

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

9月美联储降息未超预期, 全球 宽松趋势已定

——宏观专题

证券研究报告-宏观专题

发布日期: 2019年09月23日

相关研究

- 1 《宏观报告: 7月底中美经贸关系恶化, 贸易顺差应刺激扩大-宏观定期》 2019-08-12
- 2 《宏观报告: 人民币破7, 汇率稳定长期趋势不变-宏观专题》 2019-08-09
- 3 《宏观报告: 7月PMI弱势修复, 下半年经济下行压力加大-宏观点评》 2019-08-05
- 4 《宏观报告: 7月PMI弱势修复, 需求指数仍位于荣枯线以下-宏观点评》 2019-08-05
- 5 《宏观报告: 减税降费激发活力, 呵护经济平稳运行-宏观月度》 2019-07-25

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件:

北京时间9月19日凌晨, 美联储9月议息会议决定下调联邦基金目标利率 25BP 至 1.75%-2.00%。鲍威尔在记者会上表示, 将“采取适当行动来维护扩张”, 鲍威尔认为美国经济温和增长, 没有衰退, 此次降息处于预防风险目的, 否认未来需要多次降息。

观点:

- 美国经济基本面分化: 居民消费增速仍强, 8月美国零售和食品消费同比增速 4.07%, 前值为 4.7%, 三季度消费增速中枢提升; 固定资产投资增速趋势下滑, 二季度投资增速 6.16% (去年同期 10.03%); 出口增速 7月季调同比-0.64%。三架马车唯有消费下行中韧性较强。此外通胀方面, 8月美国核心 CPI 升至 2.4%, 就业方面, 失业率连续三个月 3.7% 的低位。基本面尚可, 持续降息不是必然选项。
- 点阵图显示, 降息次数分歧增大, 总体结果是, 大多委员认为年内最多再降息一次。到了 2020 年再降一次。支持再降息 1 次、不变以及加息一次的委员比例为 7:5:5。鲍威尔的讲话基本符合多数委员的观点。
- 美联储如期降息 25BP 已被市场提前消化, 鲍威尔的讲话赋予未来货币政策的多种可能性, 并不承认降息周期打开, 预防性的动机印证美国经济尚不需大幅度降息刺激, 当天美元指数和美债收益率走高, 国际金价回调至 1500 美元每盎司下方。此外, 美联储独立性也面临考验, 9月16日美国汽车工人联合会罢工为 12 年来最大规模, 导致美国 9 个州的 33 个制造厂以及 22 个零件配送仓库关闭, 川普政府不得不考虑经济下行风险和货币宽松必要性。
- 对我国而言: 此次美联储降息影响不大, 一是 9 月 6 日央行降准已经释放增量 9000 亿预期; 二是 LPR 第二次公开报价将在 20 日发布, 美联储如约降息也为 LPR 调降创造外部环境; 三是全球央行跟随美国降息, 反映全球经济走向低迷, 相比欧美资本市场, 我国债市和股市具有吸引力。
- 整体来看, 全球央行降息预期改善货币环境, 为工业生产动能的修复提供支撑。短期由于 8 月经济数据走弱, A 股市场出现调整但不改向上修复趋势, 25BP 的美元降息没有超预期, 美元和美债短期上涨, 但不具趋势性, 美国经济放缓和货币宽松是大概率。

