

专题报告 特朗普加税向左，美联储降息向右，人民币资产何去何从？

格林大华研究所

研究员：王凯

从业资格：F3020226

投资咨询：Z0013404

联系方式：010-56711770

研究员：樊躬锦

从业资格：F3063428

本期观点：

美联储在7月份的FOMC会议上如期宣布降息25BP。会后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔虽然声明此次降息不意味着宽松的货币周期开启，但有可能会再次降息。与此同时，中美贸易谈判代表在上海完成新一轮磋商之后，特朗普周四表示将在9月1日起对价值3000亿美元的中国商品额外征收10%的关税。在此背景下，本文通过分析美联储历年的降息周期规律、美联储的货币政策、美国经济当前现状和美债收益率曲线来判断美联储是否存在更大的降息空间甚至进入新的降息通道。如果美联储进入新的降息通道，叠加特朗普加征关税后，主要的人民币资产又会呈现何种走势。

主要内容：

美国经济增长压力加剧，美债收益率倒挂与货币政策目标的实现可能会迫使美联储进入新的降息通道。从美国当前的经济增长速度看，下行压力越发明显，且10Y-1M利差从2019年开始持续为负，为了避免美国经济进入衰退，同时实现稳定就业与2%通胀率的双重目标，美联储有可能会进入降息通道。

特朗普威胁加征关税的举措必然会使作为贸易战被迫反击的中国承压，但压力完全是可控的。从中国的经济结构和贸易结构改善可以看到，中国当前的经济愈发依赖由城镇居民消费所主导的内需推动；外需上，受“一带一路”政策的支持，中国贸易结构不断改善，美国冲击的影响开始减弱。

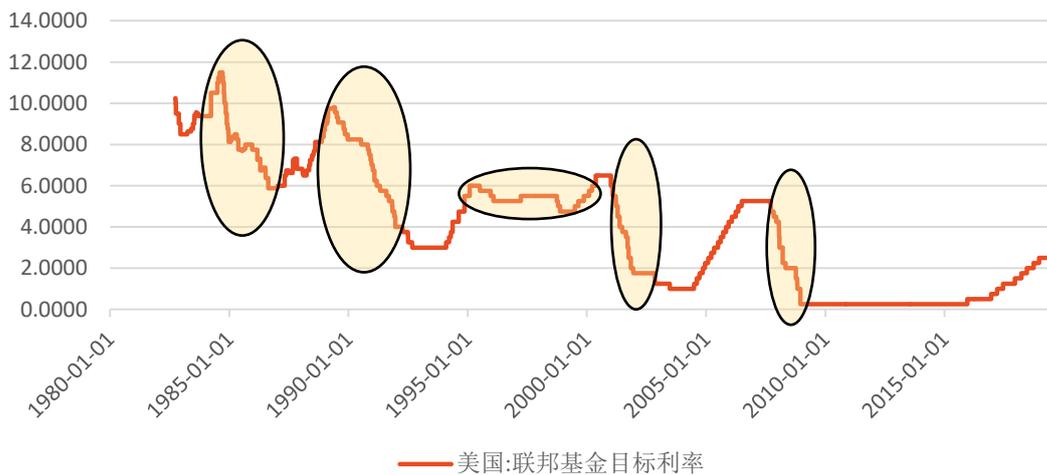
中国央行在第三季度有可能会选择结构性降准来应对此次美联储降息，与此同时，人民币资产会有更大的上行空间。首先，人民币受降息潮支撑，可能会稳定偏强；其次，如果进入降息通道，黄金仍会有上涨空间；然后，中美利差保持高位运行，无风险利率继续保持低位，国债利率仍有下行的可能性；最后，虽然美联储降息会对中国股市形成一定支撑，但是在特朗普威胁加征关税后，美国三大股指全线跳水，VIX恐慌指数报收17.87，涨幅10.86，在中国A股没有下跌基础的情况下，市场恐慌情绪更大的占据了交易动向，短期A股面临回落风险较大。

