

美联储降息预期再修正

报告摘要

● 主题评论：美联储降息预期再修正

- 北京时间5月2日凌晨，美联储召开议息会议，维持联邦基金利率目标区间在2.25%-2.50%不变。本次会议及会后的新闻发布会值得关注的点包括：
 - **(1) 美联储将存款准备金利率和超额存款准备金利率 (IOER) 降低5个BP至2.35%。**金融危机后，IOER成为联邦基金利率 (EFFR) 的实际上限，而 EFFR已经上涨至2.45%，远超IOER2.4%的水平。美联储下调IOER利率，目的在于降低无风险收益率，促使银行将资金从美联储账户中拿出来，增加同业拆借市场的资金供给，压低EFFR利率。从实际市场走势看，1日下调利率后，2日EFFR便从2.45%下降到2.41%。
 - **(2) 美联储可能会在后续几次FOMC政策会议上研究正回购工具。**如果EFFR利率持续偏高，联储便可能启用正回购工具作为利率走廊的上限，来对EFFR进行限制。除此之外，正回购还使得银行可以用持有的高质量流动性资产做抵押来换取资金，这样就降低了银行准备金的需求，增加货币市场的资金供给，同样可以压低货币市场利率。
 - **(3) 目前的政策是适合的，并没有看到加息或是降息的很大可能性。**鲍威尔认为美国现阶段通胀疲软是“暂时性”因素所致，压低通胀的暂时性因素可能包括资产管理费用、服装价格和机票价格的下降，因此目前没有必要加息或者降息。这与我们一直以来的观点较为一致。
 - **(4) 对经济仍然保持乐观的态度，并上调了对经济前景的表述。**从决议声明和鲍威尔的讲话中可以看出，美联储对经济形势仍然保持乐观。在声明中，美联储再次肯定了劳动力市场保持强劲、失业率保持低位，对经济前景的表述则从“经济活动增速已经从去年四季度的稳健增长放慢”上调为“经济活动增速保持稳健”。我们对美国经济增长仍然持比较乐观的态度，未来的推动力主要在私人消费与住宅投资。
- ### ● 大类资产走势回顾：
- **汇率：美元指数略微下滑至97.46。**欧元、英镑汇率分别上涨0.51%、2%，主要原因在于欧元区CPI与PMI数据高于预期值，以及英央行释放出偏鹰派的信号。
 - **商品：原油价格出现下跌。**布伦特和WTI原油出现下跌，主要原因是美国原油产量创下历史新高，库存上升至2017年9月以来的最高水平；以及俄罗斯4月份日均产量同比增长2.4%。
 - **股债：全球股指出现一定分化。**上周全球股指出现一定分化。债券市场方面，10年期美债收益率先跌后涨，分别受到议息会议与非农数据的影响。截至5月3日，10年期美德利差下跌5BP至2.5%，10年期美日利差由于日本休市保持不变。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、主题评论：美联储降息预期再修正.....	3
二、海外重点事件追踪.....	5
1、全球主要央行公布利率决议.....	5
(1) 美联储：降低 IOER5BP，没有必要对利率做调整.....	5
(2) 日央行：维持政策利率不变，下调 GDP 和通胀预期.....	5
(3) 英央行：维持政策利率不变，上调 GDP 预期，下调通胀预期.....	5
2、主要国家公布经济数据.....	5
(1) 美国 4 月非农远超预期.....	5
(2) 美国 3 月商品贸易逆差今年以来首度上升.....	5
(3) 欧元区 4 月 CPI 同比增长 1.7%，创五个月新高.....	6
(4) 欧洲制造业持续乏力，PMI 连续三个月陷入萎缩.....	6
(5) 香港一季度 GDP 同比仅增 0.5%.....	6
三、大类资产走势回顾.....	6
1、汇率：美元指数略微下滑至 97.46.....	6
2、商品：原油价格出现下跌.....	7
3、股债：全球股指出现一定分化.....	7

