

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

刘天天 执业证书编号：S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：PMI 维持低位，政策仍具定力》
2019.07
- 2 《宏观：供给侧仍是主线，政策维持稳定》
2019.07
- 3 《宏观：利润修复慢，联储降息打开我国降息窗口》 2019.07

行为更鸽派，言论更鹰派

——美联储 7 月议息会议点评

美联储 7 月降息 25BP，并于 8 月 1 日提前结束缩表，行动更加鸽派

7 月议息会议，联邦基金利率目标区间下调 25BP 至 2%-2.25%，委员会以 8:2 的票数通过此项决定，并将于 8 月 1 日结束缩表计划。降息操作符合市场预期，而提前结束缩表略超出市场预期，行动上更加偏向鸽派。我们此前在 6 月议息点评明确提出最早美联储降息可能在 7 月，7 月议息大概率提前结束缩表计划。而鲍威尔关于“这不是长降息周期的开启，但可能会再降息”的鹰派言论让市场感到失望，标普 500 指数下跌 1.1%，跌破 3000 关口，收于 2980.38 点，创 5 月底以来最大单日跌幅。VIX 指数上涨超过 15%至 16.12。美元指数日内涨幅扩大至 0.6%，升至 98.6 附近。

鲍威尔偏鹰派的言论让市场失望，市场下半年降息预期进行再调整

鲍威尔在被问及是否处于长降息周期之初时表示，并不认为是这样，此举旨在防范下行风险，而不是暗示自此开启宽松周期。但鲍威尔随后表示，没有说只是一次降息，不是宽松周期的开始但可能会再降息。同时鲍威尔强调，不要以为再也不会加息了，必要时将大胆运用所有工具。鲍威尔偏鹰派的言论明显让市场感到失望，市场对于下半年降息预期也进行了再调整。7 月 31 日联邦基金利率期货隐含的降息概率显示 9 月降息 25BP 概率是 60%，降息 50BP 的概率降至 0。2019 年底前总计降息 2 次的概率从议息会议前的 34.6%升至 40.6%，降息 3 次的概率从此前的 38%降至 36%。

预防式降息的关键在于预防，预计今年共有 2-3 次降息

联储当前是行为更鸽派，言论更鹰派。行为和言论哪个对于未来的利率走势判断更具借鉴意义？我们认为，重点应放在联储的鸽派行为。此次降息将大概率开启联储连续降息的窗口，预计今年可能共有 2-3 次预防式降息，明年降息的步伐也会继续。当美国经济出现疲态，通过降息修复经济动能，可以对冲一定的负面影响，减轻未来的扩表压力。7 月 24 日，格林斯潘接受采访时表示：“有好几次降低利率并不是因为我们认为这很可能是必要的，而是因为一个可能事件发生的后果。如果真发生的话，后果会非常大。”此次降息也是如此，不是因为经济出现明显下行，而是为了防患于未然。

中期需要关注“预防式”降息向“衰退式”降息的切换

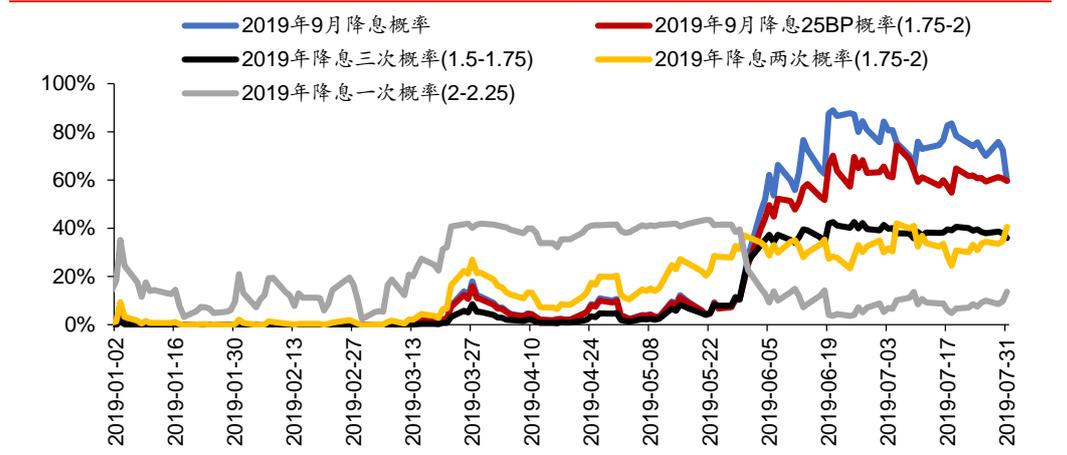
二季度 GDP 增速下行，进一步印证美国经济见顶回落的特征，但也呈现了一定的韧性。我们认为，美国经济下半年或将缓慢回落，随着降息窗口开启，地产大概率止跌企稳，家具家电等地产后周期消费以及对利率较为敏感的汽车消费将对经济有所支撑。中长期来看，随着时间的推移，降息周期背后的原因可能会发生切换，我们需要关注这到底是为了防患于未然的预防式降息，还是为了应对衰退的衰退式降息，这对于思考经济衰退可能，甚至对判断未来美股走势至关重要。宽松预期带动的美股反弹难以持续，市场终归会反映经济的下行预期。