1、美联储能否进入新的降息通道

1.1 从历次降息周期规律看降息空间

数据统计显示，80年代以来，美联储共计经历5次降息周期，依次为：1984年至1987年，共计降息约600bp；1989年至1994年，共计降息约700bp；1995年至1999年，共计降息100bp；2001年至2005年，共计降息约500bp；2008年至2009年，共计降息约500bp。从最近几轮降息周期可以看到，美联储的降息节奏发生了滞后，这表明美联储对于是否开启降息周期变得更为谨慎。通过统计发现，以往美联储的降息周期开启日至上一加息周期结束日的平均时间大约是200日，目前距离2018年12月20日最后一次加息已过200日，因此从历史降息周期规律来看，此次降息虽然暂时不能成为新的降息周期开端，但是有可能会使美国在2019年进入新的降息通道。

图 1：80年代以来美国历次降息周期



数据来源: Wind, 格林大华研究所

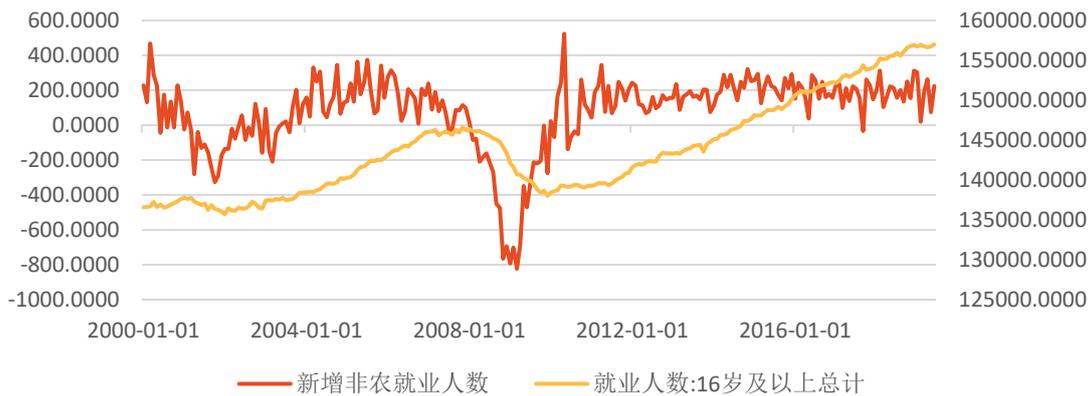
1.2 从美联储双重政策目标看降息空间

众所周知，美联储以稳定就业和2%的通货膨胀率作为货币政策目标，从近30年的货币政策执行效果来看，美联储无论是在独立性上还是在有效性上，都较好的完成了其政策目标，因此从美国当前的就业和通胀现状，我们或许可以窥探美联储的降息空间究竟有多大。

最新数据显示，美国6月份新增非农就业人数为224千人，同比增长5%，较前期增加149千人，16岁非农就业总人口157005千人，为历年最高。单从就业人数上看，美国似乎已经摆脱金融危机带来的影响，不过从失业率和劳动力参与率的角度看，似乎并不是这

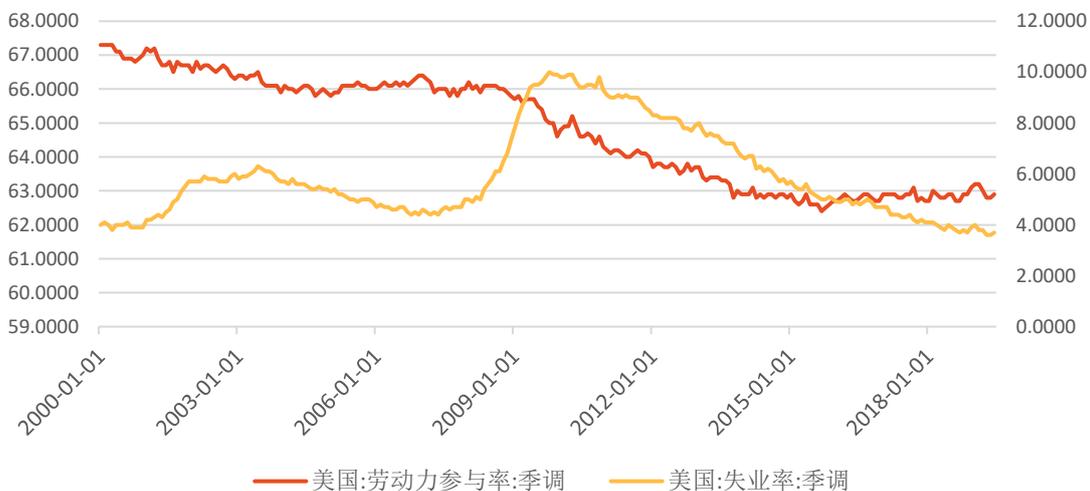
样。美国 2019 年 6 月份披露的失业率 3.7%，为金融危机以来低点，**但是考虑到其人口结构正在老龄化，失业率这个指标的效用远不如劳动参与率。**美国 6 月份劳动参与率 62.9%，虽然不是危机以来的最低点，但是从趋势上看，自 19 年开始，出现下滑的压力，且当前水平比较接近危机后最低点，因此从稳定就业这个层面来说，美联储是有可能进入新一轮降息通道。

