

态度偏鹰，勿期望太多 ——2019 年 7 月议息会议点评

宏观简报

美联储 7 月议息会议决定降息 25 bps，符合市场预期。对于未来降息路径，鲍威尔持谨慎态度，并将当前的降息描述为“周期中的调整”（mid-cycle adjustment）。我们认为鲍威尔试图在引导市场，对未来降息的幅度和持续时间的长度不要有过度期待。基于鲍威尔的表态和美国基本面相对稳固的事实，我们重申之前的建议：投资者勿对美联储货币宽松预期太多。

分析师

张文朗 （执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁 （执业证书编号：S0930519060003）
021-52523806
liuzn@ebcn.com

美联储决定降息 25 bps，联邦基金利率区间下调至 2~2.25%，符合市场预期。操作上，超额存款准备金利率（IOER）将从 2.35% 下调至 2.1%，以避免实际的联邦基金利率过高。

货币政策声明措辞变化不大。经济增长方面的措辞较 6 月几乎没变：劳动力市场强劲，经济活动温和扩张，消费回升，但投资疲弱。通胀方面显得没有那么悲观，市场隐含的通胀预期被描述为“保持低位”，而并非像 6 月所说的“有所下降”。

宣布提前结束缩表，预计影响有限。美联储决定将结束缩表的时间提前至 8 月，具体方案为：每月收回的本金中，200 亿美元将再投资于美国国债，期限匹配当前市场中的国债期限结构。超出 200 亿美元的部分将再投资于房屋抵押债券。这一政策变化的影响不会太大，主要是因为结束缩表的时间点也仅是提前了一个多月而已。

联储内部再现分歧，两位票委反对降息。此次降息的决定并非全票通过，堪萨斯联储主席 George 和波士顿联储主席 Rosengren 反对在本次会议上降息。这表明联储内部对是否降息、何时降息存在分歧，也意味着货币政策本身的不确定性在增加。对美债而言，长端美债的期限溢价或将提升，期限利差可能进一步走阔。

鲍威尔对未来降息的态度偏谨慎，符合我们的预期。本次议息会议前，除了降息幅度外，市场最关心的就是联储对未来降息路径的指引，部分投资者希望能够听到较为鸽派的言论。然而，在新闻发布会上，鲍威尔重申对美国经济的正面看法，并将当前的降息描述为“周期中的调整”（mid-cycle adjustment）。他不认为本次降息是一轮较长的降息周期的开始，还称不排除未来再次加息的可能性。显然，这样的表述比市场预期的更为鹰派。受之影响，美元走强至 98.6，创两年新高。美股重挫，三大股指均下跌超过 1%。

我们认为，**鲍威尔试图在引导市场，对未来降息的幅度和持续时间的长度不要过度乐观。**对于他所说的“周期中的调整”，一个可以参考的例子是 1998 年美联储降息时的情形。当时亚洲金融危机爆发，全球经济走弱波及美国，美联储在 1998 年 9-11 月降息三次，每次降息 25 bps，以应对来自外部的冲击。之后美国经济基本面好转，强劲的内需最终将经济推向过热，美联储又不得不于 1999 年 6 月重启加息，直至互联网泡沫破灭。当然，历史不会简单重复，美联储无法预设降息的路径。

我们重申之前的建议：投资者勿对美联储货币宽松预期太多。如我们在报告《增长超预期，降息为“保险”》中所述，当前美国经济基本面尚可，而企业债务率较高，美股又处在历史高位，鲍威尔不会急于发出进一步降息的信号。本质上，这是一个关于道德风险的问题。过度宽松会“鼓励”企业继续加杠杆，催生资产价格泡沫，这是美联储不愿意看到的。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_11071

