

美降息，中国跟不跟？ ——点评 7 月美联储议息会议

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/8/2

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

联系人：贺晨

✉ hechen@evergrande.com

事件：

当地时间 7 月 31 日，美联储宣布降息 25 个基点，联邦基金利率从 2.25%-2.5% 下调到 2%-2.25%，随后美联储主席鲍威尔发表讲话。

图表目录

图表 1: 美联储十年来首次降息	5
图表 2: 美股快速下跌	5
图表 3: 市场年内加息预期升温	5
图表 4: 美国二季度 GDP 同比增速走弱, 创 2017 年二季度以来新低	6
图表 5: 净出口及私人投资同比下滑	7
图表 6: 除住宅投资, 私人投资分项同比持续下滑	7
图表 7: 股市上涨有利于提振个人收入	7
图表 8: 美国对华出口大幅下跌	7
图表 9: OECD 领先指标仍在持续下行	8
图表 10: 新增非农就业与 GDP 增速具有正相关性	9
图表 11: 时薪增速与失业率具有负相关性	9
图表 12: 失业率持续上升后期, 均伴随美联储持续降息	9
图表 13: 美国仍处金融周期上半场, 但已接近顶部	10
图表 14: 美国非金融企业部门杠杆率创历史新高, 但居民部门杠杆率下行	10
图表 15: 2500 亿清单实施后, 相应商品出口增速大幅下滑	11
图表 16: 美国对华出口在加征关税时点后快速下滑	12
图表 17: 贸易摩擦与股市相关性	12
图表 18: 对中国销售额高的美国企业股价明显跑输大盘	13
图表 19: 美股长期来看是反映美国经济的领先指标	14
图表 20: 主要国家(地区)制造业 PMI 均趋于下行	15
图表 21: 年初以来主要央行(金管局)已开始降息	16
图表 22: 中美利差走扩, 人民币窄区间内波动	17

点评：

1、核心观点：

当地时间 7 月 31 日，美联储在 FOMC 会后宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 2%-2.25%。这是美国金融危机十年后的首次降息。近期世界经济总体回落，各国货币政策普遍放松，2019 年初至今，已有印度、埃及、马来西亚、新西兰、菲律宾、澳大利亚等近 20 余家央行宣布降息。中国方面，730 中央政治局二季度会议强调“经济下行压力加大”“货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”，市场对降息降准预期升温，但会议强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，这预示中国政府试图实现和以前不一样的结构性宽松。

美联储十年来首次降息，并提前结束缩表，鲍威尔新闻发布会表态偏鹰，指出“保险式降息”不意味长期降息周期的开始。鲍威尔指出本次降息主要有三大原因：一是通胀持续不及预期；二是经济基本面有所恶化，企业固定资产投资持续下行；三是世界经济疲软，中美贸易摩擦不确定性增加。

我们认为，美联储预防性降息 25 个基点，主要原因在于美国经济基本面边际放缓、防止金融市场大幅波动以及特朗普政府施压的或有影响。考虑到中美贸易摩擦不确定性仍高、美国经济下行风险加大、金融市场波动性明显提高，特朗普持续施压美联储，美联储可能已正式开启降息周期，预计年内仍有 1-2 次降息。当地时间 8 月 1 日特朗普宣称将于 9 月 1 日起对华剩余 3000 亿美元商品加征 10% 关税，事实上中美贸易摩擦对双方均有负面影响，该行为也将加剧美国经济放缓程度，美联储下半年降息的可能性再度提高。

