

美联储年内仍存降息空间

——美联储7月FOMC点评

2019年8月1日

宏观经济 | 事件点评

王宇鹏	宏观经济分析师 wangyp_yjs@dxzq.net.cn 010-66554151	执业证书编号: S1480519070003
康明怡	研究助理 kangmy@dxzq.net.cn	

事件：

美联储首次降息 25BP，联邦基金利率目标区间降至 2~2.25%，提前 2 个月结束缩表。

观点：

降息幅度符合市场预期，提前缩表略超预期。美联储主席发言鸽派属性不及 7 月国会听证时期，引发市场震荡。我们认为本次降息是对最后一次加息的修正，当前的利率水平处于中性略偏上方的位置。中性区间的降息幅度应在 2 次左右，中性略宽松则在 3 次左右。

1. 之前货币政策中性偏紧，随着今年 GDP 增速回落，中性利率对应降息幅度应在 2 次，中性略宽松在 3 次左右。

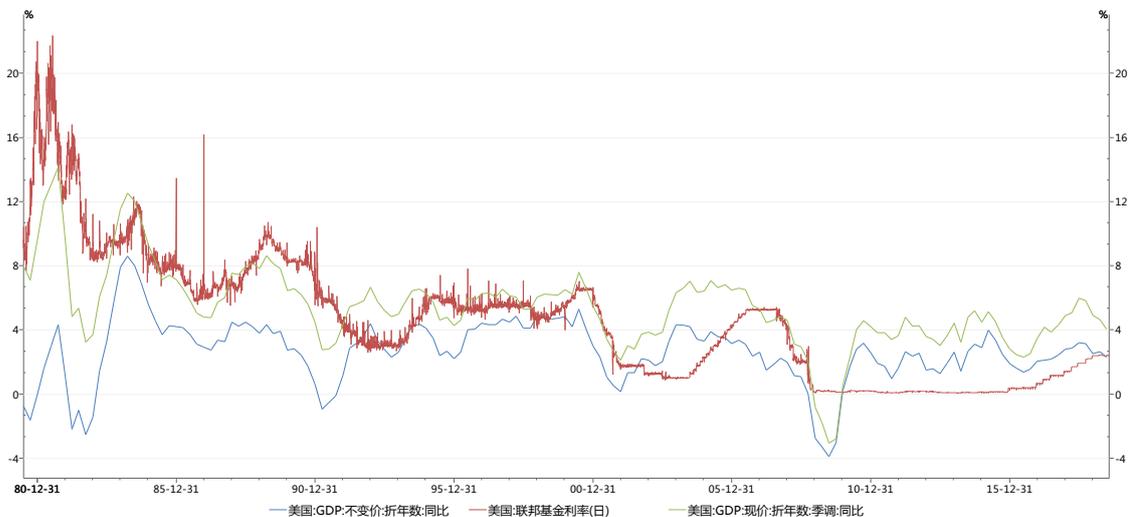
1) 实体经济：随着 GDP 回落，中性偏宽松对应的降息幅度至少为 3 次。

本次降息是对最后一次加息的修正，当前的利率水平处于中性略偏上方的位置。今年美国经济衰而不退，上半年 GDP 平均增速较去年高点已回落 50bp。由于当前利率水平处于中性区间偏上方，实体经济 PMI 处于底部，相应的中性利率区间偏下方位置也应回落至少略高于 GDP 回落的幅度。

我们在去年 4 季度报告中曾经讨论过中性利率低于美联储合意区间的问题，也指出去年第四次加息理由不足。简单来说，虽然从历史角度，联邦基金利率处于实际 GDP 季度同比之上是利率中性的典型特征。但近十年来，由于较为罕见的高杠杆率，中性利率低于实际 GDP 同比是非常合理的。从市场反应来看，去年第四次加息后资本市场的震荡也反映了这一点。

上半年实际 GDP 同比增速 2.47%，比去年同期回落 50bp 左右。联邦基金利率为 2.40%，已位于实际 GDP 同比增速上方。基于健康的消费和政府开支数据，预计美国实体经济下半年环比略有回升，同比略有走低。考虑到实体经济 PMI 处于底部区间，即使 2 季度 GDP 超预期，美联储仍有充分理由降息。