风险提示: 经济增速下行过快; 监管趋严超预期; 中美关系多变

内容目录

1. 美国经济数据分化	3
2. 美国高层意见分化	4
3. 各国央行倾向宽松，但节奏分化	4
4. 外贸形势尚不明朗	5
5. 美元降息对市场影响	6

图表目录

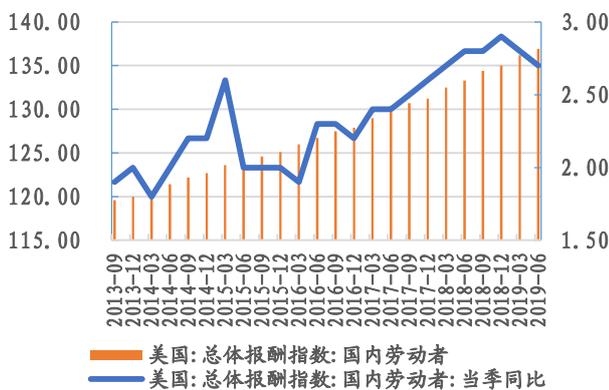
图 1: 美国二季度薪酬指数再创新高，但增速走弱	3
图 2: 生产和新订单 PMI 跌入收缩域难支撑就业	3
图 3: 能源和食品项是抑制通胀的主因	3
图 4: 去年开始美国经济增速的下行预期开启	3
图 5: 温和降息下，美元和美债变现坚挺	4
图 6: 美联储年内的第二次降息 25BP	4
图 7: 高炉开工率较上周平稳走弱	5
图 8: 上周发电量回落	5
图 9: 人民币相对走弱	5
图 10: 美联储加息当天，美元指数反升，金价触底	5
表 1: 上周 USTR 发布减免清单	6

1. 美国经济数据分化

居民消费增速仍强，8月美国零售和食品消费同比增速4.07%，前值为4.7%，三季度消费增速中枢提升；固定资产投资增速趋势下滑，二季度投资增速6.16%（去年同期10.03%）；出口增速7月季调同比-0.64%。三架马车唯有消费下行中韧性较强。此外通胀方面，8月美国核心CPI升至2.4%，就业方面，失业率连续三个月3.7%的低位。正是这些理由支持美联储主席鲍维尔的观点，即：基本面尚可，持续降息不是必然选项。

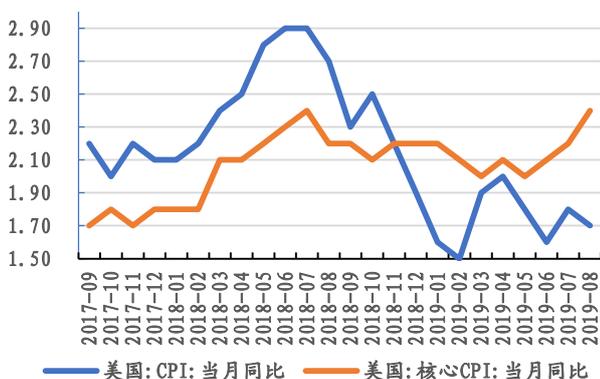
美国经济数据中表现好的是上游的劳动力市场和下游消费市场，主要的拖累是出口和投资，薪酬增速高位开始回落，新订单和生产指数走弱不支撑就业的进一步改善，而高薪酬推高劳动力成本，因此在企业利润上涨动能不足的背景下，薪酬难以持续上升。美国消费市场一直都是主要贡献，但贸易环境的恶化也通过附加关税的提升，拉高进口产品价格并转嫁至消费者，核心CPI、PEG未来均有上攻可能，经济放缓背景下，消费者支付能力逐步走弱，美国传统工业，例如汽车零部件制造和钢铁业的国际竞争优势不明显，工人收入一旦面临挤压，9月16日美国汽车工人联合会罢工为12年来最大规模，导致美国9个州的33个制造厂以及22个零件配送仓库关闭，通用汽车罢工令白宫警醒。消费增速的持续性质疑，也增加了美国经济衰落的担忧。