美国二季度 GDP 增速放缓，投资出口需求走弱、库存产能周期向下、金融周期接近顶部、领先指标 PMI 和 OECD 综合指数下行，美国经济下行态势确立；但伴随美联储降息逆周期调节经济，预计房地产投资将有所企稳，叠加政府部门基建投资、消费韧性、居民部门杠杆率较低，美国经济整体放缓但仍有一定支撑，我们判断美国经济“降速而不失速”，不会出现大幅衰退。1) 从三大需求看，出口、投资均走弱，中美贸易摩擦对美国经济的负面影响显现；消费当前支撑经济但可持续性有限。2) 从经济周期看，美国库存周期、产能周期均向下，受利率水平下行影响，房地产周期下行斜率放缓。3) 从金融周期看，美国金融周期仍处上行区间，但接近顶部。伴随美联储转向降息，美国停留在金融周期顶部的时间或将延长。当前非金融企业部门债务风险值得关注，2018 年底美国非金融企业部门杠杆率上升至 74.4%，已创历史新高。但当前美国居民部门杠杆率相对较低，整体银行资产负债表较为健康，金融系统稳定性加强，美国爆发金融危机或经济衰退的可能性较低。4) 从就业看，美国失业率处于近五十年的低位，但平均工时及时薪增速有所下降，失业率下半年或将回升，促使美联储进一步宽松货币政策。5) 从领先指标看，美国制造业 PMI 和 OECD 领先指数均显示美国经济仍处下滑区间。

中美贸易摩擦对双方的经济、出口、就业和资本市场的负面影响明显。出口方面，双方出口均大幅下滑。中美贸易摩擦导致中国出口及对美出口增速大幅下降，上半年增速分别为 0.1% 和 -8.1%，较去年全年分别下降 9.8 和 19.4 个百分点，电机电器、机械行业受到明显冲击。美国对华出口暴跌，同比增速在 2018 年末达 -32.9%，创 1999 年以来新低，且对华增速与其总体出口增速差额走扩，2019 年 5 月美国对华、对外整体出口同比分别为 -13% 和 -1.3%。就业方面，中美贸易摩擦将导致大量岗位流失。我们测算，2500 亿美元商品加征 25% 关税，将影响 199 万人就业。资本市场方面，中美贸易摩擦抑制市场的风险偏好，致使金融市场波动性明显增加。

前期美股屡创新高主要源于货币宽松预期，伴随降息落地，美股回落，后续波动或将提高，短期内美股走势取决于美国经济放缓幅度与降息频率及幅度的博弈。1970 年来美国经济历经 6 轮衰退，而美股在每轮经济放缓前期均出现调整并领先于经济下行，美股长期来看是反映美国经济的领先指标。二季度以来美股持续上行主要受降息预期推动，美股处估值高位，但美股同比走势已显著放缓。若在经济基本面大幅恶化前，美联储宽松货币进行充分对冲，使得企业盈利及经济下行速度放缓，则短期来看能够为美股提供一定支撑；若美联储宽松货币力度难以对冲经济下行压力，则美股将面临向下调整的压力。

贸易战重塑全球，2019 年初以来世界经济回落明显，美欧韩澳加印等央行接连放“鸽”。受中美贸易摩擦影响，全球贸易活动低迷，全球制造业 PMI 加速下行，OECD 领先指标持续下滑，世界经济周期性回落压力加大。2019 年初至今，已有近 20 余家央行宣布降息。

伴随美联储降息落地，国内货币政策空间打开，但中国将更多坚持“以我为主”“办好自己的事”，实施结构性宽松，通过利率市场化降低融资成本，通过 TMLF、定向降准等中长期结构性工具缓解流动性分层和实体融资难题，更多支持制造业和民企融资。730 中央政治局二季度会议强调“经济下行压力加大”“货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”，市场对降息降准预期升温，但会议强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，这预示中国政府试图实现和以前不一样的结构性宽松。目前中国货币政策的重点是调结构，更多的是通过定向降准、疏通传导机制等方式。未来我国大概率以 TMLF、定向降准等中长期结构性货币工具来缓解流动性分层和实体融资难题，下半年加速推进利率市场化两轨合一轨是央行的主要任务。