图 2: 美国近 10 年的就业人口数量



数据来源: Wind, 格林大华研究所

图 3: 美国近 10 年的失业率统计



数据来源: Wind, 格林大华研究所

相比 CPI 而言，美联储更关心 PCE 的走势。从以往经验可以看出，每一轮降息周期开启之前，美国的 PCE 都会处于下行状态，具体来说，当 PCE 与核心 PCE 下降至 2%时，美联储开启降息周期的概率会大幅提升。从当前美国的 PCE 可以看到，自 2018 年 10 月开始，美国核心 PCE 都在 2%以下波动，且有进一步下降的趋势，因此为了维持 2%的通胀目标，美联储有可能会进入新的降息通道。

由此我们可以推断，站在美联储的货币政策目标的角度来看，为了稳定就业和物价，此次降息有可能会成为新降息通道的起点。

图 4: 美国近 10 年的通胀走势



数据来源: Wind, 格林大华研究所

1.3 从美国经济增长看美联储降息空间

美联储虽不以经济增长为己任，但是经济增长与波动会直接影响美国的就业与物价，因此，从美国的经济增长现状与趋势，或许可以揣测美联储的降息空间。

与中国经济增长依赖投资与净出口截然不同的，美国的经济增长更多依靠个人消费支出与私人投资推动。自 09 年以后，美国 GDP 基本上围绕 2% 上行波动，15 年最高达到 3.98%，从趋势上看，虽然 17 年出现过小幅回升，但是从 18 年二季度开始，美国经济增长下行压力明显加大。

图 5: 美国近 10 年的经济增长走势



数据来源: Wind, 格林大华研究所

从个人消费支出可以看到，从 2015 年至今，虽然在 18 年中途出现过小幅回调，但是整体依旧保持下滑趋势，且与 GDP 增速一样在 18 年第二季度开始出现明显下滑。在美国私人投资中，制造业的投资对美国经济的增长起到至关重要的作用。从整体走势来看，与美国的 GDP 和个人消费支出增速保持一致，在 2018 年第二季度开始出现下滑。由此可以判断，在美国减税降费政策效果边际走弱的背景下，制造业 PMI 一度回落荣枯线以下，预示

着美国经济增长下行压力显著。由此可以认为，无论是从美国 GDP 的整体表现还是从其分项的走势，都表现出美国经济增长下行压力加剧，在此背景下，美联储此次的降息，有可能会成为新降息通道的开端。

