

降息窗口开启，观望政策时机

2019年6月美联储会议点评

概要。美东时间6月19日，美联储发布6月议息会议声明，维持联邦基金利率目标范围2.25%至2.50%不变，但声明用词、对经济及通胀的预测、利率点阵图均释放出政策趋于灵活的强烈宽松信号。移除“耐心”(patient)措辞，转而强调“不确定性”(uncertainties)，意味着过去半年的“按兵不动”政策即将终结，“降息”周期将在贸易谈判前景不明朗和美国经济放缓的情况下加速开启。会后，美元指数短线略有下跌，美债收益率全线走弱。我们对于此次声明的要点及其政策意义的分析如下：

■ **美联储放弃“耐心”立场，强调“不确定性”。**从基调上看，6月FOMC议息会议声明和美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会上的表态较今年5月有了明显的变化，主要表现在以下几个方面：

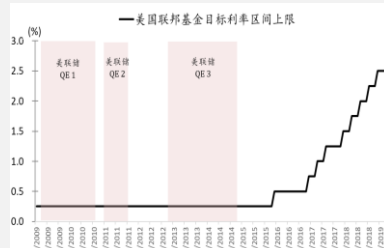
- (1) **移除“耐心”措辞。**“耐心”(patient)是美联储从2018年底开始与市场沟通的关键词，亦出现在了今年1月和3月的FOMC会议通稿之中。此次删除该词，意味着过去半年“按兵不动”的政策立场即将改变，美联储将在合适时机采取宽松政策支撑经济。
- (2) **会议声明对经济增长的表述由今年5月的“稳固”(solid)调整为“温和”(moderate)。**鲍威尔指出美国制造业生产下滑严重，商业投资疲软，同时也强调美联储不会因为个别数据或短期情绪而调整政策，需要全面的评估以获取足够的判读依据。
- (3) **强调“不确定性”(uncertainties)。**美联储认为，在5月议息会议之后经济环境出现了一系列重要变化：一是全球经济出现了更多的下行迹象，进而拖累商业信心，预计将在之后的经济数据当中进一步体现；二是特朗普在5月初宣布提高对中国商品的加征关税；三是金融市场的风险偏好迅速转差。这些重大变化使得美联储官员必须开始考虑在合适时候对货币政策进行宽松调整，多重不确定因素令市场更难捕捉政策调整时机。
- (4) **下调通胀预测。**6月会议声明强调总体通胀和核心通胀(剔除食品和能源等波动项)同比增速均持续处于联储目标2%下方。美国通胀水平自去年7月以来趋势性下行，今年4月PCE和核心PCE通胀仅为1.51%、1.57%，较2%的通胀目标相距甚远。由于短期内通胀提升的动力不足，美联储进一步下调了对于今明两年的通胀预测，PCE通胀由1.8%和2.0%下调至1.5%和1.9%，核心PCE通胀分别下调至1.8%和1.9%。通胀持续疲软也为美联储降息提供了条件和动力。

■ **美联储票委意见分化，主张降息人数大幅上升，贸易谈判和收益率曲线倒挂成为重要关注问题。**6月美联储预期2019年底的联邦基金利率中位数仍为2.375%，与3月持平。但6月的点阵图显示，美联储内部意见相较3月发生了剧烈分化。主张降息的人数从0升至8位，其中7位委员认为今年应降息2次，1位认为应降息1次；主张加息的人数从6位降至1位；主张利率不变的人数从11位降至8位。值得一提的是，6月利率决议并非一致通过，最为鸽派的圣路易斯联储主席James Bullard投下了反对票，认为应当降息25个百分点。实际上近一个月以来，美联储官员的言论强调美国经济风险增加，密切关注贸易战的负面影响，关注债券市场以及美债收益率曲线的倒挂，一系列更加鸽派的表态强调货币政策的开放性(openness)和灵活性(flexibility)，为降息打开窗口。美联储票委表示已知悉市场对降息的期待，还需要更多时间观察数据才可决定何时降息。

成亚曼，博士
(852) 3900 0868
angelacheng@cmbi.com.hk

谭卓，博士
(86) 755 8316 7787
zhuotan@cmbchina.com

美国联邦基金利率和货币政策



资料来源：美联储、招银国际研究

相关报告

1. 中美关系专题：步入持久战，应对新常态 - 2019年6月5日
2. 4月海外宏观月报：全球经济步入“微妙时刻” - 2019年4月18日
3. 停加息止缩表，美国货币政策全面转向 - 2019年3月21日

请登录 2019 年亚洲货币券商
投票网址，投下您对招银国际
研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

