

美联储这次降息会走多远？

7月31日美联储利率决议前瞻

核心结论

对于即将在7月30日至31日举行的美联储议息会议，市场广泛认为美联储会选择降息。从去年年底开始，债券市场的参与者对7月的降息就开始有了部分预期，到了6月初的时候，几乎100%的参与者都认为美联储会在7月31日降息。

我们认为美联储大概率会选择降息25个基点。值得一提的是，截至7月19日，债券市场有18.5%的参与者认为美联会选择降息50个基点（剩余的81.5%参与者认为会选择降息25个基点）。我们认为美联储大概率会选择降息25个基点。主要有两个原因。第一是美国目前的经济数据还不足以支持50个基点的降幅，部分数据例如零售总额、新增非农就业和通货膨胀率近期有一定程度的走强。第二，和以往不一样的是，美联储目前对抗经济下行的弹药并不多。如果把降息看成是对抗经济下行（甚至经济衰退）弹药的话，美联储离0利率之间只有9颗25个基点的“子弹”，所以美联储会非常谨慎选择使用这些“弹药”库存。

我们目前的预测是美联储会在未来9个月降息四次。目前最关键的问题是，美联储在7月31日选择降息之后的降息路径会如何演绎。我们对美联储自1971年中以来的货币周期进行了总结分析。考虑到目前美国的通货膨胀率和经济波动更接近于1988年之后的情况，我们认为1988年至今的降息周期参考价值更多一些。总的来说，1988年至今美联储一共有五轮降息周期，还没有出现过只降息一次就停止降息的情况，五轮降息周期降息次数最少为三次，最少的降息幅度为75个基点。主要的原因是因为一旦经济下行周期开始形成之后（或者是如1998年的大外部冲击），一次降息并不足以对抗经济的下行压力。从历史经验来看，结合当前美国及全球经济景气程度，我们认为这一轮的降息周期会在三次以上。我们目前的预测是美联储会在未来9个月降息四次。另外需要注意的是，自2015年12月至2018年12月的紧缩周期中，美联储是用了加息和缩减资产负债表的组合拳，这一点不同于之前的紧缩周期。目前看来，美联储会在今年下半年正式停止缩表。

风险提示：美联储降息幅度低于预期；美国经济大幅下滑。

分析师

 雒雅梅 S0800518080002
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

 张育浩
  zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
 田维韦 S0800518080003
  tianweiwei@research.xbmail.com.cn

相关研究

宏观：《美联储的降息将会开启全球主要资产再定价过程——美联储料将释放降息信号，贸易争端或于G20缓和》 2019-6-17
 宏观：《美国经济下行迫使特朗普改变强硬的贸易立场——中美月底 G20 的会晤结果预计会超出市场预期》 2019-6-19
 宏观：《一周经济数据前瞻——G20 会晤成果正面，非农就业或确认美国经济拐点》 2019-7-01
 宏观：《美国非农就业数据扰动市场，金价近期有走软压力》 2019-7-08
 宏观：《下半年美国宏观经济展望——美国经济拐点渐行渐近》 2019-7-18

从美联储历史降息周期推演之后的降息路径如何演绎

目前最关键的问题是，美联储在7月31日选择降息之后，之后的降息路径会如何演绎。我们对美联储自1971年中以来的货币周期进行了总结分析。

首先，我们将这段时间分成1971年至1988年，以及1988年至今这两段时期分别考察。分成两段时期的原因主要是在80年代中后期之后，受到多个因素的影响，美国的经济周期进入了一个所谓的“大稳定”(The Great Moderation)时期，其显著的特征之一就是通货膨胀率的波动大幅下降。同时货币政策(主要是利率)的波动性也下降了很多。所以从80年代中后期至今的几个降息周期非常明显。但在80年代中后期之前，通货膨胀率波动则要大很多。同时美联储的货币政策也经常在短时间内出现较大的改变，使得利率的波动也很高。另外，美联储在这个时期的利率调控政策也并未完全成型。利率的改变有时是缓慢的(例如在三个月内缓慢降息50个基点)。因此降息周期在部分时期并不十分明显。考虑到目前美国的通货膨胀率和经济波动更接近于1988年之后的情况，我们认为1988年至今的降息周期参考价值更多一些，因此分析会着重在1988年至今的降息周期。

