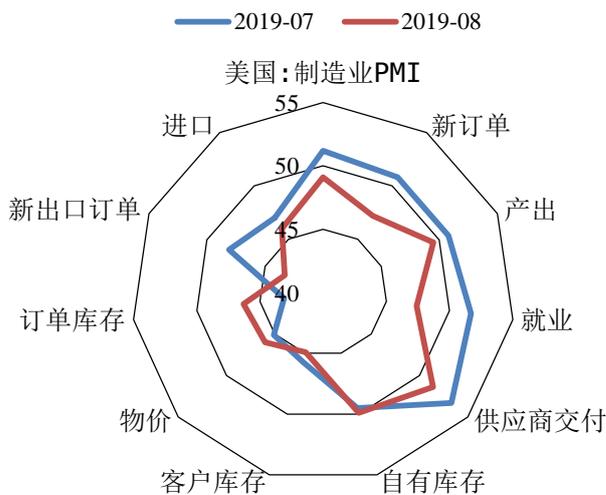


资料来源：Fed New York，民生证券研究院

美联储降息的三大风险源仍存较大不确定性。首先是全球经济增长放缓，近期中国多项

经济数据均低于预期,欧洲存有通缩风险,德国可能陷入技术性衰退,英国脱欧风险尚未落地。然后是中美贸易谈判,双方近期的缓和迹象主要是为了避免摩擦升级,但并不代表三大核心问题能得到迅速解决:1)中方要求取消全部加征关税;2)知识产权保护、市场开放等;3)大量购买美国农产品。最后是通胀,虽然沙特油厂遇袭事件的后续发展可能加大核心 PCE 上行压力,但是美联储更为担忧的是持续性低通胀,7月会议纪要表示通胀高于2%目标是可以容忍的。值得注意的是,8月美国制造业 PMI 首次降至枯荣线以下,投资疲软和就业放缓表明美国经济处于下行阶段,美联储的降息进程取决于不确定性风险何时对经济数据产生影响(图4)。

图4: 美国8月制造业 PMI 显示制造业前景显著恶化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

四季度仍然是中国逆周期调节加码对冲的窗口期。全球经济进入多事之秋,欧央行和美联储9月先后降息,中国仍有较大政策空间。面对内外部变局,中国政策反应速度和执行力强于市场预期。在精准施策加大力度做好“六稳”工作的部署之下,新一轮政策窗口期已经打开。尽管近期猪肉和原油价格异动,可能对通胀造成一些扰动,但核心通胀仍然疲软,工业领域还面临通缩,个别产品价格上涨可能延缓宽松节奏,但不会改变宽松方向。除了已经公布的全面和定向降准、地方政府专项债额度提前下达等措施外,四季度 MLF 利率和 LPR 下降、新一轮

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_10030



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn