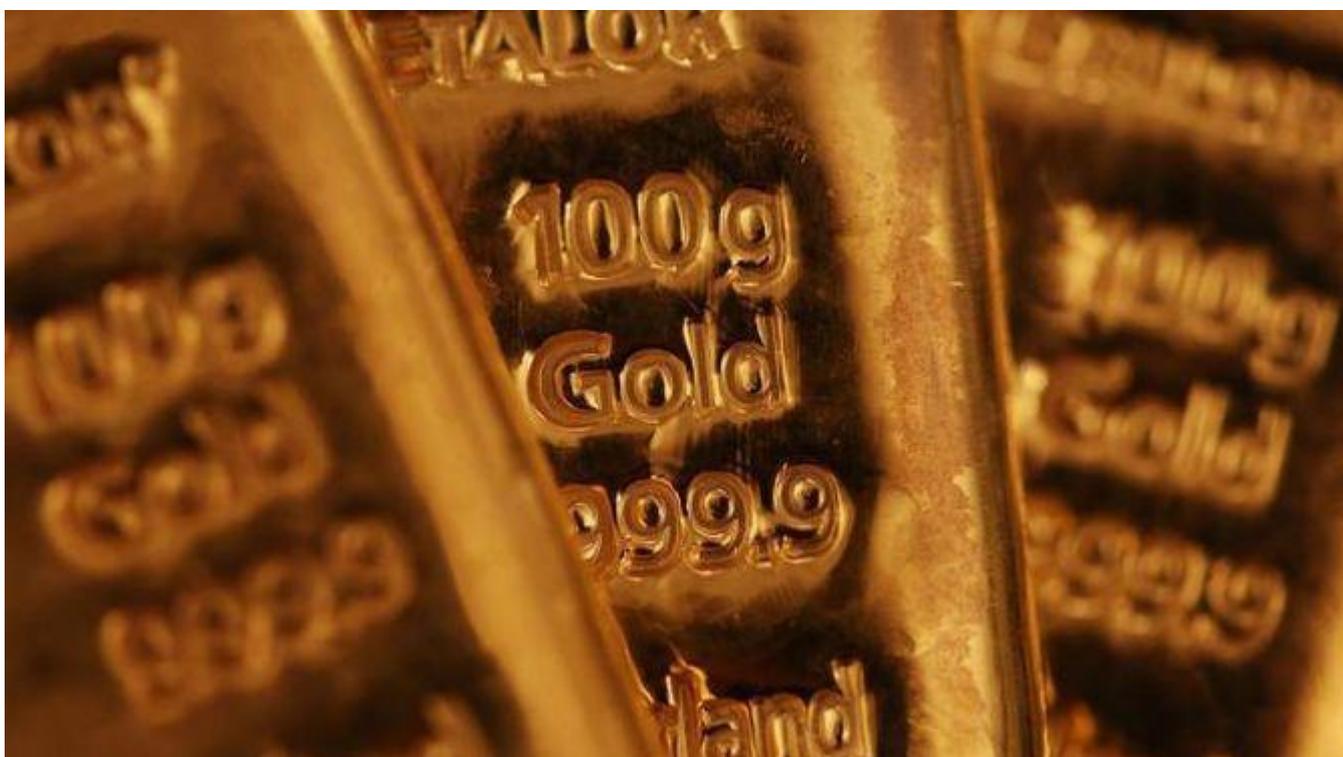


美联储若降息意味着什么？

目前市场预期美联储7月降息的概率超过七成，如果美联储在7月降息，则对经济提振效果如何，又将产生何种影响？



（图片来源于网络）

来源：FT 中文网。

光大银行金融市场部宏观分析师 周茂华

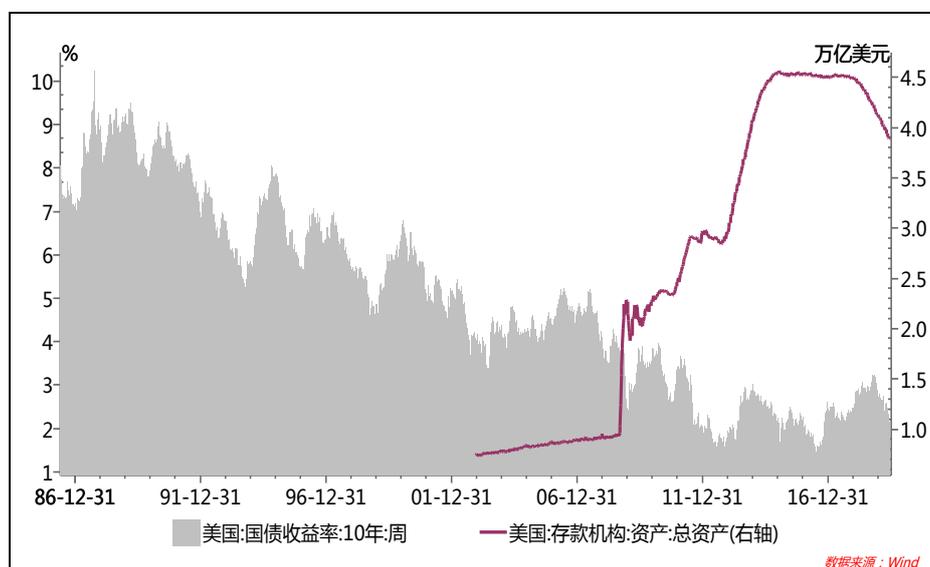
电话：010-63636391

邮箱：zhoumaohua@cebbank.com

美联储降息效果有限

一般来说，美联储降息通过金融市场降低消费者与投资者融资成本，激发微观主体活力；美联储降息与充裕的流动性将推升股市等资产价格，通过财富效应提升家庭消费支出；降息也将刺激房地产等行业投资扩张，促进就业正向经济循环；另外，美联储降息压低美元汇率促进出口等。但世易时移，市场不应对美联储降息报以过多期望。

首先，市场不缺流动性。目前美国联邦基金利率与市场利率处于历史低位，美联储资产负债表处于历史高位，市场并不缺流动性。截至目前，美国10年期国债收益率在2.0%附近波动，联邦基金利率2.375%，二者均处于历史低位；美国资产负债表3.89万亿美元，相当于2008年9000亿美元的4倍多。目前经济体系是流动性泛滥，即便7月美联储降低利率25个基点，对经济影响更多是象征意义。



数据来源：Wind，中国光大银行金融市场部。

其次，货币政策难解结构性问题。2008年美国金融危机以来，美联储实施三轮非常规政策，但需求始终出不来，如此大规模货币供应，通胀却长时间偏离美联储2.0%目标。其中相对合理解释是美国经济结构问题严重，例如：贫富差距在后危机时代不断扩大，人口老龄化率上升，信息与物流技术进步，竞争激烈，以及输入低物价等，消费者物价长时间低迷。