

分裂和纠结的美联储

——7月FOMC议息会议点评

报告摘要

北京时间2019年8月1日凌晨，美联储公布利率决议，将联邦基金利率降低25BP至2%-2.25%，符合市场预期。我们认为本次会议的主要关注点包括：

● 1、美联储降息25BP符合市场预期

由于美联储在此之前的预期指引，市场对本次降息25BP的预期已经十分充分。本次降息时间与幅度完全符合市场预期，但是本次会议并没有点阵图，没有给出未来的利率指引。

● 2、美联储将于8月1日提前结束缩表

美联储在决议声明中提到，将于8月1日起结束缩表，比原定的9月末提早了2个月，超出了市场预期。美联储还提到了结束缩表后的再投资问题，但没有提到购买美国国债的期限问题，考虑到债券收益率曲线倒挂的问题，美联储可能会再投资一部分中短期的美国国债，这样可以直接修复收益率曲线。

● 3、有两位官员投了反对票

本次有两位官员对降息投了反对票，分别是堪萨斯城联储主席Esther George和波士顿联储主席Eric Rosengren，他们倾向于维持联邦基金利率目标区间不变。这是鲍威尔于2018年2月出任美联储主席以来，首次有两位决策者反对政策决议，也是历史上第一次，在首次降息时有两位反对者。这使得这次降息的争议性比过去几次都要大，市场情绪也会变得更加复杂。我们认为未来美联储内部的分歧可能会继续存在下去。

● 4、鲍威尔否认本次降息是宽松周期的开始

鲍威尔在新闻发布会上表示：此次降息并不是长期降息周期的开始，但可能会再降息，此举的性质本质上属于周期当中的政策调整。但是我们认为，很难否认这是一个宽松周期的开始，主要原因有以下两点：（1）**金融市场**。本次降息的主要原因并不是增长或者通胀出现了问题，可能更多的在于金融市场的因素，但是金融市场的胃口是会越来越大的，美联储为了维护市场稳定只能再次被迫降息；（2）**企业债务**。目前美国非金融企业杠杆率已经达到了历史上的最高点，从2020年下半年开始，美国企业债务的偿还风险就将逐步暴露出来。在这种情况下，美联储不大可能再度收紧货币政策，而是只能进一步宽松来应对可能的债务问题。因此，我们预计年内美联储还会再降息1-2次。

● 5、股市明显下跌，长短债均走牛

议息会议结束后，美股出现了非常迅速的下跌，原因有以下几点：（1）市场政策预期落地；（2）有两位美联储官员表态不支持降息；（3）新闻发布会上，鲍威尔的表态偏中性。而债市收益率则出现了明显的下行，10Y-3M的利差仍然处于倒挂状态。展望未来，我们认为预期落地后，美股短期内存在一定的回调风险，但由于美联储的政策关注，美股年内不会存在很大的系统性风险。如果美联储年内降息2-3次，那债市仍然存在机会。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

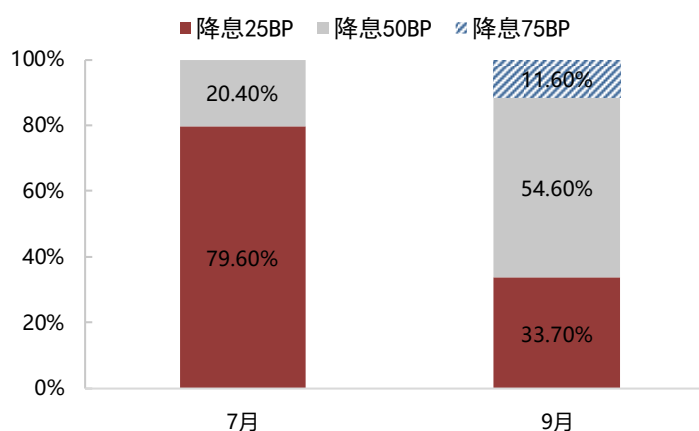


北京时间2019年8月1日凌晨，美联储公布利率决议，将联邦基金利率降低25BP至2%-2.25%，符合市场预期。我们认为本次会议的主要关注点包括：

1、美联储降息25BP符合市场预期

由于美联储在此之前的预期指引，包括鲍威尔在国会听证会的发言以及美联储官员的表态等，市场对本次降息25BP的预期已经十分充分。根据CME的数据，在会议之前，市场对7月降息25BP的预测概率为79.6%，降息50BP的概率为20.4%；9月降息25BP的概率为33.7%，降息50BP的概率为54.6%，降息75BP的概率为11.6%（9月份的概率为累计值，不是当月值）（图表1）。因此，本次降息时间与幅度完全符合市场预期，但是本次会议并没有点阵图，没有给出未来的利率指引。