图表目录

图表 1：联邦基金利率已经明显高于超额存款准备金利率.....	3
图表 2：地产相关的消费下滑幅度较大.....	4
图表 3：美国的新屋销售已经出现明显回暖.....	4
图表 4：上周美元指数略微下滑.....	7
图表 5：上周英镑、欧元均出现上涨.....	7
图表 6：上周原油价格出现上涨.....	7
图表 7：上周黄金价格小幅反弹.....	7
图表 8：上周全球股指出现分化.....	8
图表 9：上周美日、美德利差均小幅走廊.....	8

一、主题评论：美联储降息预期再修正

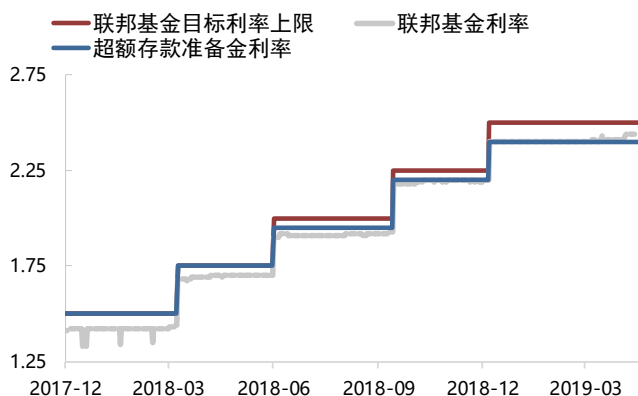
北京时间5月2日凌晨，美联储召开议息会议，维持联邦基金利率目标区间在2.25%-2.50%不变。本次会议及会后的新闻发布会值得关注的点包括：（1）美联储将存款准备金利率和超额存款准备金利率（IOER）降低5个BP至2.35%；（2）美联储可能会在后续几次FOMC政策会议上研究正回购工具；（3）目前没有强烈的必要对利率做任何方向的调整，目前的政策是适合的，并没有看到加息或是降息的很大可能性；（4）对经济仍然保持乐观的态度，并上调了对经济前景的表述。决议和新闻发布会后，美股迅速走低，美元指数由跌转涨，债券市场期限利差拉大。

1、降低超额存款准备金利率5BP

联邦基金利率（EFFR）代表美国银行间隔夜拆借利率，超额存款准备金利率（IOER）则代表银行在美联储的存款利率，因此理论上，IOER应该是EFFR的下限，因为央行的信用等级更高。但金融危机后，银行的准备金存款暴涨，IOER逐渐成为EFFR的上限，背后的逻辑一是在于非银机构参与货币市场拆借；二是在于套利机制受到监管的限制（详见报告：《美债收益率倒挂另有成因》）。

但从4月19日开始，EFFR连续多日交投于2.44%的水平，4月29日更是涨至2.45%，创2008年以来最高，超出了IOER5个BP（图表1）。目前银行体系的准备金总量仍然有1.5万亿美元左右，并没有出现显著的不足状态，造成EFFR上涨的主要原因可能在于准备金的结构性短缺：一方面是资金拆入方需要借入资金；另一方面资金的拆出方并不愿意借出，而更愿意存在美联储享受2.4%的无风险收益。因此，美联储下调IOER利率，目的在于降低无风险收益率，促使银行将资金从美联储账户中拿出来，增加同业拆借市场的资金供给，从而压低EFFR利率。从实际市场走势看，5月1日美联储下调利率后，5月2日EFFR便从2.45%下降到2.41%。

图表 1：联邦基金利率已经明显高于超额存款准备金利率



资料来源：Wind，莫尼塔研究

2、联储可能将研究正回购工具

新闻发布会上，鲍威尔提及美联储可能会在后续几次FOMC政策会议上研究正回购工具，作为工具箱的一个可能补充。与我国不同的是，美联储的正回购是投放货币，逆回购是收回货币。理论上，央行负债业务的利率是市场利率的下限，如存款准备金利率、逆回购利率等，因为央行的信用最高，因为利率也就最低；而央行资产业务的利率是市场利率的上限，如贴现率、正回购利率等，因为一旦市场利率高于贴现率或正回购利率，那银行便会向央行融入资金而不会去进行同业拆借。