- 降息窗口打开的原因：经济增势及贸易谈判进程的变化。**近期，美联储官员对于经济状况的描述与此前相比已趋于谨慎，乐观的情绪减少，表现尚好的就业市场是少有的经济亮点之一。然而，过去三个月美国新增非农就业人数均值已经出现下降，从2018年的月均22.3万人下降到15.1万人，初请失业金人数均值也在近期持续上升，显示美国就业增长出现边际放缓，主要原因是减税效果减弱和政府财政支出减少。尽管就业市场还未亮起红色警报，但一连串不及预期的数据使得市场和美联储都不得不得留心就业市场景气度的微妙变化。随着特朗普财政刺激效果减弱，美国国内生产活动疲态尽显，制造业PMI指数显著回落，从去年10月的55.8跌至5月的50.5，已接近荣枯线附近。经济扩张势头放缓的同时，贸易摩擦不仅加大了美国经济进一步下行的压力，而且加大了美联储官员判断经济增长和价格走势的难度。6月底G20会议中美元首的会面以及双边的贸易谈判是美联储面对的重大不确定因素之一。
- 市场对美联储降息的预期迅速升温，或已押注过高。**当前，利率期货反应市场预期今年减息两或三次，已然遥遥领先于美联储官员一致判断的形成过程，市场对降息的节奏和力度或已押注过高。根据现时决策者的立场，仍需要稍多时间建立共识，毕竟美国经济的下行迹象才刚刚显现。美联储官员需要关于贸易战走势的更多信息，因此即将在月底召开的G20会议将是主要的变量事件。
- 对美联储货币政策的预测。**根据当前信息，我们预计美联储会在今年下半年择机降息1-2次，每次幅度为25bp。目前利率期货显示7月降息概率已达100%（其中降息50bp的概率为27.1%）。但考虑到货币政策立场的反转存在惯性，美联储将会审慎行事，这降低了美联储“未雨绸缪”（preemptive）降息的可能性。7月会否降息，仍然取决于美国未来的经济数据以及G20中美元首会晤的结果。若经济数据未见显著恶化，降息时点可能推迟至9月。在此基础上，美联储或于四季度再视经济走势或降息一次。此外，原定于9月结束的“缩表”计划也可能被提前终止。
- 对汇率和利率的影响：**6月美联储议息会议在货币政策操作上释放了强烈的“鸽派”信号，有助于修复全球金融市场的风险偏好，也使得短期内美元的支撑减弱，美元指数站上98的阻力增加，叠加中美双边对话重启，短期有助支撑人民币汇率，舒缓人民币快速贬值的压力。当然，在中美博弈、外汇供求变化以及美元相对仍强的情况下，人民币兑美元汇率于年内仍存在“破7”可能。美联储降息将正式开启全球货币政策宽松周期，也将为我国央行货币政策操作打开空间。

图1：2019年5月与2019年6月美联储会议声明对比

| 2019年5月声明 | 2019年6月声明 |
|--|---|
| 经济在稳步增长 | 经济在温和增长 |
| 家庭支出和商业固定投资的增长在第一季度放缓 | 尽管家庭支出增长率自今年早些时候开始回升，但商业固定资产投资指标疲软 |
| 总体通胀率和核心通胀率同比已经下降，低于联储目标2% | 总体通胀率和核心通胀率同比持续低于联储目标2% |
| 鉴于全球经济和金融市场的发展状况，以及疲软的通胀压力，委员会将耐心等待以确定未来对联邦基金利率目标范围做出合适的调整 | 前景的不确定性有所增加，鉴于这些不确定因素和缓和的通胀压力，委员会将密切关注关键事件信息对经济前景的影响，并将采取适当措施维持经济增长 |
| 投票支持FOMC货币政策行动的票委包括圣路易斯联储主席James Bullard等人 | 投票反对的是圣路易斯联储主席James Bullard，他在本次会议上主张降低25个基点 |