实践表明，货币政策对深层次结构性问题效果有限。数据显示，美国在战后基尼系数整体呈现上行趋势，美国1%的人占据22%的财富，10%家庭掌控者70%财富，财富高度集中，降低了消费动能。

再次，美联储降息是否一定增强美国贸易优势？一般来说，一国降息将打压本币汇率提升贸易条件，但美元有其特殊性。主要是美国通胀前景仍偏乐观，美联储降息、贸易争端，欧、日等央行将有进一步降息压力，美联储与欧、日央行“政策差”将对美元构成支撑，美联储降息并不意味着美元趋势走弱。如果美国通胀超预期，市场对美联储加息预期重燃，美元重新走强，新兴市场国家汇率与资本流动构成压力，这将对冲美联储降息影响。

最后，美联储政策空间也将制约其效果。美国经济高度虚拟化，市场在政策传导、政策效果方面发挥至关重要，要让市场相信美联储有足够能力保持经济与物价目标的实现，市场高度关注美联储政策适时得当与否，政策空间是否足够，目前，联邦基金利率与美联储资产负债表相较于历史水平空间极为有限。市场对美联储是否有能力应付下一次经济危机持怀疑态度。

美联储降息影响

美联储降息可能通过以下三方面影响全球市场：

首先，释放两方面信号。一是，美国经济前景恶化，美联储开启新一轮宽松周期。美联储政策走向对市场预期引导关键，美国在经历战后最长的复苏周期，投资者对美国经济步入周期尾部预期强烈，叠加贸易摩擦令美国经济前景蒙尘，在此节点，美联储降息无疑向市场释放美国经济未来12个月陷入衰退信号。二是，美联储独立性削弱。近几个月白宫官员并未减少对美联储加息抨击，从美国就业强劲、薪资保持增长看，美联储“急于”在7月降息，容易引发市场对美联储独立性减弱的担忧。

