

美联储短期内加息降息可能性都不大

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第62期 (2019.04.29-2019.04.30)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 美联储短期内加息降息可能性都不大

美联储公布5月FOMC会议声明,维持联邦基金利率目标在2.25%-2.50%不变,但是为了防止有效联邦基金利率突破目标上限2.5%,将超额准备金利率下调0.05个百分点至2.35%。本次FOMC会议肯定了美国经济的良好形势,但同时也认为通胀低迷。这使美联储有理由继续对调整联邦基金目标利率保持耐心,短期内加息、降息的可能性都不大。鲍威尔在新闻发布会上表示,怀疑是“一些暂时性因素”导致通货膨胀低迷,同时他还认为“随着强劲就业市场和持续的经济增长,通胀率将随着时间的推移回升到2%”。

美国经济持续复苏,但是通胀一直很低,包括特朗普在内的很多人以通胀低迷为理由,要求美联储降息,市场自去年12月加息之后,也一直存在降息预期,特别是在多种美债收益率倒挂情况下,美国需要降息的观点更加流行,这甚至在一定程度上对美联储的行动产生了干扰。但是美国强劲的经济表现使近期降息的可能性变小。虽然美国潜在经济增速有所提升,但是实际经济增速仍高于潜在经济增速,如果降息,可能会刺激企业加杠杆,引发债务风险。当然,由于通货膨胀低迷,近期加息也没必要。如果美国实际经济增速持续高于潜在经济增速,加上油价已经开始回升,物价上涨压力可能会增加,四季度通货膨胀可能会接近甚至超过2%,那时不排除加息的可能。

4月29日EFFR达到2.45%,接近2.5%的联邦基金利率目标上限。为了防止EFFR突破目标上限2.5%,FOMC决定将IOER下调至2.35%。未来一段时间货币市场融资需求仍然比较旺盛,技术性下调IOER只能缓解EFFR过快上涨。第一,美联储到9月才停止缩表,金融机构的流动性会继续减少。第二,美国经济仍很健康,短期内大幅调整的可能性不大,实体经济融资需求依然旺盛。第三,民主党与特朗普就2万亿美元基建计划达成共识,虽然资金来源仍不确定,但是发行国债仍是选项之一。

由于技术性调整IOER不能从根本上解决EFFR超过联邦基金利率目标上限的可能性。未来美联储可能采取以下措施:首先,不排除随行就市、继续加息的可能性。美国经济运行良好,实体经济融资需求旺盛,美联储当前的策略是边走边看,如果后续通胀起来,可能会继续加息,来适应不断上涨的市场利率。其次,完善利率调控体系。目前美联储的下限系统不能阻止EFFR超过联邦基金利率目标上限,未来可能逐渐过度到真正的利率走廊。美联储可能将IOER作为利率走廊上限,而包括再贴现利率、回购利率等在内的某一种广义再贷款利率可能作为利率走廊上限。这些内容或将在后续的FOMC会议中进行讨论。

● 美国就业持续向好,4月非农超预期增长

美国4月新增非农就业人数远超市场预期增加26.3万人,失业率跌至3.6%,创1969年以来最低水平,有助于缓和市场对美国经济增长的担忧。其中专业和商业服务、建筑、卫生保健和社会援助等领域的就业显著增加。失业率的下降部分是由于劳动力规模的再度减少。美国薪资环比增长0.2%,增速虽不及预期但仍保持在上行通道,并且随着劳动力市场的持续收紧,将迫使雇主提高工资,未来薪资增速有望进一步走强。

● 美国经济数据喜忧参半,美元指数回落

近期美国公布数据喜忧参半,核心PCE物价指数年率仅录得1.6%,创2018年1月以来新低,而欧元区通胀超预期回升,令美元指数承压下行至97.4619。截至4月30日,美元兑人民币即期汇率下行至6.7366;美元兑人民币汇率中间价下行至6.7286。