图表 1：议息会议之前的降息概率预测



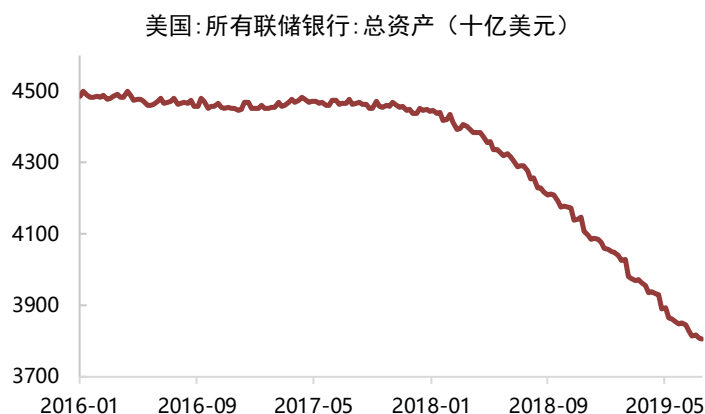
资料来源：Bloomberg，莫尼塔研究

2、美联储将于8月1日提前结束缩表

美联储在决议声明中提到，将于8月1日起结束缩表，比原定的9月末提早了2个月，超出了市场预期。此前彭博曾经就这个问题进行过调查，大部分经济学家表示美联储不会修改缩表计划，仅有小部分经济学家表示美联储将提早结束缩表，以确保政策的一致性。前纽约联储主席杜德利曾指出：“如果过早停止缩表，会让外界误以为资产负债表的重要性高于其他货币政策工具，这和美联储一贯的说法相悖”，瑞信也提到“提前结束缩表暗示美联储先前关于系统流动性规模的沟通，以及会将资产负债表视为辅助性工具的沟通是有问题的”。鲍威尔对提前结束缩表的看法是：“这事关政策的一致性”。

美联储还提到了结束缩表后的再投资问题，将每月到期的机构债务和抵押贷款支持证券再投资于美国国债，规模为每月200亿美元，超过200亿美元的部分将继续再投资于抵押贷款支持证券（图表2）。但美联储并没有提到购买美国国债的期限问题，考虑到债券收益率曲线倒挂的问题，美联储可能会再投资一部分中短期的美国国债，这样可以直接修复收益率曲线。

图表 2：美联储的资产负债表规模



资料来源：Wind，莫尼塔研究

3、有两位官员投了反对票

本次有两位官员对降息投了反对票，分别是堪萨斯城联储主席Esther George和波士顿联储主席Eric Rosengren，他们倾向于维持联邦基金利率目标区间不变。这是鲍威尔于2018年2月出任美联储主席以来，首次有两位决策者反对政策决议，而耶伦时期曾经在2016年11月和2017年12月出现过两位反对者。从历史上看，1998年、2001年、2007年的三轮降息周期的首次降息均是无异议通过，1995年的首次降息则有一位反对者，是当时的堪萨斯城联储主席洪尼格。因此，此次是历史上第一次，在首次降息时有两位反对者，这也使得这次降息的争议性比过去几次都要大，市场情绪也会变得更加复杂，关于美联储后续政策的猜测也会更加混乱。

在会议召开之前，堪萨斯城联储主席Esther George和波士顿联储主席Eric Rosengren均已经表达了不愿意降息的观点。Esther George是一直以来的鹰派，此前曾经表态不支持降息，因为维持利率过久会对金融稳定造成风险，只有看到经济下行风险加剧才会调整自己的看法；Eric Rosengren则是一位比较重要的人物，他已经在波士顿联储就职12年，是现任FOMC票委中资历最深的人之一，也是2007年美联储启动降息周期时在场的两位现任决策者之一，另外一位是芝加哥联储主席Charles Evans，当时他们投票支持降息50个基点。可能是亲眼见证过金融危机和利率一路降至0，Rosengren对降息一直持偏谨慎的态度，他本月稍早表示，目前美国经济发展状况还十分合理，如果没有宽松措施经济也表现得非常好，不希望放松政策。可以发现，美联储内部对于本次降息，争议的声音并不小。

情况还不仅仅局限于此。根据此前美联储官员的对外表态，不赞成在7月份降息的官员包括但不限于：里士满联储主席Thomas Barkin、克利夫兰联储主席Loretta Mester、亚特兰大联储主席Raphael Bostic。不赞成降息的理由一是通货膨胀比人们想象的更接近目标；二是降息会强化市场对经济前景的负面看法；三是降息可能加剧金融失衡。需要注意的是，克利夫兰联储主席Loretta Mester是2020年的票委，里士满联储主席Thomas Barkin和亚特兰大联储主席Raphael Bostic是2021年的票委，这意味着如果经济没有明确的方向性的话，未来美联储内部的分歧可能会继续存在下去（图表3）。