图 1：美国二季度薪酬指数再创新高，但增速走弱



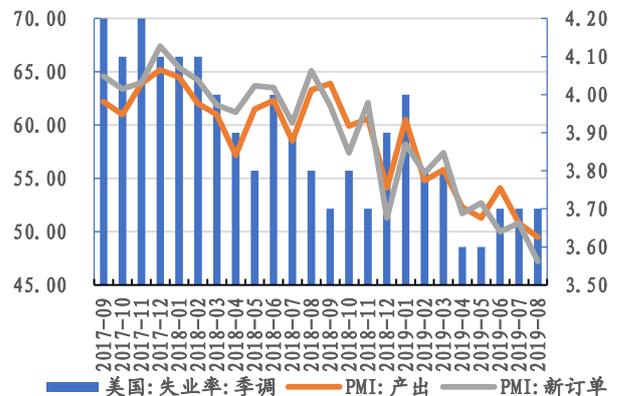
资料来源：中原证券，wind

图 3：能源和食品项是抑制通胀的主因



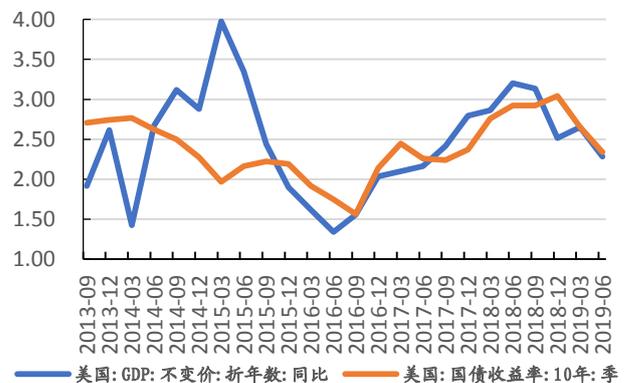
资料来源：中原证券，wind

图 2：生产和新订单 PMI 跌入收缩域难支撑就业



资料来源：中原证券，wind

图 4：去年开始美国经济增速的下行预期开启



资料来源：中原证券，wind

2. 美国高层意见分化

从美联储的角度看：尽管美国经济下行预期已成，但是货币政策当局不愿大幅降息的主因有三个方面：一是美国经济不会断崖式衰退，通胀水平坚挺支撑市场信心，坚挺美元和美债有助于国际资金回流本土；二是欧洲央行降息幅度有限，QE 规模每月 200 亿欧元，也低于去年 12 月退出 QE 的 800 亿规模，美国经济强于欧洲，预防性动机仍是主流，短期至少是年内没有极为迫切的降息需求；三是美国庞大的债务与金融霸权地位密切关联，具有吸引力的美债收益率，有助于稳定国际投资者对美国经济的信心。

基于以上判断，美联储 9 月议息会议，谨慎降息 25BP。鲍威尔在记者会上表示，将“采取适当行动来维护扩张”，鲍威尔认为美国经济温和增长，没有衰退，此次降息处于预防风险目的，否认未来需要多次降息。

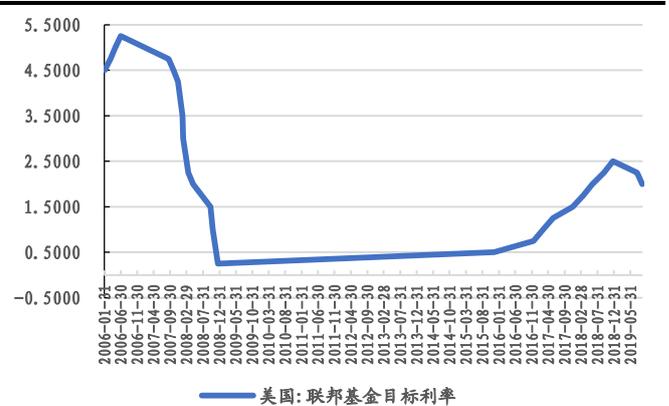
从美国政府角度看：特朗普再次炮轰美联储，支持大力降息的原因有三：一是对冲性需求，川普上台后美股上涨 1 万多点，创下历史新高，但也积累了较大风险，启动货币宽松不是为了短期目标，主要是为了应对美国经济的中期危机，尤其是缓解美国政府财政危机和提升美国股市高位的持续性；二是特朗普谋求连任的政治需要，降息缓解企业财务成本，不止有利于股市也对劳动力市场有正向带动，尤其是利好传统工业的工人，这是川普的票仓；三是降息扩表，弱势美元能收获贸易竞争力，同时有助于降低债务负担，通过美国政府回购美债提供流动性。