2、美联储十年来首次降息，并提前结束缩表，鲍威尔新闻发布会表态偏鹰，指出“保险式降息”不意味长期降息周期的开始。

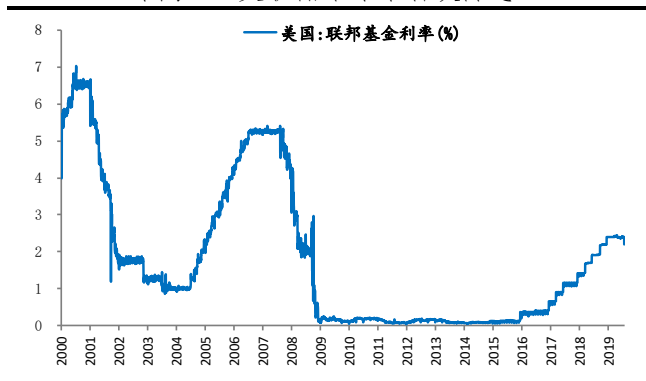
7 月议息会议结束，美联储宣布三大货币政策调整举措。1) 下调联邦基金利率 25BP，目标区间调整为 2%-2.25%。本次议息会议前，受美国 PMI、通胀数据疲软、联储官员多次鸽派发言影响，市场普遍 7 月美联储降息，分歧仅在于降息幅度，CME 期货数据显示 7 月降息 25BP 和 50BP 的概率分别为 79.1%和 20.9%。2) 将超额准备金利率从 2.35%下调至 2.10%；3) 自 8 月 1 日起结束缩表。此前，美联储 3 月议息会议曾宣布将于 2019 年 9 月底结束缩表，并用到期 MBS 的资金购买美债。此次提前结束缩表是“为了保持货币政策的简单和一致性”。截至 2019 年 7 月底，美联储持有美债及 MBS 分别为 2.1 万亿和 1.5 万亿美元，较 2017 年 10 月正式开始缩表时分别减少 3714 亿美元和 1602 亿美元。

尽管议息会议声明及鲍威尔新闻发布会均强调经济不确定性增加，但鲍威尔指出本次降息为“保险式降息”，尽管有可能会再次安排降息，但这并非长周期降息的开始，整体表态超预期偏鹰。议息会议声明及鲍威尔指出 7 月美联储降息主要有三大原因：一是通胀持续低于预期；二是经济基本面有所恶化，企业固定资产投资持续下行；三是世界经济疲软，中美贸易摩擦不确定性增加。但鲍威尔随后指出降息仅是“保险式降息”及中周期调整 (mid-cycle adjustment)，旨在防范下行风险，当前美国经济有韧性，基本面依然向好，美联储并未开启漫长的降息周期，尽管有可能会再次安排降息，但仍有可能在认为合适的时间进行加息。

降息预期被打压，年内再度加息预期升温，美股及黄金快速下跌，美元指数拉升。新闻发布会结束后，CME 期货隐含年内加息概率提高，12 月重新加息 1 次概率达 18.8%。美元指数直线拉升至 98.57，创逾 2017 年 5 月以来新高。美国三大股指均跌超 1%，其中，道指、标普 500、纳

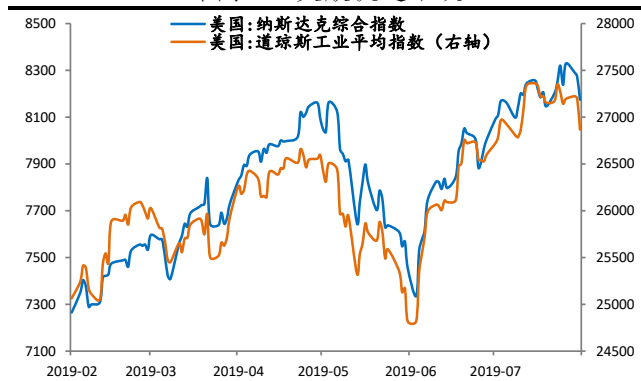
斯达克综合指数分别收跌 1.23%、1.09%和 1.19%，道指和标普 500 指数创 2019 年 5 月 31 日以来最大单日跌幅。