图表 3：2019 年至 2022 年美联储的轮值主席

2019年	2020年	2021年	2022年
圣路易斯	克利夫兰	芝加哥	克利夫兰
芝加哥	费城	里士满	波士顿
堪萨斯城	达拉斯明尼	亚特兰大	圣路易斯
波士顿	阿波利斯	旧金山	堪萨斯城

资料来源：美联储，莫尼塔研究

4、鲍威尔否认本次降息是宽松周期的开始

本次会议没有给出利率点阵图和经济预期，因此会后鲍威尔的发言就至关重要。鲍威尔在新闻发布会上表示：经济下行风险和未能达到美联储目标的通胀率是持续存在的问题，总体而言，美国经济在此期间表现出了韧性，但全球经济增长疲软对美国经济增长产生影响，国际形势的不确定性也比预期的要高，此次降息并不是长期降息周期的开始，但可能会再降息，此举的性质本质上属于周期当中的政策调整。总体而言，鲍威尔保留了未来进一步降息的可能性，但否认这是一个宽松周期的开始。

但是我们认为，很难否认这是一个宽松周期的开始，主要原因有以下两点：（1）金融市场。我们此前多次强调，本次降息的主要原因并不是增长或者通胀出现了问题，美国的经济数据、尤其是零售数据近期表现出了良好的走势，Trimmed Mean PCE、Median CPI、16% Trimmed Mean CPI、UIG Prices Only和UIG Full Data Set这些通胀指标大部分高于2%的目标值（图表4）。本次降息的主要原因，可能更多的在于金融市场的因素，如果美联储不降息，美股势必会有一波大的调整，美联储在一定程度上被金融市场所“要挟”了。但是金融市场的胃口是会越来越大的，美联储为了维护市场稳定只能再次被迫降息；（2）企业债务。根据我们此前对美国企业债务问题的研究，目前美国非金融企业杠杆率已经达到了历史上的最高点，超出了2000年与2007年。从时间上看，2020年下半年开始，美国企业债务的偿还风险就将逐步暴露出来。在这种情况下，美联储不大可能再度收紧货币政策，而是只能进一步宽松来应对可能的债务问题。

因此，我们预计年内美联储会一共降息2-3次，也就是未来还会再降息1-2次。

图表 4：美国的通胀数据表现并不差

指标名称	2019-04	2019-05	2019-06
PCE	1.56	1.52	
核心PCE	1.62	1.60	
CPI	2.00	1.80	1.60
核心CPI	2.10	2.00	2.10
dallas Trimmed Mean PCE One Month	2.88	2.19	
dallas Trimmed Mean PCE Six Month	2.07	2.01	
dallas Trimmed Mean PCE One Year	2.02	1.99	
Cleveland Median CPI	2.80	2.74	2.84
Cleveland 16% Trimmed Mean CPI	2.27	2.18	2.14
FRBNY UIG Prices Only Measure	1.93	1.96	1.91
FRBNY UIG Full Data Set Measure	2.84	2.71	2.64

资料来源：Wind、达拉斯联储、克利夫兰联储、纽约联储，莫尼塔研究

5、股市明显下跌，长短债均走牛

议息会议结束后，美股出现了非常迅速的下跌，收盘标普500指数下跌了1.09%，纳斯达克指数下跌了1.19%（图表5）。股市迅速下跌的原因有以下几点：（1）市场此前的预期已经十分充分，因此政策预期落地；（2）有两位美联储官员表态不支持降息，其中一位还是美联储的元老级人物，市场对未来降息的前景有所淡化；（3）新闻发布会上，鲍威尔的表态偏中性，否认这是宽松周期的开始。从股市的分时走势看，2点钟的下跌和3点钟的下跌也分别对应了决议公布和新闻发布会两个时点。

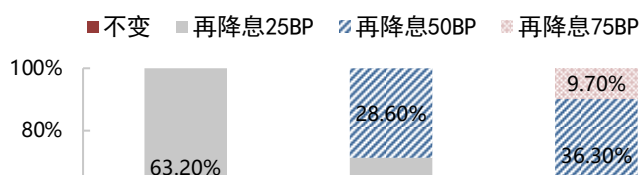
从CME的数据看，议息会议结束后，9月份保持利率在2%-2.25%不变的概率从33.7%上升到36.8%，再降息25BP到1.75%-2%的概率从54.6%上升到63.2%，再降息50BP的概率从11.6%降为0（图表6）。

图表 5：标普 500 在议息会议后出现了明显下跌



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：议息会议结束后的降息概率预测



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_10931