图 5：温和降息下，美元和美债变现坚挺



资料来源：中原证券，wind

图 6：美联储年内的第二次降息 25BP



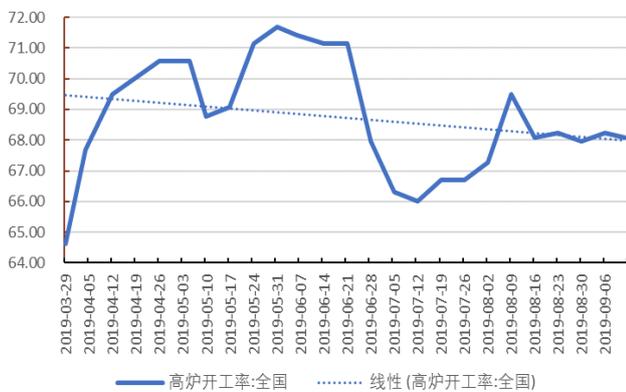
资料来源：中原证券，wind

3. 各国央行倾向宽松，但节奏分化

9 月 19 日美联储降息后，巴西、印尼、沙特、约旦、阿联酋、中国香港等 7 个国家或地区央行宣布降息。此前一周欧洲央行宣布降息+QE 开启，但与此同时，英国、日本央行则选择静观其变，维持现有利率水平并宣称将根据后续经济数据再行刺激举措，总体来看，全球经济下行的趋势明确，各国宽货币政策导向也清晰，但各国经济存在差异，降息的节奏存在分化。

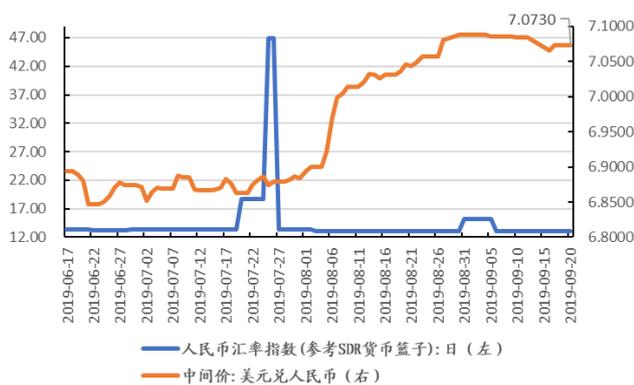
就我国而言，9月6日全面降准以来，货币宽松预期开启，上周9月20日全国银行间同业拆借中心公布了改革后的第二期贷款市场报价利率(LPR),1年期水平为4.20%,比8月20日首次报价低了5个BP;5年期水平为4.85%,与此前持平。此举虽不是跟随美元降息，却也是借助利率市场化进程，调降实际利率中枢，节约银行成本，疏通信用渠道，助力实体经济的措施，对于降准之后，是否需要年内进一步降息，以何种方式降息的讨论，市场存在分歧，有观点认为应该借助货币工具尤其是OMO操作降低市场利率，也有观点支出MLF和贷款利率很久以来都为变动，值此经济下行压力加大之际有必要有空间，调降MLF和TMLF，并借助LPR机制实现贷款利率下调。我们认为当前三驾马车失速，就业压力上升，企业盈利能力偏弱的格局下，逆周期调节更多需要倚重货币工具发力，一方面是OMO操作进行预调微调，另一方面，在不确定性的外部冲击到来时，不排除适当时机试行降息的可能。