图表1：美联储十年来首次降息



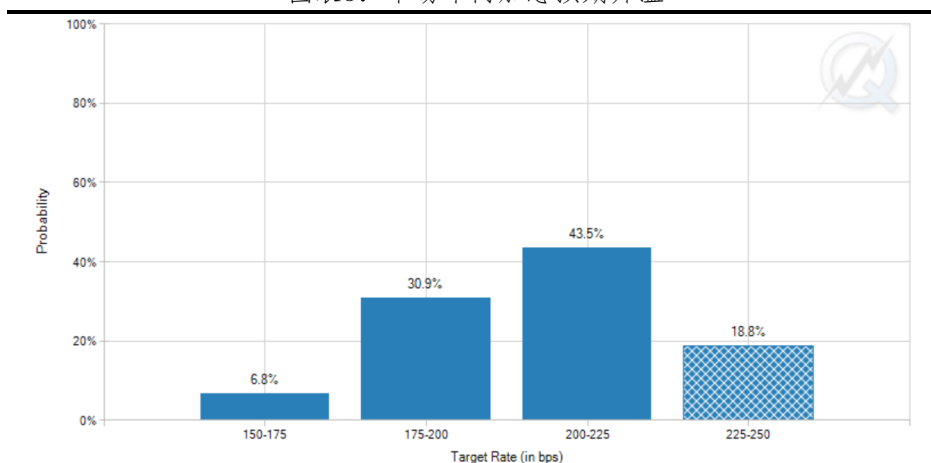
资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：美股快速下跌



资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：市场年内加息预期升温

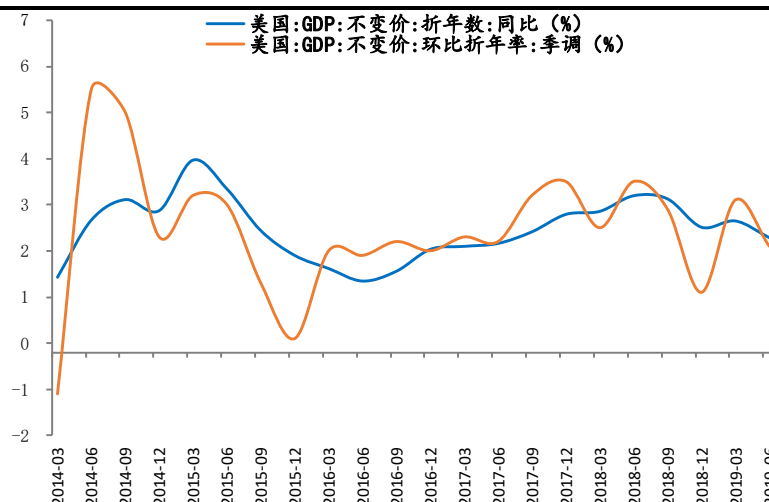


资料来源：CME，恒大研究院

3、美国二季度 GDP 增速放缓，其中出口及投资均走弱，尽管消费支撑经济但可持续性有限，美国经济放缓态势确立。

美国二季度 GDP 同比增速走弱，创 2017 年二季度以来新低。2019 年美国二季度不变价 GDP 环比折年率初值达 2.1%，较市场预期 1.8% 高出 0.3 个百分点，较 2019 年一季度降低 1 个百分点。二季度不变价 GDP 同比为 2.3%，较 1 季度下滑 0.9 个百分点，并创 2017 年二季度以来新低。

图表4：美国二季度 GDP 同比增速走弱，创 2017 年二季度以来新低



资料来源: Wind, 恒大研究院

从 GDP 构成来看，支撑二季度美国 GDP 超预期的因素主要在于消费和政府消费及投资，而出口和私人投资均恶化，并拖累 GDP 增速，反映中美贸易摩擦对美国经济的负面影响显现。当前美国增长动力趋缓，经济放缓态势确立。