在1988年之后，美联储一共有五个降息周期，分别是1989-1992, 1995-1996, 1998, 2001-2003以及2007-2008这五个降息周期。在这五个降息周期中，降息次数最少为三次，最少的降息幅度为75个基点。这五个降息周期平均降息375个基点，平均降息周期(第一次降息至最后一次降息)约为18个月，第二次降息距离第一次降息时间接近两个月。但需要注意的是，第二次降息时间距离第一次降息时间的差值的方差比较大，这其中有1998年9月和10月应对亚洲金融危机和长期资本管理公司崩盘的快速降息(中间间隔13天)，也有1995年7月和12月相隔5个月的第一和第二次降息。另外，1995-1996和1998年两个降息周期都只有三次，之后经济反弹，美联储停止降息。降息周期最短的则是1998年的周期，这个降息周期只持续了一个半月。在1971年至1988年这个时期，最少的降息次数同样为3次(在1980年4月至6月)，持续了两个月。1973年也有过一个降息周期，但由于当时的利率政策没有完全成型，因此美联储在5个月内缓慢降息200个基点。总的来说，1988年至今，还没有出现过美联储只降息一次就停止降息的情况。主要的原因是因为一旦经济下行周期开始形成之后(或者是如1998年的大外部冲击)，一次降息并不足以对抗经济的下行压力。

从这些历史经验来看，结合当前美国及全球经济景气程度，我们认为这一轮的降息周期会在三次以上。我们目前的预测是美联储会在未来9个月降息四次。另外需要注意的是，自2015年12月至2018年12月的紧缩周期中，美联储是用了加息和缩减资产负债表的组合拳，这一点不同于之前的紧缩周期。目前看来，美联储会在今年下半年正式停止缩表。

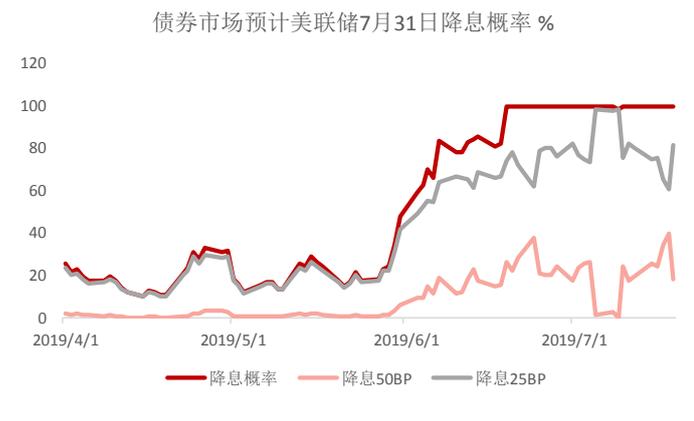
降息对大类资产的影响

我们再来看降息对于大类资产的影响，首先是美元。自从市场对美联储的降息预期开始启动之后，美元指数已经开始走弱。具体来看，美元指数在今年四月底和五月底到达98点上方以后，随后被市场的降息预期在六月一度打压到96点左右(近期略有反弹)。我们认为，目前的美元指数已经基本包含了美联储在7月底这次降息的动作。但如果美联储选择继续降息，则会对美元指数形成额外的压力。受限于货币政策中可供宽松的空间不多，其他主要经济体的央行(主要是欧洲央行和日本央行)在未来一段时间货币政策宽松的幅度会大幅弱于美联储。因此，美联储在7月底之后的第二和第三次降息会继续缩小美国和其他国家之间的利率差，从而对美元指数形成压力。需要注意的是，美元指数的走低将不断削弱欧洲和日本的出口产品竞争力，进而影响到这些经济体的经济表现。因此欧洲央行和日本央行在未来也会有一定的宽松货币政策需要。

