

类别

宏观点评

日期

2019 年 6 月 20 日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

高级研究员：何卓乔（宏观）

020-38909340

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕（国债）

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬（汇率）

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：卢金（股指）

021-60635727

luj@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3036158



美联储倾向于以降息来对冲贸易冲击

一、事件

6月19日美联储议息会议决定维持联邦基金利率目标区间于[2.25-2.5]%不变，会议声明以及美联储主席鲍威尔新闻发布会强调美联储认为放松货币政策的理由已经有所加强，但美联储官员对于未来货币政策变动前景存在较大分歧，总体而言美联储对于年内降息尚未下定决心。

二、分析

2.1 会议声明不再“耐心”

在议息会议声明中，美联储对美国经济活动整体判断由“稳健”下调为“温和”，略有放松但仍处于景气期；虽然在货币金融压力指数回落的情况下家庭支出增长有所回升，但在国际贸易形势冲击下企业家缺乏信心企业固定投资指标一直疲软；再者由于美国进口商在关税压力下加大从越南等东南亚国家采购力度，以及国际原油价格在国际经济形势影响下大幅回落，美国核心通胀以及整体通胀已经较长时间低于2%，由债券价格计算的通胀预期指标已经下滑。总体上看，国际贸易形势重整最终会导致美国经济进入滞胀格局，但经济增长停滞来的更快，而通胀上升的时机尚未成熟，这也给予美联储宽松货币政策的时间窗口。

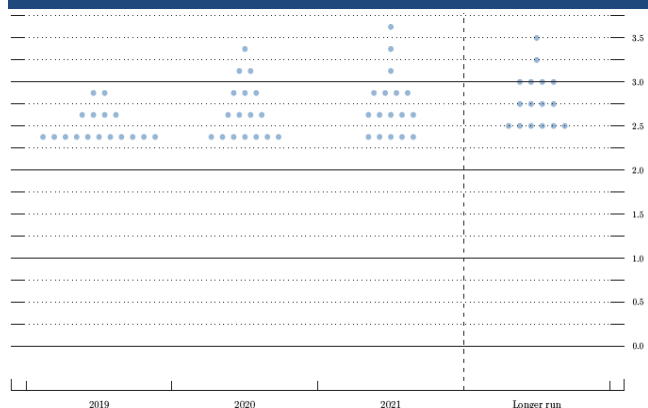
目前美联储依然认为经济活动的持续扩张、强劲的劳动力市场状况以及通胀接近委员会的对称性2%目标是最可能的结果，但这种前景的不确定性由于国际贸易形势而有所增加。鉴于这些不确定因素以及缓和的通胀压力，委员会将密切关注最新信息对经济前景的影响，并将采取适当措施来维持经济的扩张、强劲的劳动力市场和通胀接近其对称的2%目标。这说明在国际贸易形势冲击下，美国经济增长势头出现较高的不确定性，而且美国通胀也较长时间低于美联储目标，因此在更多数据证实美国经济受到较大冲击之后，美联储倾向于以降低政策利率来稳定经济增长。

但由于近期美国经济数据良莠不齐，美联储联邦公开市场委员会（FOMC，美国货币政策的最终决定者）官员对于是否年内降息存在较大分歧，在本次会议上FOMC主席鲍威尔、FOMC副主席（兼纽约联储主席）威廉姆斯、美联储副主席克拉里达、美联储理事鲍曼、美联储理事布雷纳德、美联储理事夸尔斯、芝加哥联储主席埃文斯、堪萨斯城联储主席乔治和波士顿联储主席罗森格伦认为需要进一步观察数据，而圣路易斯联储主席布拉德倾向于立即降息25个基点。