具体来看，充分就业、股市上涨、居民杠杆率相对较低提振美国个人消费支出，二季度美国消费超预期支撑美国经济，居民消费具有韧性，但整体来看内生性增长动力放缓，消费边际改善持续性有限。二季度美国个人消费支出同比增长 2.6%，较一季度增长 0.1 个百分点。其中，耐用品消费改善程度较大，二季度耐用品及非耐用品消费同比分别为 4.4% 和 3.4%，较一季度分别回升 1.2 和 0.5 个百分点。从零售数据来看，二季度美国核心零售同比 3.1%，较一季度回升 0.3 个百分点。密歇根大学消费信心指数显示，二季度美国消费者信心已回升至 2018 年三季度 98-99 水平。二季度美国消费边际改善，主要原因包括居民整体就业充分（失业率 3.7%），股市上涨财富效应（美股 6 月以来屡创新高），居民部门杠杆率相对历史较低提振消费信心及能力（2018 年美国居民部门杠杆率 76.3%，创 2002 年以来新低）等，因此美国个人消费支出保持一定韧性。但值得注意的是，一方面尽管美国失业率仍处于历史低位，但截至 6 月美国非农时薪增速连续 4 个月下滑并创年内最低水平，且失业率在美国企业投资、出口下行的条件下或有回升。另一方面，2019 年初以来的美股上涨主要由美联储降息预期推动，降息落地后美股上涨可持续性存疑，总体来看美国居民充分就业及收入增长可持续有限，后续消费韧性或将承受考验。

从投资来看，当前美国企业投资意愿下滑，私人部门投资增速持续回落，其中建筑、设备下滑态势明显，而住宅投资受广谱利率水平下移而得到边际提振，但仍处萎缩区间。政府部门消费支出及投资持续上行。二季度美国国内私人投资同比 4.1%，较一季度下行 1 个百分点，已连续 3 个季度下行，其中固定资产投资下的设备、建筑、知识产权投资均持续下滑，同比分别为 2.7%、-4.6% 和 7.8%，均连续回落 3 个季度以上。自美联储降息预期升温以来，美国广谱利率持续下行，2019 年 7 月美国 30 年抵押贷款固定利率降至 3.75%，较 2019 年年初下行 75bp，回到 2017 年 9 月水平。由于美国房地产走势短期内与金融联系紧密，下行的抵押贷款利率提振房地产景气度。二季度房地产住宅投资边际回升但仍处萎缩区间，GDP 私人投资分项中住宅同比 -2.8%，较 1 季度回升 0.6 个百分点。伴随美联储降息落地，逆周期调节经济，预计美国房地产投资将进一步回暖。另一方面，政府部门从一季度政府停摆事件中恢复运作，二季度

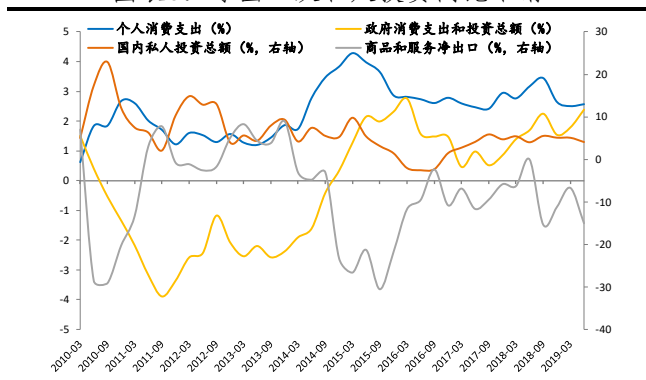
美国政府消费支出与投资同比 2.4%，较一季度提高 0.6 个百分点，连续 2 个季度上升。