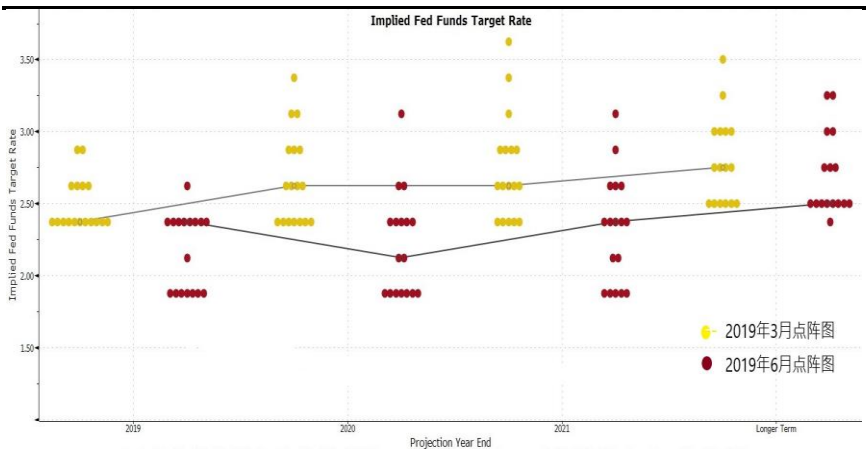
资料来源：美联储、招商银行研究院、招银国际研究

图2: 美联储官员的经济预测

| 经济指标 | 时间 | 2019 | 2020 | 2021 | 长期 |
|---------|---------|------|------|------|-----|
| 实际GDP增速 | 2019-06 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.9 |
| | 2019-03 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.9 |
| | 2018-12 | 2.3 | 2.0 | 1.8 | 1.9 |
| | 2018-09 | 2.5 | 2.0 | 1.8 | 1.8 |
| 失业率 | 2019-06 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 4.2 |
| | 2019-03 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.3 |
| | 2018-12 | 3.5 | 3.6 | 3.8 | 4.4 |
| | 2018-09 | 3.5 | 3.5 | 3.7 | 4.5 |
| PCE通胀 | 2019-06 | 1.5 | 1.9 | 2.0 | 2.0 |
| | 2019-03 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| | 2018-12 | 1.9 | 2.1 | 2.1 | 2.0 |
| | 2018-09 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.0 |
| 核心PCE通胀 | 2019-06 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | - |
| | 2019-03 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | - |
| | 2018-12 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | - |
| | 2018-09 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | - |
| 利率中位数预测 | 2019-06 | 2.4 | 2.1 | 2.4 | 2.5 |
| | 2019-03 | 2.4 | 2.6 | 2.6 | 2.8 |
| | 2018-12 | 2.9 | 3.1 | 3.1 | 2.8 |
| | 2018-09 | 3.1 | 3.4 | 3.4 | 3.0 |

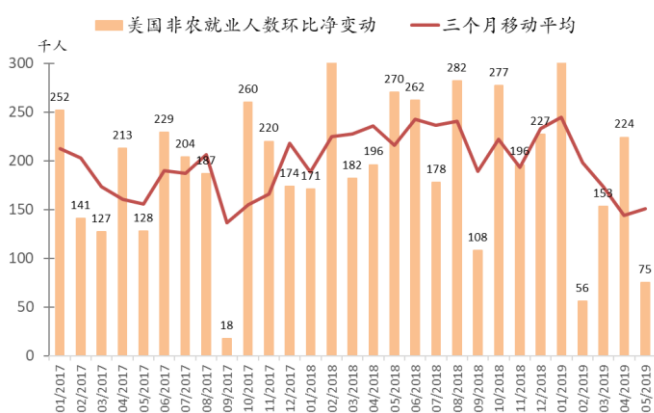
资料来源: 美联储、招商银行研究院、招银国际研究 (标红数据相对前值增大, 标绿数据相对前值减小)