图 1：联邦基金利率与 GDP 增速



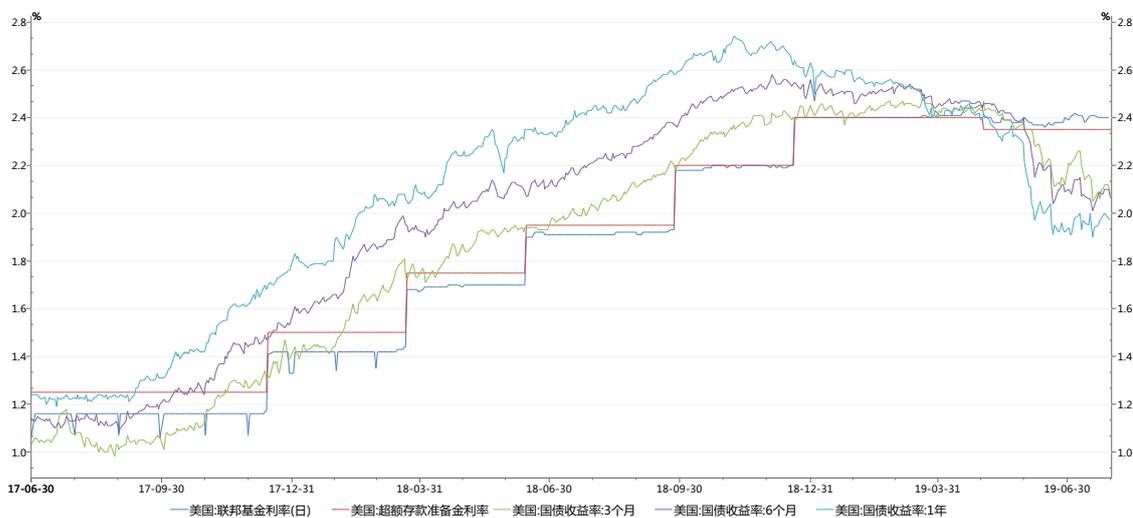
资料来源: wind, 东兴证券研究所

单击此处输入文字。

2) 金融市场：从短期利率市场看，货币政策偏紧。

降息前，3个月国债利率已低于联邦基金利率 30bp，这是典型的货币政策偏紧信号。短期国债利率低于 FFR 意味着金融机构在货币市场融资成本已经低于官方成本，促使金融机构倾向于在市场中融资而非由美联储主导的银行间市场。若 8 月 1 日降息后短期国债利率仍不能回升至 FFR 上方，则美联储存在及时修正货币政策的必要。