其次，利好金融资产估值。一般来说，美联储降低利率与开闸流动性将利好金融资产估值，预示美国金融资产盛宴尚未落幕，尤其对那些房地产等利率敏感型板块优先受益；一旦市场形成美联储将开启宽松周期，将鼓励企业再度大量融入廉价美元资本回购公司股份，毕竟实体需求乏力，企业通过金融市场赚取利润“更容易”；美联储降息也可能进一步压低利率水平，鼓励投资者增加风险胃纳，追求高收益。但值得关注的是，如果这种政策宽松是建立在经济趋缓与企业盈利前景恶化背景下，风险资产估值上行高度将受制约。

第三，拓展新兴市场货币政策空间。考虑美联储政策外溢性效应，美联储降息将降低部分新兴市场的汇率贬值与资本外流压力，新兴市场宽松的货币政策空间有所增大，这一程度利好新兴市场风险资产。

警惕哪些风险？

首先，警惕新兴市场债务膨胀。美联储降息叠加美国债务问题容易引发市场预期美联储将长期维持低利率环境，这将鼓励全球投资者继续加杠杆，据国际金融协会(IIF)统计，过去五年全球新增25万亿美元债务量中绝大部分来自新兴市场，美联储再度启动宽松周

期，势必推动新兴市场外债规模进一步攀升；在美元等外币债务上升同时，债务期限错配、行业分布不平衡都可能成为新兴市场金融风险隐患。

其二，资产泡沫风险集聚。美联储如果开启降息周期，全球流动性再度开闸，将导致全球房地产、金融资产等估值持续走高，在全球实体需求面疲弱，经济增长乏力趋势下，金融市场与实体经济“二元化”加剧，资产泡沫风险加剧，金融体系脆弱性上升；由于风险溢价持续继续压低，垃圾债的春天又将来临？

其三，警惕美元走强风险。欧美央行之间“政策差”且竞相宽松取向，美联储全球储备货币角色，削弱了美联储降息威力，美元未来走势不确定性仍高，部分基本面相对脆弱新兴市场仍需要警惕美元走强带来的负面影响。

对中国的影响

政策：中国央行政策仍将以我为主，稳健基调未变，央行将保持流动性合理充裕，央行在目前基础上大幅宽松的概率低。美联储政策转向鸽派，容易引发市场对央行政策宽松预期，但目前中美利差维持高位，中美2年、10年期国债利差分别达到109和120个基点，均高于历史均值，未来央行政策将在稳增长、防风险与稳杠杆之间取得平衡，根据国内就业、物价与流动性变化趋势进行预调微调。央行政策并不必然跟随欧美转向宽松，央行实施过度宽松货币政策容易导致局部风险积累，不利于供给侧结构性改革。

利率：从国内经济基本面与流动性趋势看，短期利率整体下行空间有限。目前国内流动性合理充裕，近期受年中、季末等因素干扰，市场对资金面预期存在波动，但央行及时采取一系列组合政策进行对冲，各期限市场利率整体处于历史低位运行；从趋势看，随着

管理层一系列减税降费、补基建、结构性货币政策效果逐步显现，国内经济整体有望运行在合理区间；综合考虑稳内需政策，食品价格波动等因素影响，年内通胀中枢较2018年略抬升，但动能仍温和，国内主要问题在于货币政策传导不够通畅，央行难以在目前基础上大幅放松流动性，利率难有趋势下行行情。

汇率：美联储降息对人民币汇率影响有限，年内关注贸易争端影响，如果特朗普继续升级贸易争端，人民币兑美元汇率将继续看空，反之，如果中美贸易协议释放积极信号，人民币兑美元汇率中枢将略升。但整体人民币汇率有望兑一篮子货币保持平稳，在合理均衡水平附近波动。

主要是人民币汇率稳定的三大保障：一是，内部因素。从国内消费潜力释放、稳增长政策积极看，年内经济有望运行在合理区间，考虑通胀中枢温和上移，政策传导不畅等问题，结构性政策不改稳健基调；随着国内经济结构转型升级，国际收支趋于均衡，2019年1季度国内经常账户顺差占比GDP比重仅为0.3%，这显示目前国内汇率水平是相匹配的；尽管近几个月外汇市场受一系列因素冲击，但从银行结售汇等指标看，市场对人民币汇率走势预期整体平稳。二是，外部因素。美国经济尽管趋缓，但是仍运行在长期趋势水平上方，且远好于欧日经济表现，美联储与欧、日央行等保持有望保持正的“政策差”，美元

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_11744