● 商品指数多数上行

美国4月非农就业人口超预期大增,失业率再度创新低,利空贵金属价格。金属价格涨跌不一,南华金属指数上行至3179.72。唐山市发布《5月份全市大气污染防治强化管控方案》,进一步促进企业环境深度治理,利多螺纹钢价格。LME铜库存大幅回升,引发市场对海外铜市基本面的担忧,利空铜价。下游钢厂按需采购,叠加山西地区限产力度或将加大,利多焦炭价格。特朗普要求产油国减产的消息,以及美国原油库存超预期回升,令原油价格承压回落。非洲猪瘟影响大豆需求,但因豆粕与杂粕价差降至历史低位,豆粕替代作用增强,利多豆粕价格。

● 风险提示:美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品:超预期的美国经济可能没那么好

2019-04-28

国际经济及大宗商品:美联储货币政策对美股的影响

2019-04-21

国际经济及大宗商品:美联储前瞻指引面临困境

2019-04-14

国际经济及大宗商品:为何美国薪资增长乏力?

2019-04-07

国际经济及大宗商品:为什么长端美债收益率那么低?

2019-03-31

国际经济及大宗商品:中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

2019-03-24

国际经济及大宗商品:为什么中国国债收益率远低于经济增速?

2019-03-17

国际经济及大宗商品:货币宽松能解决欧洲经济问题吗?

2019-03-10

国际经济及大宗商品:为何美国经济增速超预期?

2019-03-03

国际经济及大宗商品:美国菲利普斯曲线“失效”了么?

2019-02-24

国际经济及大宗商品:未来美联储缩表走势如何演绎?

2019-02-17

国际经济及大宗商品:春节期间海外经济大事件及大类资产表现

2019-02-11

国际经济及大宗商品:为什么日元是避险货币

2019-01-20

目 录

1、 美联储短期内加息降息可能性都不大.....	3
1.1、 美联储继续对加息保持耐心，近期降息可能性也不大.....	3
1.2、 美联储技术性下调 IOER，阻止 EFFR 过快上涨.....	5
2、 国外经济形势一周综述.....	7
3、 汇率走势一周综述.....	9
4、 商品价格走势一周综述.....	10
4.1、 商品指数多数上涨.....	10
4.2、 国际黄金价格走低.....	11
4.3、 金属价格涨跌互现.....	11
4.4、 能源化工产品价格多数走高.....	12
4.5、 农产品价格多数上行.....	13

图表目录

图 1: 美国 PCE 同比增速 (%).....	4
图 2: 近几年美国潜在经济增速提升 (%).....	4
图 3: 近几年美国劳动生产率提升.....	5
图 4: 美国 PCE 同比增速 (%).....	8
图 5: 美国新增非农就业人数 (千人).....	8
图 6: 美国失业率 (%).....	8
图 7: 美国劳动参与率 (%).....	8
图 8: 欧元区 GDP 环比增速 (%).....	8
图 9: 欧元区 CPI 同比增速 (%).....	8
图 10: 南华商品指数近期走势.....	10
图 11: 南华商品指数周度涨跌幅.....	10
图 12: 上周黄金价格走势.....	11
图 13: 美元指数走势.....	11
图 14: 下游发电集团煤炭库存 (万吨).....	12
图 15: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨).....	12
图 16: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	13
图 17: 港口煤炭库存 (万吨).....	13
图 18: 国际原油期货价格走势 (美元/桶).....	13
图 19: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶).....	13
表 1: FOMC 会议声明对比.....	3
表 2: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.04.29-2019.04.30).....	9
表 3: 商品指数总览 (2019.04.29-2019.04.30).....	10
表 4: 国际黄金价格走低 (2019.04.29-2019.05.03).....	11
表 5: 金属价格涨跌互现 (2019.04.29-2019.04.30).....	11
表 6: 能源化工产品价格多数走高 (2019.04.29-2019.04.30).....	12
表 7: 农产品价格多数上行 (2019.04.29-2019.04.30).....	13

1、美联储短期内加息降息可能性都不大

北京时间5月2日凌晨，美联储公布5月FOMC会议声明，维持联邦基金利率目标在2.25%-2.50%不变，但是为了防止有效联邦基金利率（EFFR）突破目标上限2.5%，将超额准备金利率（IOER）下调0.05个百分点至2.35%。FOMC会议声明符合市场预期，但是随后的鲍威尔讲话不如市场预期般偏鸽。当日，标准普尔500指数、道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数分别下跌0.21%、0.46%、0.16%，美元指数上升至97.6534，十年期国债收益率略升一个基点至2.52%。