因此，如果EFFR利率持续偏高，联储便可能启用正回购工具作为利率走廊的上限，来对EFFR进行限制。除此之外，正回购还使得银行可以用持有的高质量流动性资产做抵押来换取资金，这样就降低了银行准备金的需求，增加货币市场的资金供给，同样可以压低货币市场利率。

3、未来加息或降息的可能性不大

本次会议没有公布最新的点阵图，但新闻发布会中，鲍威尔认为美联储认为现在的政策是适合的，并没有看到加息或是降息的很大可能性。此前市场对于降息的预期较高，主要出于通胀低迷和海外风险的考虑，联邦基金利率期货隐含的降息概率达到67.2%。另外特朗普政府也一直在敦促美联储降息50个基点，周二特朗普进一步要求美联储降息100个基点。

但是鲍威尔认为，现阶段通胀疲软是“暂时性”因素所致，压低通胀的暂时性因素可能包括资产管理费用、服装价格和机票价格的下降。将来通胀将朝着美联储制定的2%目标回归，之后再徘徊在这一目标上下。因此，鲍威尔的讲话被市场普遍解读为偏鹰派的信号，鲍威尔讲话后，降息概率降到了54.3%；加息概率从0提高到了3.8%；股票市场迅速下挫，标普500收跌0.75%；10年期国债收益率下跌0.18个BP，2年期收益率涨3.83个BP，期限利差收窄；美元指数从下跌转为上涨。

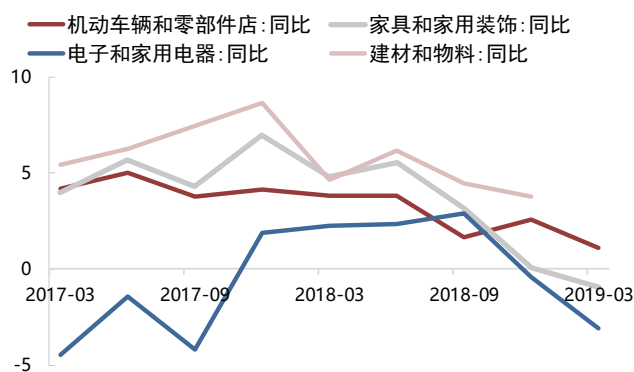
美联储的表态与我们一直以来的观点较为一致，但我们主要是从债务风险的角度来进行判断（详见报告：《美国公司债的风险真的很大吗？》）。我们现在维持此前的判断，今年美联储在降息上会保持十分谨慎，把有限的降息空间用到以后风险暴露临近时可能更好。

4、对经济形势仍保持乐观

本次会议没有更新美联储对经济、就业和通胀的季度预期，但从决议声明和鲍威尔的讲话中可以看出，美联储对经济形势仍然保持乐观。在声明中，美联储再次肯定了劳动力市场保持强劲、失业率保持低位，对经济前景的表述则从“经济活动增速已经从去年四季度的稳健增长放慢”上调为“经济活动增速保持稳健”，对通胀的表述从“核心通胀保持接近2%”下调为“整体与核心通胀已经下滑并保持在2%的目标下方”。会后的新闻发布会上，鲍威尔称，数据一定程度上在好转，海外风险已经略有缓和，预计美国的低通胀只是暂时现象，未来会向联储的目标水平回升。

