



东兴证券
DONGXING SECURITIES

美联储主席国会听证降息信号明确

2019 年 7 月 11 日

宏观经济

事件点评

汤黎明	宏观经济分析师	执业证书编号: S1480519010003
	tang_lm@dxzq.net.cn 010-66554033	
康明怡	研究助理	
	kangmy@dxzq.net.cn	

事件:

美联储主席昨日在国会接受听证，同期发布的 FOMC6 月纪要。

美联储核心观点有三，一是贸易和全球经济疲软带来的不确定增加；二是通胀压力持续不振；三是实体经济投资疲软。我们注意到，劳动力市场数据的重要性下降。FOMC6 月纪要态度较 5 月有重大转变，在肯定消费和劳动力市场稳定的同时，对不确定性的悲观和通胀不振的担忧表达更多，对金融市场的震荡和市场对美联储降息预期着墨甚多。近期降息信号非常明确。

观点:

1. 通胀在下半年难有起色。美联储最新表态中最重要的转变是修正了关于“通胀低迷是暂时的”这一观点。今年 3、4、7 月报告中我们一直维持通胀不振的观点，在 7 月 8 日的专题报告中详细阐述了通胀不振的原因。我们预计美国通胀 CPI 在 10 月之前仍不会有明显起色，受原油价格影响，10 月后有趋势性回升的可能。核心 CPI 同比在下半年大概率在 1.9%-2.2%之间，但趋势性转好的迹象暂不明显，可认为核心通胀不振并不是短期现象。

1.1 微观：暂时没有通胀压力上涨的迹象。6 月美联储褐皮书显示，无论 CPI 还是 PPI，通胀压力均没有看到普遍的加速迹象。特别地，得益于政治因素，医药价格的增速明显下降。

1.2 货币：中性略偏紧，对通胀有负面作用。利率方面，接下来可能的降息操作也仅仅是将货币政策修正回中性区间，有缓和通胀下行的作用，但大幅刺激通胀的可能在下半年较难显现。缩表方面，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

1.3 需求：需求端对通胀压力难产生刺激。预计 2、3 季度消费有所回暖，对核心 CPI 有所支撑。消费：预计 2、3 季度商品消费有所改善，但服务消费有减速迹象。由于服务消费占个人消费比重较大，综合来看，消费需求仍将稳定但不强劲。投资：疲软符合我们预期。虽然美联储表达了对投资，特别是制造业和核心资本订单疲软的担忧，但今年投资疲软并不意外。根据经验，当商业银行工商业贷款同比超过 10%时，短期内实际固定投资同比增速高点已过。此外，叠加贸易摩擦带来的不确定性影响，预计短期内投资同比疲软仍会持续。

1.4 通胀数据特点：核心 CPI 年内没有上涨压力。CPI、PPI 同比、环比：主要受能源价格波动影响，在 10 月前没有上涨动力，10 月后同比有望趋势性回升。核心 CPI 同比：CPI24 个月移动平均同比与核心 CPI 的

同步性较强；服装细分项对核心 CPI 解释力度较高，而服装成本价格棉花与涤纶长丝价格同比处于低位区间。我们预计核心 CPI 同比在下半年大概率在 1.9%~2.2%之间。

2. 贸易和外围经济的不确定性

美联储表达了由贸易和全球经济带来的不确定性。但**我们认为随着北美贸易谈判的最终落地（国会通过），贸易的不确定性对美国的影响在进一步降低**。相比于中国，加拿大和墨西哥与美国的经贸往来更为紧密。虽然与中国的贸易摩擦是长期性的，但今年能够达成休战的可能性仍旧很高。

欧洲方面，如果美欧贸易谈判能够落地，特别是工业品方面，则德国经济将会有所好转，从而欧洲经济可随之企稳。

结论：

本次美联储反应较为及时，我们仍维持实体经济衰而不退的观点，未发现流动性问题。

股市：虽然市场受美联储转鸽信号提振，我们对美股仍维持**中性偏积极**的观点，在前高附近震荡。

债市：美十年期国债利率下行空间不大。

汇率：美联储降息政策落地即为美元转弱的长期拐点

大宗：短期受美元转弱影响，仍可看到石油、黄金双升的局面。特别的，黄金的中长期涨势观点维持不变。

最后从时间节点上，我们认为基建和货币政策能够有很好的配合。美版基建仍可期待。

风险提示：中美贸易摩擦继续

分析师简介

汤黎明

中央财经大学财政学博士，维也纳经济大学访问学者，宏观经济研究分析师。2007—2015 年在经济类核心期刊发表论文 15 余篇。曾多次参与财政部、发改委、国务院发展研究中心等部委机关的宏观课题，曾荣获中央财经大学研究生国家奖学金和财政部“三优”论文评选二等奖。财政部办公厅研究处一年全职实习经验，中信银行三年金融行业从业经验，曾撰写教育、科研、文化、社保等 10 余个板块的行业营销指引。2016 年加入东兴证券研究所，从事宏观经济研究。

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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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_11502