1.1、美联储继续对加息保持耐心，近期降息可能性也不大

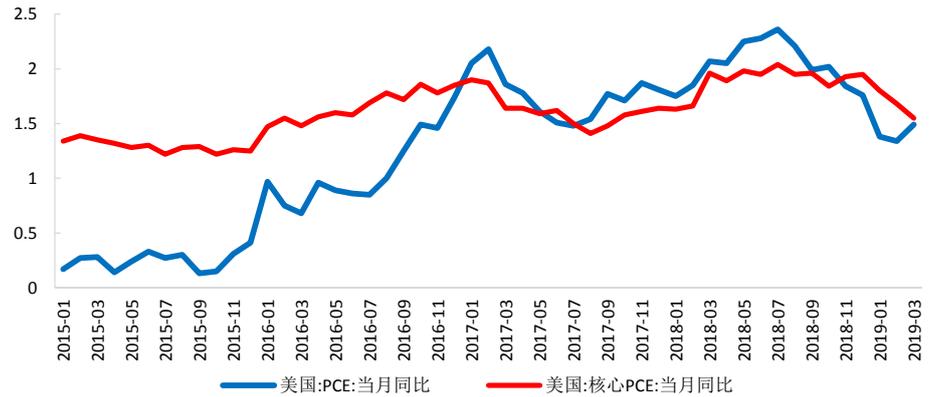
表1：FOMC会议声明对比

	2019年3月FOMC会议声明	2019年5月FOMC会议声明
经济增长	较2019年第四季度的稳健增长有所放缓 (slowed from its solid rate)	经济稳健增长 (rose at a solid rate)
劳动力市场	劳动力市场保持强劲 (remain strong)	劳动力市场保持强劲 (remain strong)，失业率维持低位 (remained low)
通货膨胀	整体通胀率有所下降 (declined)，和核心通胀率维持在2%左右 (remain near 2 percent)	总体通货膨胀率和剔除食品和能源的核心通货膨胀率已经下降 (declined) ，并且低于2%
家庭消费支出	增速放缓 (slower growth)	增速放缓 (slowed in the first quarter)
固定资产投资	增速放缓 (slower growth)	增速放缓 (slowed in the first quarter)
货币政策	维持联邦基金利率目标在2.25%-2.50%不变	维持联邦基金利率目标在2.25%-2.50%不变

资料来源：Fed，新时代证券研究所

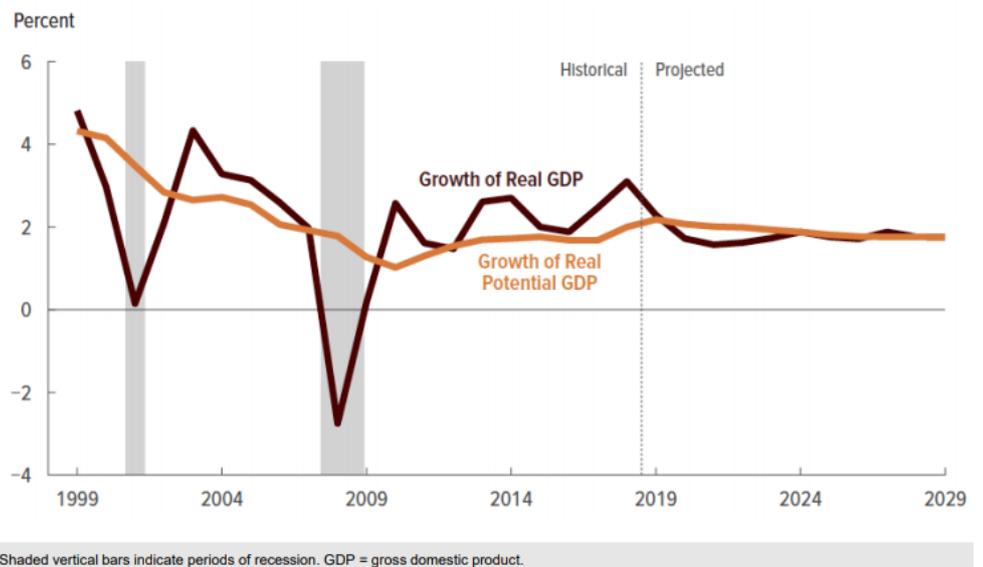
本次FOMC会议肯定了美国经济的良好形势，认为“美国劳动力市场依旧强劲，经济稳健增长 (the labor market remains strong and that economic activity rose at a solid rate)”，但同时，也认为通胀低迷，“总体通货膨胀率和剔除食品和能源的核心通货膨胀率已经下降，并且低于2% (overall inflation and inflation for items other than food and energy have declined and are running below 2 percent)”。这使美联储有理由继续对调整联邦基金目标利率保持耐心，短期内加息、降息的可能性都不大。