从净出口来看，受中美贸易摩擦、世界经济回落等因素影响，二季度美国出口再度快速下滑，贸易逆差走扩，净出口走弱。伴随中美贸易摩擦于 5 月初升级，美国净出口在二季度快速下滑，同比-15.1%，较一季度下滑 8.3 个百分点，达 2015 年四季度以来低点。其中，美国对外出口及对华出口均下滑，5 月美国对外整体和对华出口同比分别为-1.3%和-13%。

从领先指标来看，OECD 领先指标及制造业 PMI 新订单均显示美国经济仍处下行区间。OECD 领先指标对美国经济有较好的预示性，美国经济通常在 OECD 领先指标出现向上拐点后的 1-3 个季度出现企稳回升，而当前该指标持续下滑，暂未出现拐点。2019 年 5 月美国 OECD 领先指标 98.9，较上月下降 0.1 点，已连续 13 个月下滑。同时，6 月美国制造业 PMI 指数及 PMI 新订单指数分别为 51.7%和 50%，较上月分别下降 0.4 和 2.7 个百分点。

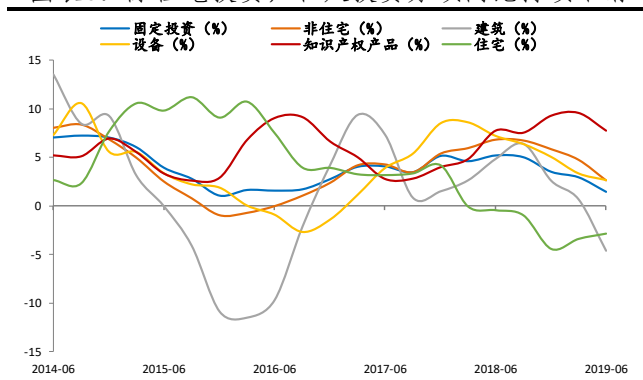
整体来看，当前美国私人部门投资均趋于下行，消费仍具韧性，但上升幅度及可持续较弱，对经济的边际提振有限，内生性增长动力放缓。从外需来看，由于全球经济回落、特朗普政府四处开战引发贸易摩擦等，预计美国出口向下仍是大概率事件。伴随美联储降息逆周期调节，预计房地产投资将有所企稳，叠加政府部门基建投资及消费韧性，且居民部门杠杆率相对较低，美国经济在整体放缓之余仍有一定支撑，我们判断美国经济“降速而不失速”，年内出现大幅衰退的可能性较低。

图表5：净出口及私人投资同比下滑



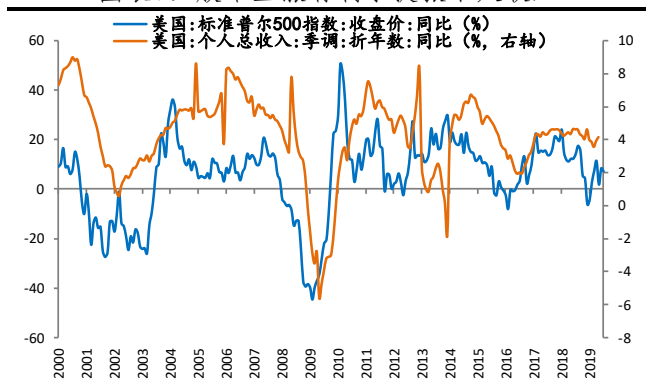
资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：除住宅投资，私人投资分项同比持续下滑