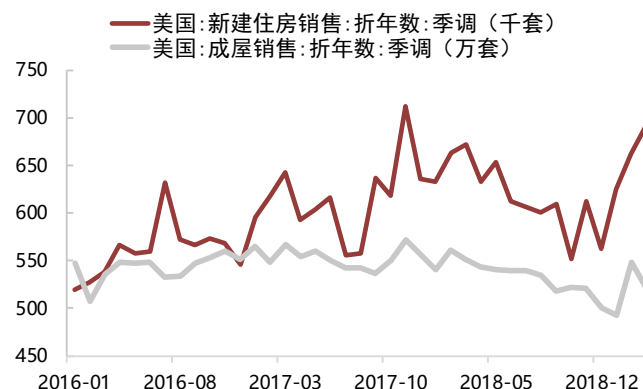
随着一季度经济数据以及上市公司一季报的超预期，市场也在逐渐修正对美国经济过于悲观的预期。我们对美国经济增长仍然持比较偏乐观的态度，尽管本次经济数据的主要带动力净出口和存货投资在未来不可持续，但由于抵押贷款利率下降和地产景气度的回升，私人消费与住宅投资有望企稳回升，成为经济增长新的推动力（图表3、图表4）。另外，一季度美国经济还受到史上最长的联邦政府停摆、以及冬季严寒气候条件的影响，未来这些不利因素将会消散。

图表 2：地产相关的消费下滑幅度较大



资料来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 3：美国的新屋销售已经出现明显回暖



资料来源: Wind, 莫尼塔研究

二、海外重点事件追踪

1、全球主要央行公布利率决议

(1) 美联储：降低 IOER5BP，没有必要对利率做调整

北京时间5月2日凌晨，美联储召开议息会议，维持联邦基金利率目标区间在2.25%-2.50%不变。本次会议及会后的新闻发布会值得关注的点包括：（1）美联储将存款准备金利率和超额存款准备金利率（IOER）降低5个BP至2.35%；（2）美联储可能会在后续几次FOMC政策会议上研究正回购工具；（3）目前没有强烈的必要对利率做任何方向的调整，目前的政策是适合的，并没有看到加息或是降息的很大可能性；（4）对经济仍然保持乐观的态度，并上调了对经济前景的表述。决议和新闻发布会后，美股迅速走低，美元指数由跌转涨，债券市场期限利差拉大。

(2) 日央行：维持政策利率不变，下调 GDP 和通胀预期

4月25日，日本央行公布利率决议，主要内容有三点：1、维持政策利率不变，继续保持在-0.1%，10年期国债收益率目标继续保持在0%；2、利率前瞻指引方面，增加了“维持超低利率至少至2020年春天左右”的表述，维持灵活购买日债承诺不变，维持持仓年增幅80万亿日元不变，这被市场普遍解读为偏鹰派的信号；3、在展望报告中下调GDP和通胀预期，日本央行认为尽管外部环境放缓拖累了日本出口与工业产出，但日本经济仍然实现温和扩张。这个结论与我们观察到的现象类似，我们认为日本的内需并不差，经济下滑的主要原因在于外需。在今年10月份，日本经济将会面临消费税从8%提高到10%的冲击，上一次消费税上调是在2014年，上调幅度同样是两个百分点，日本央行当时大幅扩大了购债规模。而目前日本央行持有国债规模是469万亿日元，占政府总债务的42%；持有股票方面，今年一季度，日本央行已是49.7%的日本上市公司的前十大股东之一。因此这一次日本央行宽松的空间并不大，上调消费税对经济影响的对冲将主要依赖3月底公布的史上最大规模的财政政策。

(3) 英央行：维持政策利率不变，上调 GDP 预期，下调通胀预期

5月2日晚间，英国央行召开议息会议。主要内容包括：（1）以9-0维持政策利率0.75%不变，以9-0维持国债购买规模不变，以9-0维持企业债购买规模不变，均符合预期；（2）将2019年GDP增速预期从1.2%上调至1.5%，2020年从1.5%上调至1.6%，2021年从1.9%上调至2.1%。2019年上调原因是企业为应对退欧提前囤积库存；（3）将一年后通胀增速预期从2.35%下调至1.72%，两年后从2.07%下调至2.05%，三年后从2.11%上调至2.16%；（4）如果经济符合预期，未来几年物价上行压力将会加大，将需要进一步提高利率，以保持通胀在目标水平；（5）重申英国经济前景将继续在很大程度上取决于欧盟退出的性质和时间，特别是欧盟与英国之间的新的贸易安排。