美元即将迎来弱势长周期的拐点，但这个过程注定是波动的

我们认为美元即将迎来弱势长周期的拐点，但是这个过程注定是波动的。主要原因有以下两点：第一、全球各大央行已悄然开启竞争式宽松，美联储货币政策的宽松程度并没有领先于其他经济体。第二、在经济周期末期，美联储在货币政策方面更多是相机抉择，取决于不断发展的数据和不断变化的风险。这就决定了美联储的表态具备灵活性和开放性，现在也才会有“未来利率能升也能降”的措辞出现。我们认为，这个波动的过程在三季度会更加凸显，但是随着美国经济在四季度下行压力有所加大，美联储进一步确认转鸽，美元指数可能会有小幅度的下行。

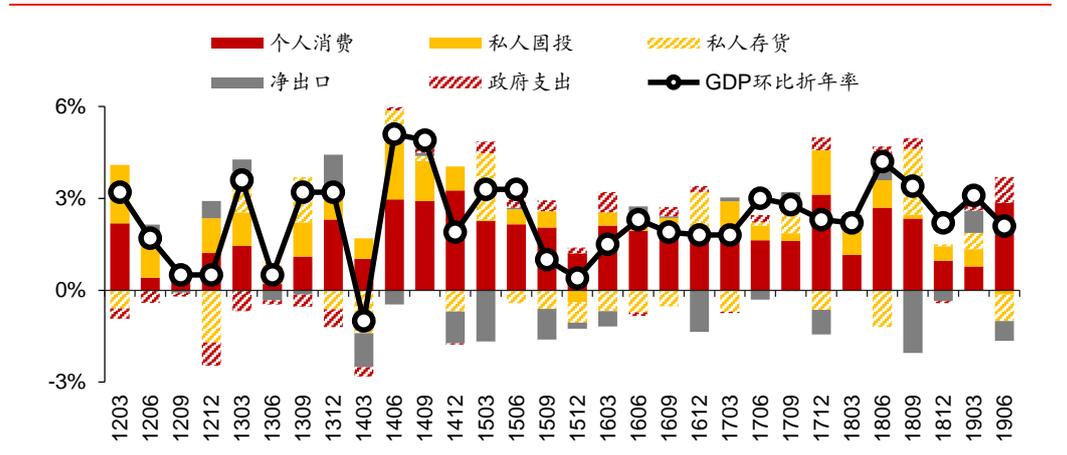
风险提示：美联储货币政策宽松不及市场预期，贸易摩擦事态升级或反复冲击市场风险偏好。

图表1： 鲍威尔鹰派发言导致市场对年内降息预期进行再调整， 2019年底前降息2次的概率从议会议前的34.6%升至40.6%， 降息3次的概率从此前的38%降至36%



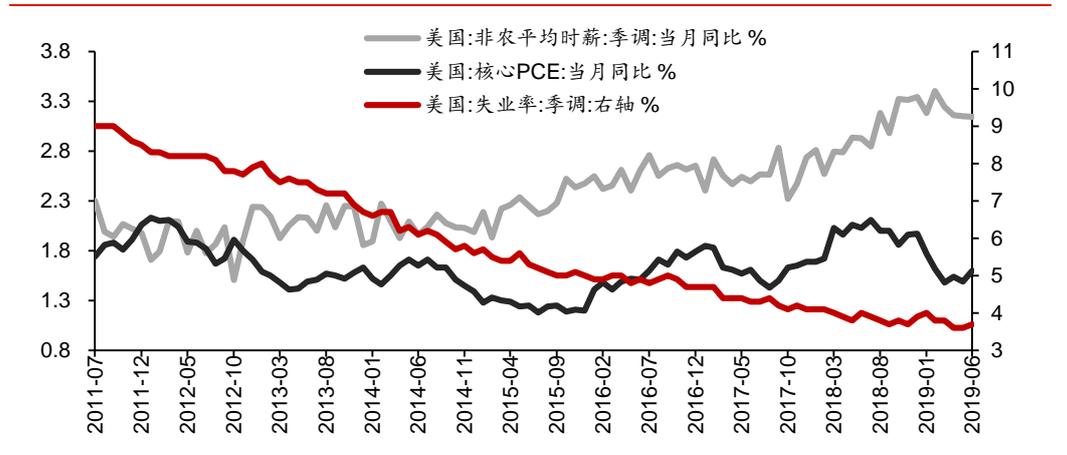
资料来源：Bloomberg， 华泰证券研究所

图表2： 美国二季度 GDP 增速回落， 主要来自固定投资、 库存以及净出口的负向拖累； 而数据超出市场预期， 则源于消费数据的强劲以及政府支出的支撑， 美国经济韧性仍存



资料来源：Wind， 华泰证券研究所

图表3： 6月核心PCE同比为1.6%， 通胀仍较为低迷； 此次联储降息正是出于通胀疲软和全球经济的考量



资料来源：Wind， 华泰证券研究所

风险提示：美联储货币政策宽松不及市场预期， 贸易摩擦事态升级或反复冲击市场风险偏好。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

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_11041