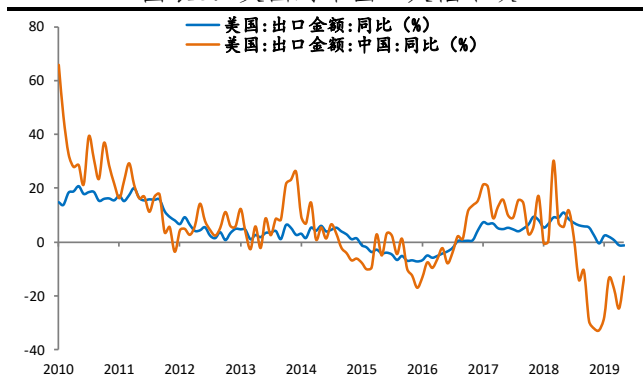
资料来源：Wind，恒大研究院

图表7：股市上涨有利于提振个人收入



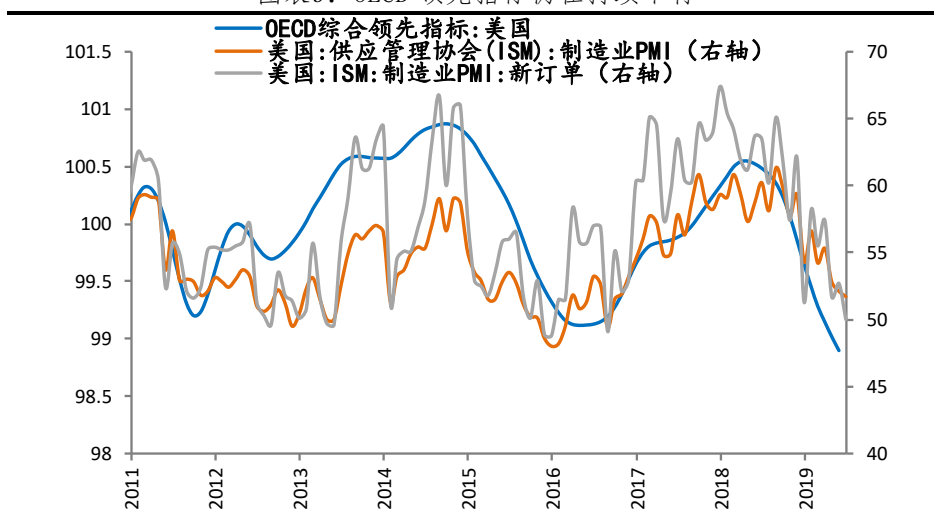
资料来源：Wind，恒大研究院

图表8：美国对华出口大幅下跌



资料来源：Wind，恒大研究院

图表9: OECD 领先指标仍在持续下行



资料来源: Wind, 恒大研究院

4、从就业数据来看,当前美国时薪增速高位筑顶,失业率筑底,反映美国经济处于放缓初期,下半年失业率或将触底回升。

长期来看,美国新增非农就业与美国经济增速正相关性较高,时薪增速与失业率具有较为明显的负相关性。尽管新增非农数据受到季节、行业结构等因素影响而波动较大,但从长期来看决定非农就业的主导因素在于经济景气度,新增非农就业与GDP增速具有较为明显的正相关性。而时薪增速与失业率具有较为明显的负相关性,其逻辑在于:经济复苏时期,企业生产活动逐步转暖,雇佣员工增多,失业率下降,但劳动力市场充裕,时薪增速惯性下滑并筑底;经济过热时期,就业市场接近饱和,企业通过提高薪酬吸引劳动力,但成本上升,失业率筑底,时薪增速上行;经济衰退期,企业减少生产活动,失业率逐渐上升,而时薪增速筑顶并开始下行。

历史上,伴随失业率持续上升,美联储货币政策通常转向全面降息。当前美国时薪增速筑顶并放缓,失业率筑底,且下半年或有回升,反映美国经济处于放缓初期,美联储货币政策或将进一步转鸽。一般来看,“失业率筑底+时薪增速筑顶”组合将维持1年左右,随后伴随经济基本面持续恶化,失业率快速上升,时薪增速下降,美联储货币政策转向全面降息。上一轮“失业率筑底+时薪增速筑顶”出现在2006年7月至2007年10月,随后伴随金融危机爆发,美国经济陷入衰退,美联储货币政策转向全面降息。

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_10983