图3: 2019年3月与6月美联储利率点阵图对比



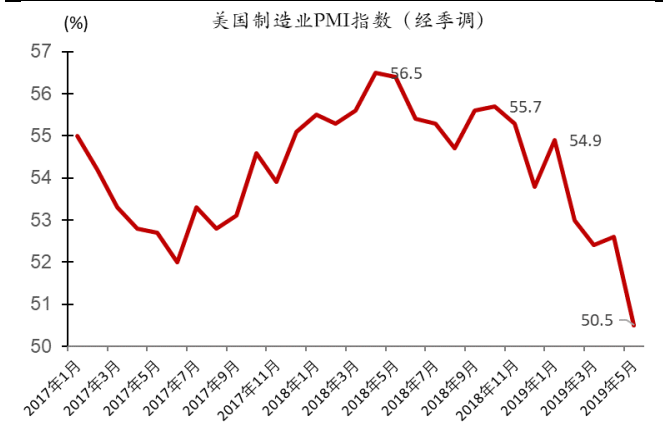
资料来源: 美联储、招商银行研究院、招银国际研究

图4: 美国就业市场仍强劲但增速边际趋缓



资料来源: CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

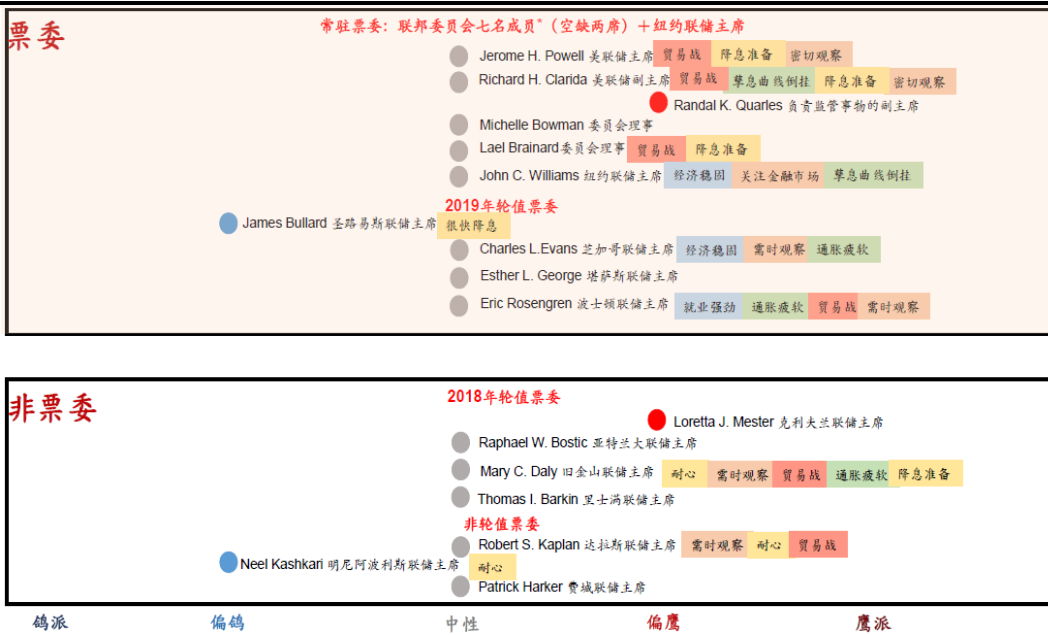
图5: 美国制造业景气度迅速下滑



资料来源: CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

美联储官员近期关于降息条件的密集讨论

图6：美联储官员近期政策立场及2019年6月言论要点



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究（图中圆点对应坐标为2019年5月该官员的政策立场，名尾词条提取2019年6月该官员的发言表态关键词）

在上一次的美联储公开市场委员会政策会议上（4月30日至5月1日），官员们普遍认为当时按兵不动的立场是适宜的；但那是在贸易战突然升级之前。特朗普出乎市场预料于5月5日宣布对2,000亿美元中国商品征收25%关税，使得去年G20会议以来逐渐修复的风险偏好急转直下，也使得美联储面对的经济前景出现了重大变化。

在此背景下，美联储官员近一个月来的言论表态出现了十分显著的转向，贸易战上升为主要关切问题，对经济前景的取态趋于保守，孳息曲线倒挂问题得到更多关注，“降息”相关的讨论出现频率迅速提升，特别是美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）和副主席克拉里达（Richard Clarida）都表示正在密切跟踪近期的变化对美国经济前景的影响，称美联储将采取适当行动支撑扩张。

我们的“美联储观点跟踪系统”汇总出6月以来美联储票委和非票委的主要观点如下：

- （一） 美国经济增长稳定但风险增加。** 纽约联储主席 William 认为美国经济仍较好，但认识到风险在迅速上升，达拉斯联储主席 Kaplan 也认为下行风险已经显著增大。很明显，在贸易战升级的情况下，美联储对于经济状况的描述已趋于谨慎，乐观的情绪在减少。
- （二） 密切关注(closely monitor)贸易战的负面影响。** 贸易战显然加大了美联储官员判断经济增长和价格走势的难度。美联储主席 Powell 和副主席 Clarida 均表示将密切关注贸易战对于美国经济前景的影响，并在适当时候采取必要措施维持经济持续增长。波士顿联储主席 Rosengren 认为贸易战可能加速通胀达到目标的过程，但也会使消费者削减开支，这对于接近十年的美国经济扩张势头来说是一个显著风险；他认为由于贸易战风险仍在潜伏，货币政策的下一步走向还难以确定。圣路易斯联储主席 Bullard 则认为应当尽快降息以对冲贸易战带给经济的下行风险。
- （三） 关注债券市场以及孳息曲线的倒挂。** 美联储副主席 Clarida 和芝加哥联储主席 Evans 均表示十分重视国债收益率曲线倒挂的信号意义和之后可能的衰退风险，将在制定美联储下一步行动时参考该指标以及债券市场的变化。

- (四) 知悉投资者对降息的期待。**纽约联储主席 William 表示，美联储官员已充分了解到投资者对于美联储降息的期待。虽然金融市场并非美联储决策的首要考虑，但这种表态也意味着市场浓厚的降息预期将成为重要的政策参考。
- (五) 需要更多时间观察数据才可决定是否降息。**大部分对于降息已经表态的美联储官员（例如达拉斯联储主席 Kaplan 和旧金山联储主席 Daly 等）均认为现在决定是否降息还为时过早，需要多些时间来确定决策的正确性和时机的准确性。当然也有偏鸽派的 Bullard 认为当前需要很快降息来提升通胀，并对冲不断升级的贸易战带来的经济下行风险。

总体来看，美联储官员仍未就降息的时机和力度形成一致判断，仍在观望经济数据以及贸易谈判的进展。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

| | |
|-----|------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15% |
| 持有 | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10% |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级 |

招银国际证券行业投资评级

| | |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。