2、主要国家公布经济数据

(1) 美国 4 月非农远超预期

北京时间5月3日晚间，美国劳工部公布的数据显示，4月非农就业人口增加26.3万人，创3个月新高，预期为19.0万人。美国3月非农就业人口由19.6万人修正为18.9万人，2月由3.3万人修正为5.6万人。失业率则降至3.6%，为1969年以来的新低，这部分是由于劳动力规模的再次下降。家庭调查显示，就业人口减少10.3万人，失业人口减少38.7万人，总劳动力减少49万人，至1.6247亿。数据公布后，美国联邦基金利率期货显示，交易员们目前预测美联储今年12月降息的概率为44%，周四时的预期概率为50%。

(2) 美国 3 月商品贸易逆差今年以来首度上升

北京时间5月3日美国人口普查局公布的数据显示，美国3月商品贸易逆差714亿美元。该数据低于预期值730亿美元，较前值709亿美元略有增加，同时也是三个月以来首次扩大。商品贸易中，进出口双双出现上升，但进口增幅更大。3月，美国商品出口总额1402.99亿美元，环比增长14亿美元，增幅1%；进口总额2117.46亿美元，环比增长20亿美元，增幅0.9%。报告显示，美国3月份出口增长主要来自于农产品，而进口增长主要受到食品、工业品和汽车进口的拉动。分类别看，零售库存环比降0.3%，批发库存与前值持平。这意味着零售企业或正在以更快的速度销售商品。

(3) 欧元区4月CPI同比增长1.7%，创五个月新高

5月3日，欧盟统计局公布欧元区4月通胀数据。数据显示，欧元区4月调和CPI同比增长1.7%，高于市场预期的1.6%和前值1.4%，创去年12月以来新高。此外，欧元区4月核心调和CPI初值为同比增长1.2%，也高于预期的1%和前值0.8%。欧元区3月PPI同比增长2.9%，不及预期和前值的3%；环比则负增长0.1%，低于预期和前值的0.1%正增长。

(4) 欧洲制造业持续乏力，PMI连续三个月陷入萎缩

5月2日周四，法国、德国、欧元区陆续公布4月制造业PMI 数据显示：法国4月制造业PMI终值50，卡在枯荣线上，高于预期及初值的49.6；德国数据为44.4，连续第四个月处于萎缩区间，略不及前值和预期44.5；欧元区方面，4月制造业PMI终值47.9，高于预期及初值的47.8。这一数字虽然打败了3月创下的六年低点47.5，但也已是连续第三个月位于枯荣线下方。

(5) 香港一季度GDP同比仅增0.5%

香港政府统计处发布的数据显示，2019年一季度香港GDP较上年同期实质上升0.5%，而2018年四季度为1.2%。0.5%的同比增速远逊于市场预期的1.9%，为2009年三季度以来最低。统计处称，增幅放缓是由于内部和对外需求增长均有所减慢，一季度香港GDP表现受到了全球经济表现较为疲弱及各种外围不利因素所拖累，也反映去年同季的比较基数较高，当时经济强劲增长4.6%。具体来看，一季度私人消费开支仅增长0.1%，较前值的2.7%大幅放缓；政府消费开支增4.5%，前值为4.9%；本地固定资本形成总额下跌势头持续，下跌7.0%，前值为下跌5.8%；货品出口总额跌4.2%，前值为大致维持不变；货品进口下跌4.6%，前值为下跌0.5%；服务输出增长1.4%，较前值3.3%的增速有所放缓；服务输入下跌1.0%，前值为上升2.1%。

三、大类资产走势回顾

4. 汇率：美元指数继续下探至97.41

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_12721