2019年以来美国通胀进一步下滑，美联储也暂停了加息缩表。美国3月PCE物价指数、核心PCE物价指数，分别同比增长1.49%、1.55%，远远低于美联储2%的目标。2018年下半年的油价下跌可能会对通胀有些影响，但是实际上，WTI原油价格已经2018年末的45.5美元/桶上升至63.9美元/桶。鲍威尔在新闻发布会上表示，怀疑是“一些暂时性因素 (some transitory factors)”导致通货膨胀低迷，同时他还认为“随着强劲的就业市场和持续的经济增长，通胀率将随着时间的推移回到2% (with a strong job market and continued growth, inflation will return to 2 percent over time)”。

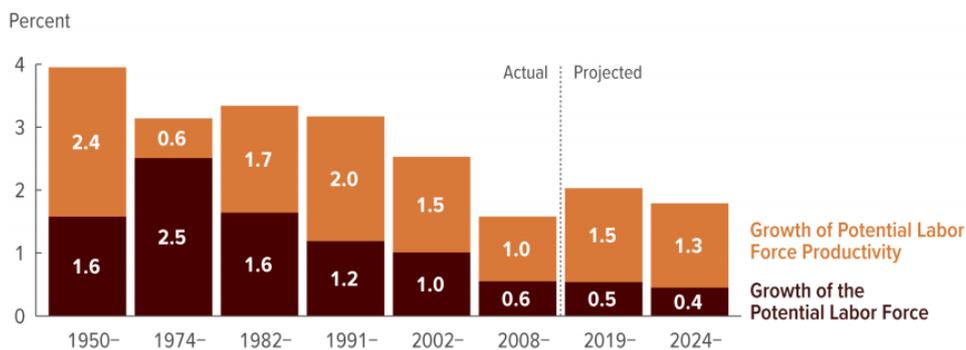
图1： 美国 PCE 同比增速 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

美国经济持续复苏，但是通胀一直很低迷，其原因有很多，比如国际贸易、劳动力薪资议价能力减弱、前瞻指引。不过，特朗普首席经济顾问库德洛认为，通胀低迷主要是因为美国供给侧改革大大提升了供给能力。为了应对次贷危机，奥巴马政府开始了供给侧改革，这包括教育体制改革、劳动力培训、“再工业化”。特朗普上台后进一步推动“再工业化”的同时，实施减税政策，并放松金融、能源、航空等部门的行业管制。美国议会预算办公室（CBO）也认为劳动生产率的提升，使潜在经济增速已升至2%附近。美国劳工部5月2日公布的数据同样表明，2019年一季度非农部门劳动生产率为3.6%，较去年同期上升1.2个百分点。这些都意味着技术进步等因素在提升劳动生产率，这有利于提升供给能力，缓解物价上涨压力。

