

分歧加大，未尝不好

——2019年9月美联储议息会议点评

宏观简报

9月美联储再次降息，符合市场预期，但利率决议和点阵图显示联储内部分歧加大。展望四季度，接近半数官员预计还将降息一次，其他官员则认为无需降息。鲍威尔的表态中性偏鹰，但措辞较7月会议温和，我们认为“中周期调整”仍然是他的基准情形。鲍威尔还表示货币政策具有局限性，只有财政政策才能提高长期生产力。对资本市场而言，美联储内部出现分歧未尝不是好事。经济没那么差，货币环境又相对宽松，这是令投资者比较舒适的情形。展望未来，我们维持9月初的判断，在中美贸易关系边际缓和、美国经济没有明显转弱的情形下，不妨对海外风险资产多一些乐观。

分析师

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

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

美联储再次降息，但内部分歧加大。美联储9月会议决定降息25 bps，符合市场预期，联邦基金利率下降至1.75~2%的区间。

从投票的情况来看，圣路易斯联储主席布拉德投票反对，他认为本次会议应该降息50 bps；堪萨斯联储主席乔治、波士顿联储主席罗森格林也投票反对，但他们反对的理由是不应该降息。与7月议息会议相比，美联储内部的分歧明显加大。

点阵图显示的利率路径也更加分化。展望四季度，7人预计还将降息一次，10人预计不再降息¹。展望2020年，虽然预期的利率中值为1.9%，但多达8人认为利率应该在1.75%以下，另有7人认为利率应该在2%以上，认为利率在1.9%附近的仅有2人。

对经济变量的预测变化不大。2019年GDP增长预期小幅上升至2.2%（前值2.1%），失业率预期小幅上升至3.7%（前值3.6%），但长期失业率预期维持在4.2%不变。PCE与核心PCE通胀预期分别为1.5%、1.8%，与前值持平。其他预期没有变化（表1）。

表1：美联储官员对经济指标的预测（2019年9月）

	2019	2020	长期
实际GDP增速	2.2	2.0	1.9
6月预测	2.1	2.0	1.9
失业率	3.7	3.7	4.2
6月预测	3.6	3.7	4.2
PCE通胀	1.5	1.9	2.0
6月预测	1.5	1.9	2.0
核心PCE通胀	1.8	1.9	-
6月预测	1.8	1.9	-
联邦基金利率	1.9	1.9	2.5
6月预测	2.4	2.1	2.5

资料来源：美联储。各项数据均为中间值，单位为百分点。

鲍威尔的表态中性偏鹰，但措辞较7月会议更加温和。鲍威尔对美国经济前景仍持正面态度，尽管全球经济放缓、贸易政策存在不确定性，但劳动力市场保持强劲、消费者信心充足支撑经济扩张。鲍威尔不认为美国经济有衰退风险，据他称这也是联储内部的共识（widely shared）。

对于未来利率走势，鲍威尔此番没有再提“中周期调整”（mid-cycle adjustment）的观点，但从他的言论来看，其内心依旧认同这一看法。比如他明确指出美联储没有鸽派倾向，也认为当前利率仅仅需要温和的调整，这也从侧面反映了他的倾向。

在谈及负利率和货币政策的局限性时，鲍威尔也承认货币政策无法解决长期问题，只有财政政策才能提高生产力，提升经济潜在增速。不过，鲍威尔也对未来货币政策调整持开放态度，但前提是有更多数据能支持进一步宽松。

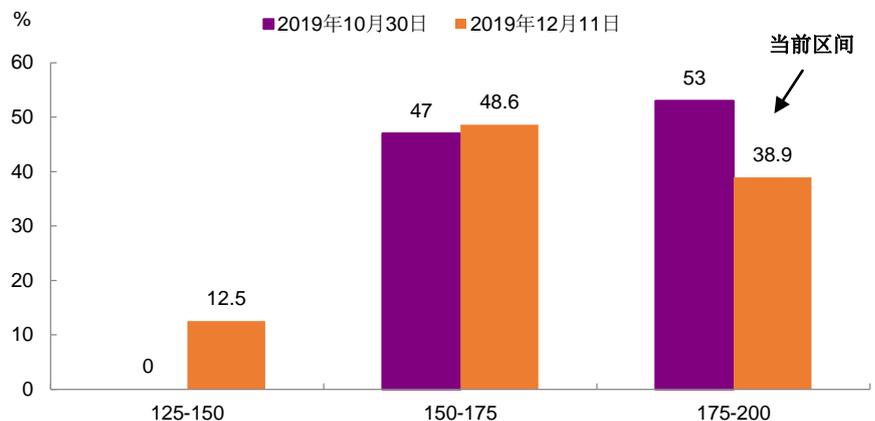
¹ 其中5人认为利率应维持在1.75~2%，另有5人认为利率应该在2%以上。

对于近期出现的货币市场流动性紧缩，鲍威尔并不担心。他指出，货币市场利率跳升还没有影响到美联储对经济和货币政策的判断。至于这一现象是否意味着联储需要通过扩表提供更多储备，以保障“充足储备”的货币政策框架顺利运行，还有待进一步观察。因此，我们不认为应该对美联储的资产负债表政策有过多的期待。

对资本市场而言，美联储内部出现分歧未尝不是好事。一方面，鲍威尔对美国经济的态度依旧乐观，提振市场情绪。另一方面，点阵图给出了年内可能进一步降息的信号，流动性宽松的预期仍在。利率期货隐含的降息概率显示，多数投资者认为联储会在10月或12月继续降息（图1）。

经济没那么差，货币环境又相对宽松，这是投资者比较愿意看到的情形。鲍威尔讲话期间，美股小幅下挫，美元走高，黄金下跌，但接近收盘时美股反弹，最终道指、标普500指数均以上涨收盘。

图1：利率期货隐含的10月和12月利率所处区间的概率



资料来源：芝加哥期货交易所，时间截止2019年9月19日

我们维持9月初的判断，在中美贸易关系边际缓和、美国经济没有明显转弱的情形下，不妨对海外风险资产多一些乐观。总的来看，本次利率决议的影响不大，市场仍将按照之前的主线发展。

经济方面，全球主要经济体宏观数据继续弱化，比如中国和欧洲。美国投资和出口低迷，但消费依旧强劲，劳动力市场韧性犹存。政策方面，得益于欧央行降息+重启QE、中国央行降准、美联储降息，全球流动性仍然较为宽松。而近期中美贸易关系有所缓解带来风险偏好改善，这对风险资产也较为有利。

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_10032