2.2 利率预期出现较大分歧

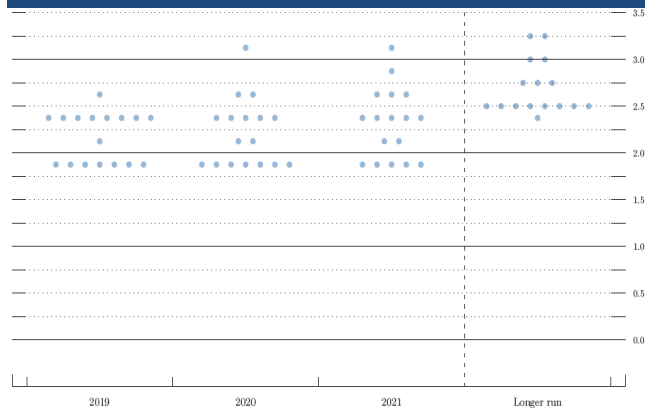
从美联储提供的经济通胀预测材料看，其实美联储对于经济前景预测的变动甚少，对于失业率的预测甚至还更加乐观，只是对于近期通胀形势展现出较大的担忧，2019 年底核心 PCE 通胀率、PCE 通胀率预期分别由 3 月会议时的 1.8% 和 2% 下调至 1.5% 和 1.8%。由于美国进口商积极将采购地由中国转移到越南等人工成本更低的东南亚国家，以及中国出口商抓住关税上调前机会抢跑，国际贸易形势尚未对美国产生输入性通胀压力；但若美国进一步对全部中国产品加征关税并且长时间维持，我们预计最早 2020 年上半年输入性通胀就将对美国整体通胀产生明显压力。

图1：美联储3月会议利率点阵图



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：美联储6月会议利率点阵图



数据来源：Wind，建信期货研发中心

在利率点阵图方面，相比较 3 月会议时与会者对 2019 年货币政策预期“大部分赞成维持不变耐心等待，小部分依然坚持加息”，6 月会议与会者预期调整为“支持加息一次或降息一次的寥寥无几，支持降息两次的与赞成维持不变的互相匹敌”；而且观察与会者对于 2020 年底、2021 年底的预期，也都展示出严重分歧的情况，这与 3 月会议以及之前会议利率点阵图所展示出来的情况（中间派占多数）完全不一样。参会者预期严重分歧的情况体现在利率预期上，就是参会者目前对 2019 年底、2020 年底、2021 年底和长期中性利率的预期分别为 [2.25-2.5]%（较 3 月会议不变）、[2, 2.25]%（较 3 月会议下降 50BP）、[2.25, 2.5]%（较 3 月会议下降 25BP）和 2.5%（较 3 月会议下降 25BP）。从本次利率点阵图看，美联储认为潜在中的降息是为对冲国际贸易形势的中短期冲击，但美国经济景气期尚未结束，而美联储货币政策正常化进程也尚未结束。

2.3 鲍威尔新闻发布会

在议息会议之后的新闻发布会上，美联储鲍威尔指出许多人预计将要降息，

但在本次会议上没有多少人支持现在降息，除了布拉德之外所有人都认为最好在行动前看到更多信息；FOMC 希望在采取放松货币政策之前，先观望最近出现的贸易紧张迹象是否会得到缓解；因为有些发展是最近才出现的（包括5月份中美贸易形势恶化，以及美国总统特朗普以关税威胁墨西哥处理移民问题等），FOMC 要观察这些事态是否会持续下去；但有关未来降息的理由已经有所加强，美联储对议息会议声明作出了重大调整，一旦有需要将立即采取行动来维持经济增长。

此外，鲍威尔还表示利率点阵图首次发出降息信号，但美联储尚未真正讨论降息规模即降息25个还是50个基点，美联储的政策讨论集中在如何对不确定的环境作出适当的反应，他再次强调点阵图不能作为美联储货币政策方面的预测参考。CME 联邦基金利率期货价格显示，美联储7月降息概率由会议前的86.4%上升到会议后的100%，9月前（含）降息2次概率由会议前的62.2%上升到会议后的84.5%。

我们认为美联储货币政策受到三方面的压力：国际贸易形势对美国经济通胀冲击（经济增速与通胀压力先降后升）、国际贸易形势以及欧洲地缘政治风险对美国国债收益率曲线的影响（十年期国债与3个月期国债收益率已经出现倒挂）以及美国政府持续不断的批判指责（最近新闻报道特朗普政府曾经在2月份考虑过将鲍威尔降职处理）。虽然最近美国十年期债券收益率大幅下降，但美国股市依然处于历史高位并没有强烈的调整意图，而且美国经济并没有呈现出全面疲软态势，比如近期的美国家庭支出已经有所回升（居民消费是美国经济的基石所在）。综合而言，美国经济景气期还没有结束，但是国际贸易形势会对美国经济通胀产生中短期不利冲击（尽管中长期利多），而且美债收益率倒挂也不利于银行体系扩张信贷支持经济，因此美联储降息既是对冲贸易形势冲击，稳定经济与金融市场，也有利于缓解政治压力，但判断美联储紧缩进程就此结束恐怕为时尚早。

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_11836