图2： 近几年美国潜在经济增速提升 (%)**Real GDP and Potential Real GDP**

资料来源：CBO，新时代证券研究所

图3： 近几年美国劳动生产率提升**Factors Underlying the Growth of Potential GDP**

资料来源：CBO，新时代证券研究所

包括特朗普在内的很多人以通胀低迷为理由，要求美联储降息，市场自 2018 年 12 月加息之后，也一直存在降息预期，特别是在多种美债收益率倒挂情况下，美国需要降息的观点更加流行，这甚至在一定程度上对美联储的行动产生了干扰。芝加哥联储主席 Charles Evans 也在 4 月 15 日表示，如果通胀持续低于 2%，美联储应该降息。但是美国强劲的经济表现使近期降息的可能性变小。

2019 年一季度 GDP 年化环比增速为 3.2%，高于 2018 四季度的 2.2%，超出市场预期，也高于过去三年的一季度经济增速。4 月非农就业人数增加 26.3 万，同样远超预期，失业率降至 3.6%，创 49 年来新低。4 月平均时薪稳步同比增长 3.4%，增速延续了 2017 年 10 月以来的上升态势，同时，一季度劳动成本季节调整后环比增长 0.7%，这也在一定程度上反映了美国劳动力市场的紧俏。

虽然美国潜在经济增速有所提升，但是实际经济增速仍高于潜在经济增速，如果降息，可能会刺激企业加杠杆，引发债务风险。美国企业部门经过次贷危机之后的去杠杆、市场出清，从 2012 年三季度开始加杠杆，2018 年二季度末为 74.4%，已创历史新高，三季度略有下降，但仍高达 73.9%。当然，由于通货膨胀低迷，近期加息也没必要。多项研究表明，美国菲利普斯曲线并没有消失，只是第三方因素掩盖了产出缺口和通货膨胀的关系。如果美国实际经济增速持续高于潜在经济增速，加上油价已经开始回升，物价上涨压力可能会增加，四季度通货膨胀可能会接近甚至超过 2%，那时不排除加息的可能。一些机构也这样认为。IMF 在最新一期《世界经济展望》中认为，美国劳动力市场有望进一步收紧、薪资增速将继续回升，这可能允许美联储在 2019 年下半年继续加息一次。

1.2、 美联储技术性下调 IOER，阻止 EFFR 过快上涨

3 月 20 日 EFFR 达到 2.41%，首次高于 IOER，4 月 29 日更是达到 2.45%，进一步接近 2.5% 的联邦基金利率目标上限。为了防止 EFFR 突破目标上限 2.5%，FOMC 决定将 IOER 下调 0.05 个百分点至 2.35%。这不是美联储第一次对 IOER 进行技术性调整，2018 年 6 月 14 日和 1 月 20 日也实施过。那么 IOER 在美联储利率调控中起什么作用？为什么 EFFR 会突破 IOER？下调 IOER 是否有效？未来美联储是否有进一步的行动？

次贷危机之前，由于存款机构超额准备金规模以及联邦基金市场均不大，美联储可以很容易地通过公开市场操作实现调控联邦基金利率的目的。次贷危机之后，美联储向金融机构注入了大量流动性。由于美联储不为超额准备金支付利息，商业银行机构倾向于将资金拆出，大量的流动性给美联储带来两个问题：第一，如果这些流动性全部进入市场，将给美国带来严重通货膨胀。第二，美联储担心将来加息时，无法通过公开市场操作调控联邦基金利率。出于对这些问题的担忧，2008年10月起美联储开始为法定存款准备金、超额存款准备金支付利息，并转向通过利率走廊的形式调控利率。

在最初的设想中，IOER 是利率走廊下限，而贴现利率则是利率走廊上限。不过，这个利率走廊方案存在一个问题。包括房利美等政府支持企业（Government Sponsored Enterprises, GSE）在内的非存款类金融机构获得了大量流动性，这些金融机构由于没有在美国联储开设准备金账户，多余的资金不能享受准备金利率，愿意以低于 IOER 的利率拆出资金，同时存款机构以低于 IOER 的利率借入资金，然后以 IOER 的利率存入美联储进行套利，另外，由于金融机构流动性充沛，资金供大于求，联邦基金市场的拆借利率不会高于 IOER，这样 IOER 就成了利率走廊的上限。虽然后来美国国内银行这个套利渠道被金融监管有所限制，但是海外银行美国分支由于不受监管仍然可以很顺利地进行套利。