图 6: 美国近 10 年的个人消费支出走势



数据来源: Wind, 格林大华研究所

图 7: 美国近 10 年的制造业 PMI 走势



数据来源: Wind, 格林大华研究所

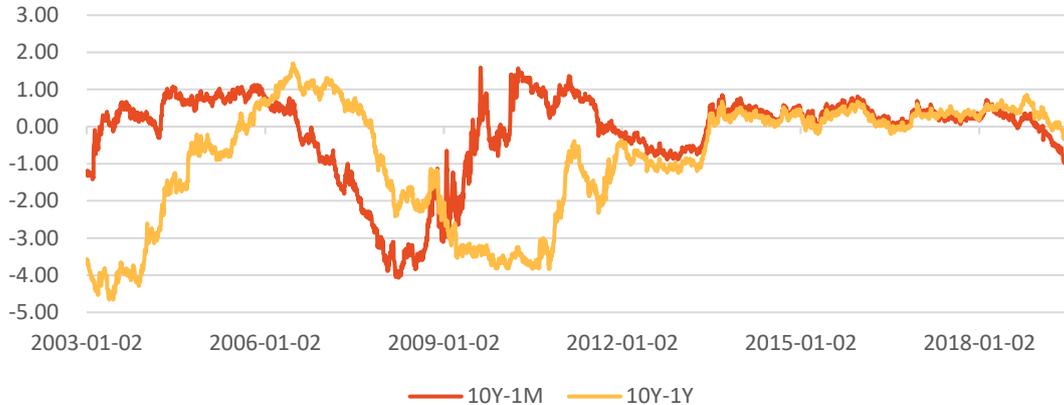
1.4 从美债收益率曲线看美联储降息空间

收益率曲线无论是对美国金融市场的走势还经济货币政策的调控都起着至关重要的作用。历史上，10Y-1Y 与 10Y-1M 利差走势对于美国的利率周期具有指导意义，一般而言，当 10Y-1M 利差为负时，美联储进入新降息通道的概率会大幅提升。

危机以来，10Y-1Y 与 10-1M 的利差稳定的在大于 0 值附近波动，从 18 年末开始，美债收益率开始出现倒挂。进入 19 年以后，收益率曲线倒挂趋势更为严重，目前为止，1M 高于 10Y 大约 1bp，1Y 高于 10Y 大约 0.3bp。从美债收益率倒挂的现象可以看出，美国经济有可能进入衰退期，由此可以推断，美联储为了防止经济进入衰退影响其货币政策目标

的实现，从而进入新一轮降息通道的可能性确实存在。

图 8: 美债收益率曲线倒挂



数据来源: Wind, 格林大华研究所

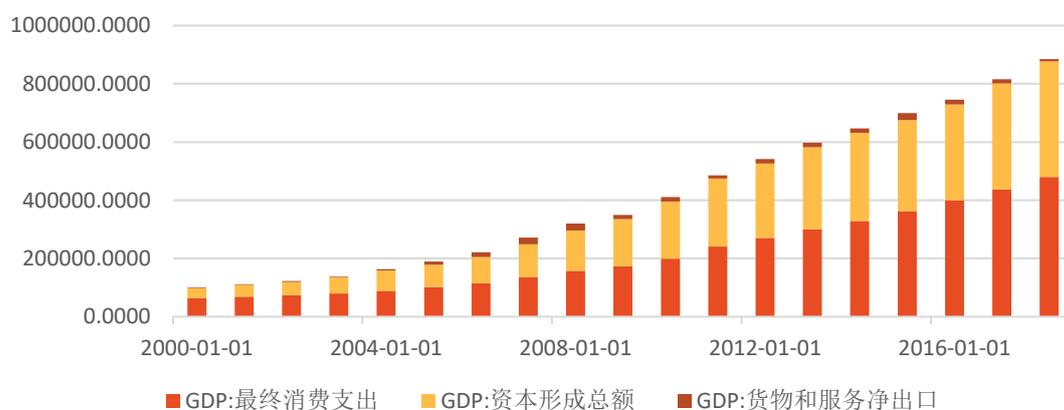
以上我们从美国历次的降息周期规律、美联储的货币政策、美国经济现状与美债收益率曲线推断出，美联储在第三季度与第四季度有可能会继续采取降息的措施，那么此次降息有可能会打开新的降息通道。