图 2: 联邦基金利率与短期无风险利率



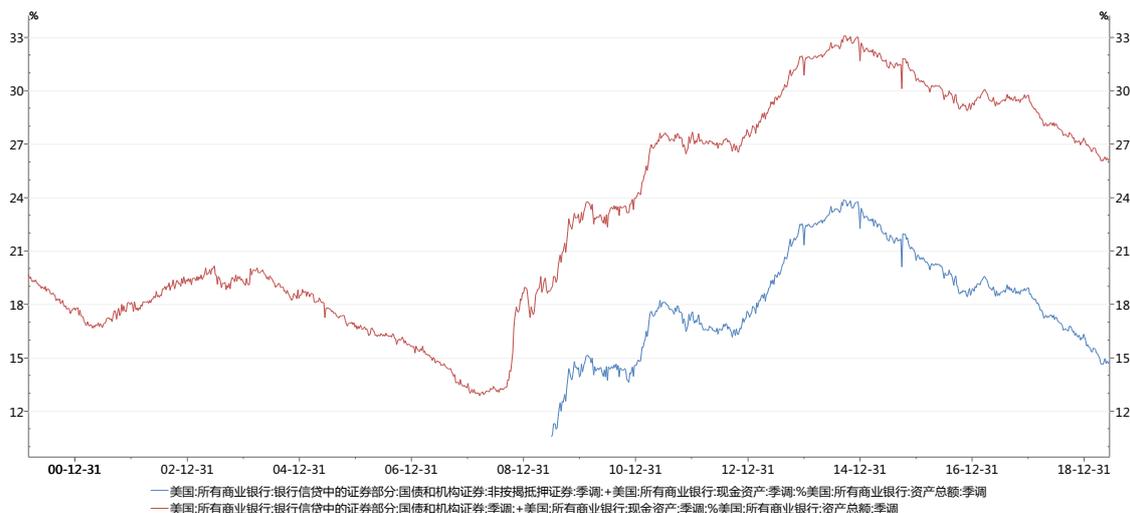
资料来源: wind, 东兴证券研究所

3) 缩表：QE 创造的宽松的金融环境大多已被缩表抵消，可以认为缩表已达到目的。

目前美联储总资产缩减约 0.8 万亿美元，抵消了第二次 QE (0.5 万亿)。虽然总资产仍有 3.8 万亿，但应考虑到四个因素。一是当前名义 GDP 比 2007 年高出 1/3，商业银行资产总规模也高出约 50%；二是**商业银行持有的高流动性资产（国债+现金（含准备金））占商业银行总资产比重已降低到第一次 QE 之后的水平，即缩表对商业银行的资产结构的影响远比美联储总资产的变化要大的多**；三是金融机构对流动性资产偏好的结构性提高；最后，为了应对巴塞尔 III 协议对流动性资产的要求以及美联储对大型商业银行的压力测试，商业银行有永久增持高流动性资产的需求。因此 QE 创造的宽松的金融环境大多已被缩表抵消，可以认为缩

表达到目的。

图 3: 商业银行高流动性资产占总资产比重



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 降息影响: 本次降息已被市场充分吸收。若美联储能及时进一步降息, 则资本市场稳定略偏积极。

投资: 25bp 降息有助缓和杠杆下的利率风险, 但不足以彻底缓解明年利率负担。降息可降低企业债务再融资成本, 减轻利率抬升对企业利润的侵蚀, 对冲部分贸易带来的不确定对企业投资的压制。考虑到今年以后 3 年内面临展期的公司债券量激增, 25bp 的利率下浮不能足够缓解明年的利率负担。若美联储能及时进一步降息, 投资仍有望在下半年企稳。

通胀: 通胀与降息之间没有短期直接关系。CPI、PPI 同比在 10 月前没有上涨动力, 10 月后受原油同比回暖有望趋势性回升。年内核心 CPI 稳定, 处于 1.9~2.2% 之间。

美债: 由于市场已充分预期了本次降息, 在美联储没有加速宽松的迹象出现前, 美十债利率没有足够的下跌空间。

美元: 美元中期仍处于强势。**不考虑政治因素**, 汇率的拐点往往和各国央行货币政策落地时间节点有关, 而走势方向取决于各国央行货币政策的相对宽松程度。目前看, 欧洲对极度宽松的货币政策的意愿最为强烈。10 月前后, 英国大概率会大幅降息以对冲脱欧对经济的负面影响。而美联储主席在 FOMC 会议后的发言中并未提及对未来降息的明显偏好, 本次降息已被市场充分预期, 因此, 美国货币政策仍是全球最紧的。在欧洲和英国宽松政策落地后, 若美联储进一步宽松, 或者美联储有加速宽松的意愿, 才是美元长期走弱的关键拐点。

美股: 若美联储转变目前谨慎降息的态度, 则仍维持中性偏积极, 震荡慢涨态势, 涨幅较上半年有所收窄。若美联储短期未能转变, 则相应时间窗口内美股震荡加剧。

结论:

若 8 月 1 日降息后短期国债利率仍不能回升至 FFR 上方, 则美联储存在及时修正货币政策的必要。对应中性偏宽松的降息幅度至少为 3 次。随着金融环境转为宽松, 下半年美国经济增长或可有所回升。

风险提示: 中美贸易摩擦继续。

分析师简介

王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有 8 年中国宏观经济和资产配置研究经验。

研究助理简介

研究助理：康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_11054