同样的逻辑也可以应用于黄金，我们判断黄金目前的价格（1420 美金/盎司左右）已经在相当的程度上反应了7月底美联储的降息动作。但美联储之后的降息动作存在一定的客观不确定性，因此如果美联储确实选择继续降息，则会继续推高黄金的价格。

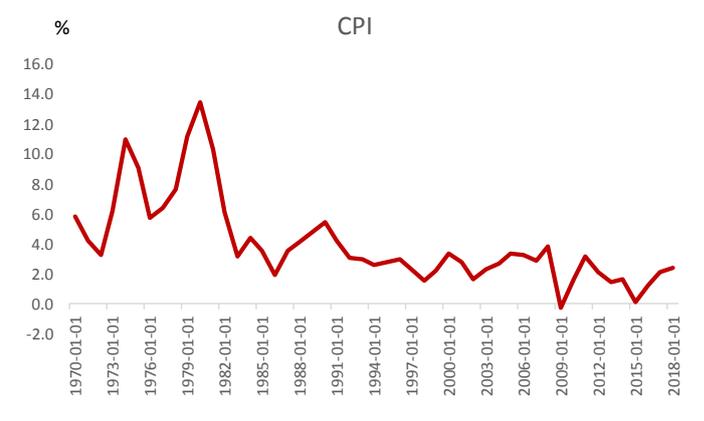
对于美国股市来说，降息本身会利好股市的估值。但是对于美股来说，利率只是多个重要因素中的一个。其他的重要因素还包括上市公司的盈利状况以及投资者信心和情绪。而且额外的降息边际上对于投资者情绪的影响会逐渐减弱。考虑到美股今年到目前为止的涨幅已经非常高，我们认为美股最终会回归到经济基本面，具体要看上市公司财报综合的表现。

图 1：截止 7 月 19 日，81.5% 参与者认为会降息 25BP



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 2：1988 年以来美国通货膨胀率的波动下降



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

表 1：美联储 1971 年中以来的降息周期

降息周期	降息前利率	降息结束后利率	降息程度(BP)	降息次数	时间间隔 (月)		
					最后一次降息距离第 一次降息的时间(月)	最近一次降息距离上一次 加息的时间(月)	第二次降息距离第一 次降息时间(月)
2007/9/18-2008/12/16	5.25%	0.25%	-500	10	15.2	14.9	1.4
2001/01/03--2003/06/25	6.50%	1.00%	-550	13	30.1	7.7	0.9
1998/09/29--1998/11/17	5.50%	4.75%	-75	3	1.6	18.4	0.5
1995/07/06--1996/01/31	6.00%	5.25%	-75	3	7.0	5.2	5.5
1989/06/05--1992/09/04	9.75%	3.00%	-675	23	39.6	3.4	1.0
1984/10/02--1986/08/19	11.75%	5.875%	-587.5	13	22.9	1.4	1.2
1981/06/01--1982/12/15	20.00%	8.50%	-1150	12	18.7	0.8	5.1
1980/04/01--1980/06/05	20.00%	9.50%	-1050	3	2.2	1.0	1.7
1974/07/01--1975/04/30	13.00%	5.25%	-775	12	10.1	2.0	5.4
1973 年 9 月-1974 年 2 月	11.00%	9.00%	-200	-	-	-	-
1971/09/01--1971/12/20	5.75%	3.50%	-225	7	3.7	0.5	2.3
均值 (1971 年中以来降息周期)			-566		15.1	5.5	2.5
均值 (1988 年之后 5 轮降息周期)			-375		18.7	9.9	1.9

资料来源：Bloomberg，美联储，西部证券研发中心

注：降息周期根据美联储报告《Monetary Tightening Cycles and the Predictability of Economic Activity》2009,10 对货币紧缩政策的定义确定；2) 1973 年 9 月-1974 年 2 月期间美联储逐渐降息 200BP，图表中各指标均值均不包含此次降息周期。

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李思	全国	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	机构销售助理	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售助理	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	高级机构销售	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	非公募资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	非公募高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn

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_11241