2、特朗普威胁加税，中国从容应对

2.1 中国的经济结构提供有力支撑

从经济结构看，消费对中国 GDP 增长的贡献率达 76.2%，出口依存度已下降至 17.9%，内需正在并终将成为中国应对外部环境不确定性的强力支撑。

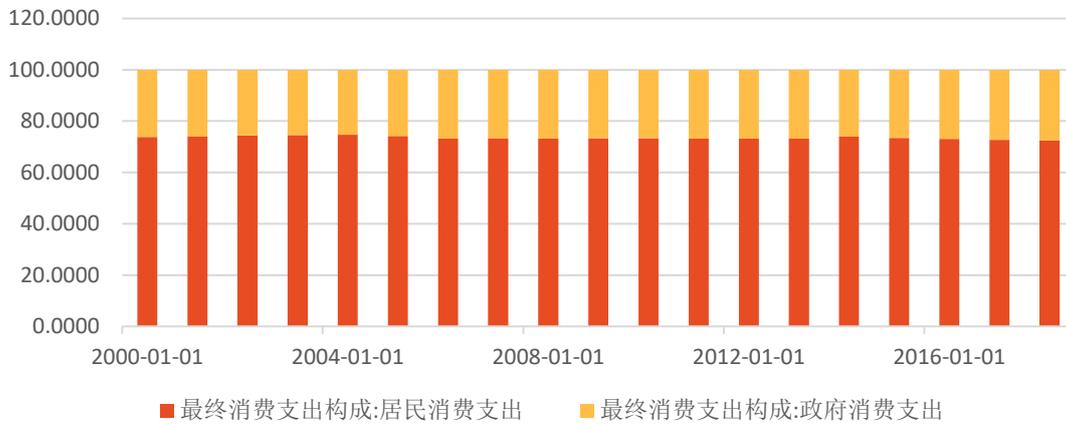
图 9: 中国的经济结构变动



数据来源: Wind, 格林大华研究所

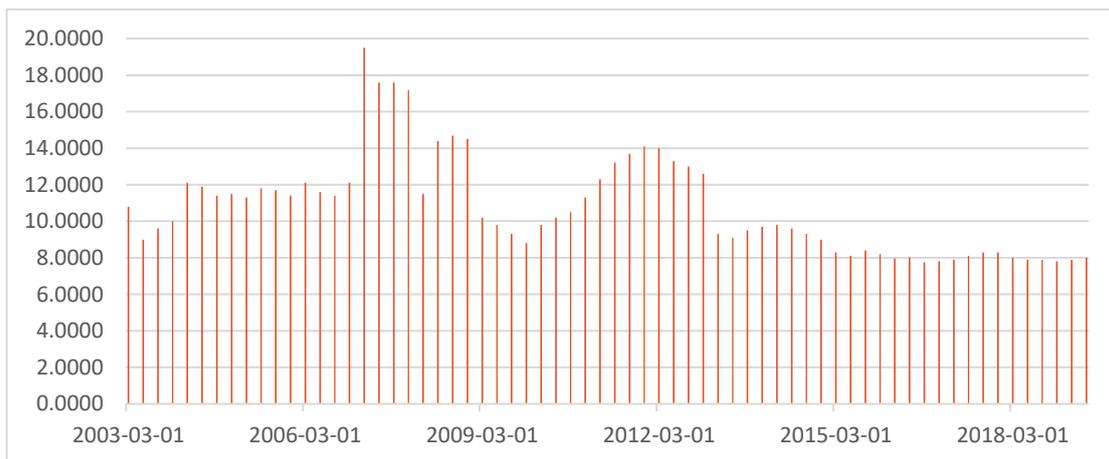
从消费结构来看，居民消费占据消费总支出的约 78%左右，可以预料到的是，随着中国居民收入的增长，居民的消费能力逐步提高将会增加内部需求能力，有效应对外部冲击。