由于 IOER 成了利率走廊上限，美联储 2013 年开始推出隔夜逆回购协议（Overnight Reverse Repurchase Agreement, ON RRP），将 ON RRP 利率当作利率走廊下限。ON RRP 的交易对手包括 GSE 等多种金融机构。和传统的利率走廊不一致，美联储这样的利率走廊又被称为 floor-with-subfloor system，floor 指 IOER，是存款机构拆出资金的下限，借入资金的上限，subfloor 指 ON RRP 利率，是非存款类金融机构拆出资金的利率下限（下文有时会将美联储调控体系称为下限 floor 系统）。

美联储这种下限系统是建立在金融机构有大量流动性的基础上。然而，随着 2017 年 10 月美联储开始缩表，金融机构的流动性开始大量减少，同时，实体经济融资需求旺盛，加上美国继续发行国债，货币市场融资需求增加，一些金融机构就会以高于 IOER 的利率借入资金。如果融资需求旺盛，EFFR 可能会突破联邦基金目标利率上限。将 IOER 调低，可以在一定程度上防止 EFFR 过快上涨。如果 EFFR 超过 IOER，流动性充裕的商业银行有动机以 EFFR 的利率拆出资金，进而拉低 EFFR，理论上如果流动性充足，可以重新使 EFFR 不高于 IOER，但是经过缩表之后，金融机构流动性已大幅减少，下调 IOER 并不能从根本上解决 EFFR 超过联邦基金利率目标上限的可能性。

2015 年 12 月 16 日美联储开启次贷危机以来的第一次加息，将联邦基金目标区间从 0-0.25% 调整为 0.25-0.5%。其中利率走廊的上限 IOER 是 0.5%，利率走廊下限 ON RRP 利率为 0.25%。此后的几次美联储加息，联邦基金目标区间的上下限也都分别和 IOER、ON RRP 利率一致，但是 2018 年 6 月 14 日美联储将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点至 1.75-2% 的同时，仅将 IOER 上调 20 个基点至 1.95%。2018 年 12 月 20 日，美联储将联邦基金目标区间上调 25 个基点至 2.25-2.5%，但和 6 月 14 日一样 IOER 仅上调 20 个基点，这样 IOER 就低于联邦基金利率目标上限 10 个基点。2019 年 5 月 2 日美联储继续将 IOER 下调 5 个基点至 2.35%，低于联邦基金利率目标上限 15 个基点。由于 EFFR 高于 IOER，流动性充裕的商业银行有动机以 EFFR 的利率拆出资金，5 月 2 日 EFFR 下降 4 个基点至 2.41%，仍高于 IOER，但和联邦基金利率目标上限的距离扩大。

未来一段时间货币市场融资需求仍然比较旺盛，技术性下调 IOER 只能缓解 EFFR 过快上涨。第一，美联储到 9 月才停止缩表，金融机构的流动性会继续减少。第二，美国一季度 GDP 年化环比增长 3.2% 超预期，4 月非农数据靓丽，失业率下降至 3.6%，这一切都表明美国经济仍很健康，短期内大幅调整的可能性不大，实体经济融资需求依然旺盛。第三，民主党与特朗普就 2 万亿美元基建计划达成共识，虽然资金来源仍不确定，但是发行国债仍是选项之一。

由于技术性调整 IOER 不能从根本上解决 EFFR 超过联邦基金利率目标上限的可能性。未来美联储可能采取以下措施：首先，不排除随行就市、继续加息的可能性。美国经济运行良好，实体经济融资需求旺盛，美联储当前的策略是边走边看，如果后续通胀起来，可能会继续加息，来适应不断上涨的市场利率。