图 7: 高炉开工率较上周平稳走弱



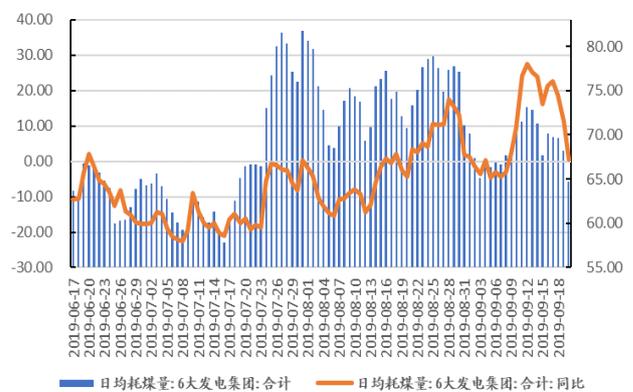
资料来源：中原证券，wind

图 9: 人民币相对走弱



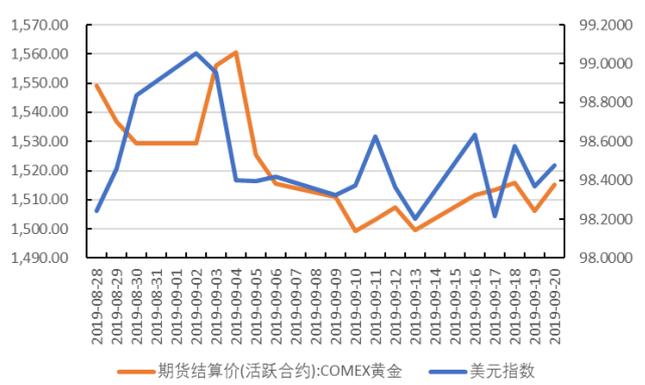
资料来源：中原证券，wind

图 8: 上周发电量回落



资料来源：中原证券，wind

图 10: 美联储加息当天，美元指数反升，金价触底



资料来源：中原证券，wind

4. 外贸形势尚不明朗

本月中美贸易战愈演愈烈，但上周两国经贸谈判似有转机，双方各发布豁免清单，但今天又有消息称，川普无意通过局部协同结束中美贸易争端，中方代表也临时取消对美国农场的参

观，美国股市受此影响回落，黄金价格进一步抬升至 1525 关口，看多情绪更加确定，这都反映出国际市场对于贸易风险的担心。

但根据官媒的解读，当前谈判尚在开展，并已经达成了局部建设性共识，9月17日，美国贸易代表办公室（USTR）官网公布了三份对中国加征关税商品的排除清单，涉及 2500 亿美元 437 项商品。

三份清单具体情况如下：一是对第一轮 340 亿美元中国商品的第 7 批排除清单，涉及 310 项商品，211 个美国税则 10 位税号；二是对第一轮 160 亿美元中国商品的第 2 批排除清单，涉及 89 项商品，53 个美国税则 10 位税号；三是对第二轮 2000 亿美元中国商品的第 2 批排除清单，涉及 38 项商品，35 个美国税则 10 位税号。

表 1: 上周 USTR 发布减免清单

USTR 减免清单	轮次	规模	商品项
第一份	第一轮	340 亿美元	310 项商品
第二份		160 亿美元	89 项商品
第三轮	第二轮	2000 美元	38 项商品

资料来源：中原证券，wind

5. 美元降息对市场影响

对 A 股市场而言，此次美联储降息 25BP 在市场预期之内，对市场提振作用有限，但同时全球宽松预期却十分清晰，叠加 8 月经济数据显示当前宏观经济底部平稳运行，7 月当月企业利润边际改善，中报季结束，再加上降准刺激风险偏好上升。虽然上周美联储降息，幅度仅有 25BP，但确定了经济下行的预期，随后巴西、沙特、印尼、约旦、阿联酋跟随降息，日本、瑞士、英国、南非按兵不动，欧洲央行上上周降息+QE，总体来看货币环境改善，我国央行也积极通过降准、OMO 以及发布新 LPR 引导实际利率下行，上周 1 年期调降 5BP，报 4.2%。

未来不排除降息的可能，对于降低企业融资成本产生利好，尤其是 5G 应用和华为概念，在技术突破方面走在前列，后市值得关注。尤其是宽松预期对资金敏感的板块的提振，例如：大金融板块和有色板块。虽然经济弱势无法提振对有色大宗的需求，但改善流动性，对有色产

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_9935