图 10：中国近 10 年的消费结构



数据来源：Wind, 格林大华研究所

图 11：城镇居民人均可支配收入累计同比

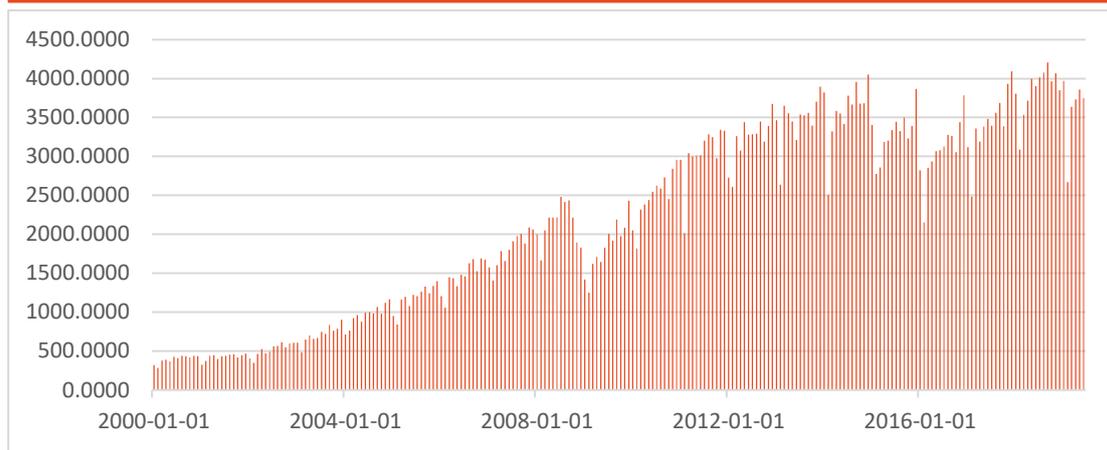


数据来源：Wind, 格林大华研究所

2.2 “一带一路”改善中国贸易结构

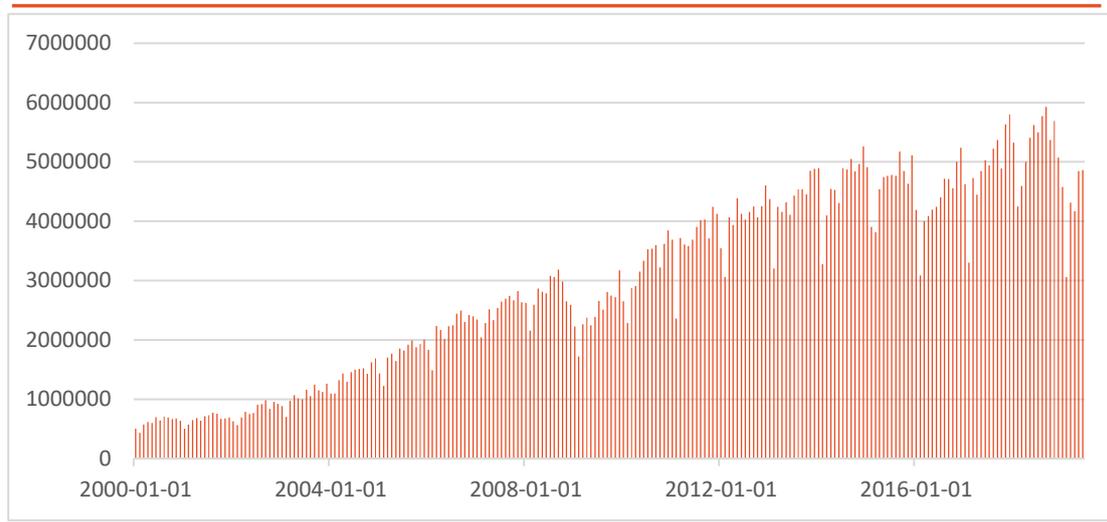
从贸易情况来看，中国进出口总额从 2016 年开始总体开始改善，从中美进出口额度来看，2017 年开始出现较大幅度的下滑，这反映出在中美贸易总额缩减的条件下，中国由于贸易结构的改善，对外贸易受美国影响的程度逐渐减小，同时也反映出“一带一路”政策在积极改善中国的贸易结构，有利于推动中国及沿线国家的贸易健康发展。

图 12: 中国进出口总额近 10 年走势



数据来源: Wind, 格林大华研究所

图 13: 中国对美进出口总额走势



数据来源: Wind, 格林大华研究所

以上我们从中国的经济结构和贸易结构分析出, 虽然中美贸易战无疑会影响中国的经济增速, 但是随着中国经济结构转型与贸易结构的改善, 受美方的影响开始逐步减小。因此, 特朗普此次威胁加税的举措对于中国来说不会产生过大的冲击, 中国有信心也有能力从容应对。

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_10779