其次，完善利率调控体系。目前美联储的下限系统不能阻止 EFFR 超过联邦基金利率目标上限，未来可能逐渐过度到真正的利率走廊。鲍威尔在 FOMC 会议后，也表明未来可能会考虑回购工具 (repo facility) 来投放流动性。对于未来的利率走廊系统，可能会和欧洲、日本类似，欧洲央行走廊系统中的目标利率是主要再融资 (Main Refinancing Operations) 利率，边际贷款便利 (Marginal Lending Facility) 为利率走廊的上限，存款便利 (Deposit Facility) 利率为利率走廊下限。美联储可能将 IOER 作为利率走廊上限，而包括再贴现利率、回购利率等在内的某一种广义再贷款利率可能作为利率走廊上限。这些内容或将在后续的 FOMC 会议中进行讨论。

2、国外经济形势一周综述

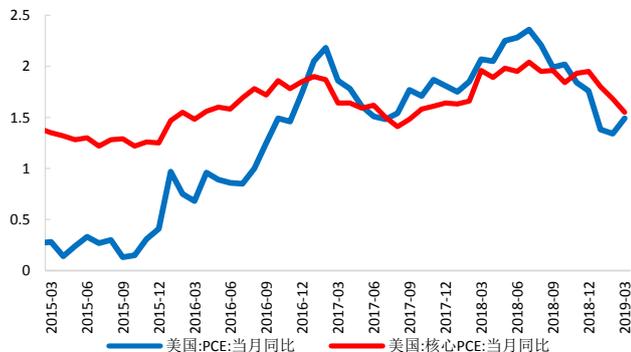
美国就业持续向好，4 月新增非农就业人数远超市场预期，失业率进一步跌至 1969 年以来最低水平，但薪资增速依旧相对温和。美国 4 月非农就业人口增加 26.3 万人，高于预期 19 万人和前值 19.6 万人。其中，专业和商业服务、建筑、卫生保健和社会援助等领域的就业显著增加。经修正后，过去 3 个月平均每月新增就业 16.9 万人，显示美国新增非农就业依旧强劲，这也有助于缓和市场对美国经济增长的担忧。4 月失业率降至 3.6%，一定程度上是由于劳动力规模的再度减少至 1.6247 亿人，其中，就业人口减少 10.3 万人，失业人口减少 38.7 万人。同时，劳动参与率略微下滑 0.2 个百分点至 62.8%。美国薪资增速虽不及预期但仍保持在上行通道，并且随着劳动力市场的持续收紧，将迫使雇主提高工资，未来薪资增速有望进一步走强。美国 4 月薪资环比增长 0.2%，不及预期的 0.3%，但上月增速由 0.1% 上修至 0.2%；同比增长 3.2%，不及预期的 3.3%，持平前值。

欧元区部分经济数据有所改善，GDP 和通胀数据均超预期增长，一定程度上缓解欧元区经济加速下行的担忧。欧元区一季度 GDP 环比增长 0.4%，好于预期 0.3% 和前值 0.2%；欧元区劳动力市场继续改善，3 月失业率进一步下降至 7.7%，表明欧元区经济仍具有韧性，形势有所好转。受能源和服务业价格的提振，欧元区通胀超预期回升，4 月调和 CPI 同比增长 1.7%，高于预期 1.6% 和前值 1.4%，创去年 12 月以来新高；核心调和 CPI 同比增长 1.2%，高于预期 1% 和前值 0.8%。

北京时间 5 月 2 日晚间，英国央行公布利率决议，货币政策委员会一致投票决定维持政策利率 0.75% 不变，维持国债购买规模不变，维持企业债购买规模不变，英国央行按兵不动符合预期。在经济预测方面，英国央行将 2019 年、2020 年、2021 年的 GDP 增速预期分别上调 0.3 个百分点、0.1 个百分点、0.2 个百分点至 1.5%、1.6% 和 2.1%。英国央行认为，全球增长围绕潜在增长率企稳，英国脱欧的不确定性逐渐消退。如果经济符合预期，未来几年通胀压力将会加大，将需要进一步提高

利率，以保持通胀在目标水平，但未来任何加息都将是逐渐的、谨慎的。此外，英国央行重申，英国经济前景将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贸易安排，以及家庭、企业和金融市场的反应。合适的货币政策路径将取决于这些对需求、供应和汇率的影响之间的平衡。

图4: 美国PCE同比增速(%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 美国新增非农就业人数(千人)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 美国失业率(%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 美国劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

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_12794



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn