

## 全球央行追踪

### 降息并提及QE：如何解读美联储的复杂信号

美东时间9月18日，美联储FOMC公布利率决议，继7月降息25bp之后，将联邦基金利率再降25bp至1.75-2.00%，符合预期。本次降息在本质上依然是维持扩张、预防风险的“保险式”降息。但美联储内部对货币政策前景的分歧进一步加大。会后美联储主席鲍威尔提及可能早于预期重启QE。美联储是否还将继续降息，又该如何理解重启QE的可能性，我们在本报告中给出了深入分析：

- **美联储对经济前景信心增强。**9月的经济预测表反映美联储对于今后三年的经济增速更有信心。美联储对2019年GDP增速预测提升0.1pct至2.2%。美联储对美国私人消费更为乐观；而对美国商业投资的评估变得更加悲观，加入了美国出口已经减弱的判断，折射出贸易摩擦对美国经济的负面影响。
- **解析美联储内部的分歧：**此次会议上美联储委员的观点分歧进一步加剧，但票委的观点分布并不明确，使得未来的政策前景愈发模糊。表面上看，美联储委员的观点进一步分化：一方面，此次利率决议的反对票数增加，10位票委当中3人投出反对票；另一方面，FOMC委员会内部分歧加大，17位官员中有7位认为在今年年底前还需再降息一次，有5位支持本次降息但认为应在今年维持当前利率，另有5位认为应加息回到7月的利率水平。但值得注意的是在参与点阵图调查的17位官员当中，仅有10人在今年有利率决议投票权。因此，仅基于点阵图的信息，并不能排除更多票委倾向于进一步降息的可能性：与6月点阵图相比，认为今年底利率位于1.5%-1.75%（年内再降息一次）的人数已从0升至7。因此，四季度再降息一次的可能性依然存在。
- **未来货币政策将“一会一议”。**美联储此轮“周期中调整”是否结束，取决于两个维度。一是“数据”：由于美联储重新强调“基于数据”，货币政策决策中经济数据的权重上升，若经济数据向好，则进一步降息概率下降；二是“风险”：若未来中美经贸磋商进展顺利，美联储“风险管理”的必要性以及所面临的压力都将大幅下降，本轮降息很可能在本次会议上就已经画上句号。此次会议之后美联储进一步降息的概率大幅下降，但基于当前信息，美国经济下行趋势未变，且中美贸易关系仍旧充满不确定性，我们预测本轮预防式降息难言终结，今年四季度或明年一季度再降息一次（25bp）的可能性仍然存在。
- **鲍威尔暗示“有机扩表”但不考虑负利率。**鲍威尔在发布会上表示美联储可能提早恢复资产负债表的“有机增长”（resuming organic growth of the balance sheet），即刻引发美股上涨，美元下跌。在利率水平距离“零下限”空间尚存的情况下，鲍威尔重提“扩表”很可能是为了“校准”商业银行的储备金规模，修复商业银行体系的流动性，而非刺激经济。本周美国货币市场短期资金面趋紧，短期借贷利率出现异常飙升，纽约联储因此不得不开展十年来首次隔夜回购操作，9月17-19日共计向市场释放短期流动性超过2,000亿美元。美联储在9月会议上还决定下调超额准备金利率（IOER）和隔夜逆回购利率（ON RRP）。至于其他政策工具，鲍威尔不认为美联储会优先考虑使用负利率。

表1：美联储会议声明内容对比（2019年7月与9月）

内容类型	2019年7月声明	2019年9月声明
经济状况	虽然家庭支出的增速相对于今年早些时候开始提升，但商业固定投资的增长却一直疲软。	虽然家庭支出一直在快速增长，但商业固定投资和出口已经减弱。
结束缩表	委员会将于8月份结束系统公开市场账户中减少总证券持有量的操作，比之前表明的时间表提前了两个月	(删除)
利率决定	联邦基金利率区间降至“2.00%-2.25%”	联邦基金利率区间降至“1.75%-2.00%”
投票情况	投票反对这一决议的是堪萨斯城联储主席Esther L. George和波士顿联储主席Eric S. Rosengren，他们在本次会议上倾向于将联邦基金利率的目标范围维持在2.25至2.50%。	投票反对这一行动的是圣路易斯联储行长James Bullard，他在本次会议上倾向于将联邦基金利率的目标范围降至1.5至1.75%；以及堪萨斯城联储主席Esther L. George和波士顿联储主席Eric S. Rosengren，他们倾向于将目标范围保持在2%至2.25%。

资料来源：美联储、招银国际研究

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

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

#### 相关报告

1. 欧央行降息并重启QE，负利率时代“放水”杯水车薪（9月16日）
2. 愤怒的特朗普，无力的美联储—鲍威尔 Jackson Hole 央行年会讲话点评（8月26日）
3. 美国将中国认定为“汇率操纵国”点评（8月7日）
4. “鹰派”降息对资本市场的影响（8月1日）
5. 市场“绑架”美联储—2019年7月鲍威尔国会证词点评（7月11日）

美东时间9月18日，美联储公开市场委员会公布利率决议，继7月降息25个基点之后，将联邦基金利率再降25个基点至1.75-2.00%，符合预期。但美联储内部对货币政策前景的分歧进一步加大。会后美联储主席鲍威尔提及可能早于预期重启QE。美联储是否还将继续降息，又如何理解重启QE的可能性，我们在本报告中给出了深入分析和前瞻预测。

## 符合预期的第二次“保险式”降息

本次会议决定下调联邦基金利率25bp至1.75-2%区间，符合预期。美联储于7月末进行了金融危机之后的首次降息。尽管彼时美国经济表现良好(favorable)，但随着中美贸易摩擦迅速升级、美国国债收益率曲线倒挂、德国衰退风险激增等重大事件，美联储决定下调利率以进行“风险管理”(risk management)。近期贸易战等全球风险有缓和迹象，且美国私人消费、薪资增速等多项数据显示经济仍然稳健，因此本次降息在本质上依然是维持扩张、预防风险的“保险式”降息。由于此次25bp的降息已被充分预期，市场更为关注的是美联储对未来经济前景和利率路径的前瞻指引(forward guidance)。

## 美联储对经济前景信心增强

9月的经济预测表反映出美联储对于今后三年的经济增速更有信心。其中，在2019年，美联储对GDP增速预测提升0.1pct至2.2%；对通胀/核心通胀的预测维持1.5%/1.8%；唯上调2019年失业率预测0.1pct至3.7%。美联储预计2019-2020年PCE和核心PCE通胀将逐年走高，于2021年达到2.0%的通胀目标。具体地看，美联储对美国私人消费更为乐观，在会议声明中的表述从7月的“有所提升”(pick up)变为9月的“强劲增长”(rise at strong pace)；而对美国商业投资的评估变得更加悲观，加入了美国出口已经减弱的判断，折射出贸易摩擦对美国经济的负面影响。

表2：美联储经济预测变化

经济指标	时间	2019	2020	2021	2022	长期
实际GDP增速	2019-09	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
	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
失业率	2019-09	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
	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
PCE通胀	2019-09	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
	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
核心PCE通胀	2019-09	1.8	1.9	2.0	2.0	-
	2019-06	1.8	1.9	2.0	-	-
	2019-03	2.0	2.0	2.0	-	-
	2018-12	2.0	2.0	2.0	-	-
利率中位数预测	2019-09	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5
	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

资料来源：美联储、招银国际研究（相较前值，绿色数据为下降，红色为上升，黑色持平）

## 模糊的政策立场：分化还是收敛？

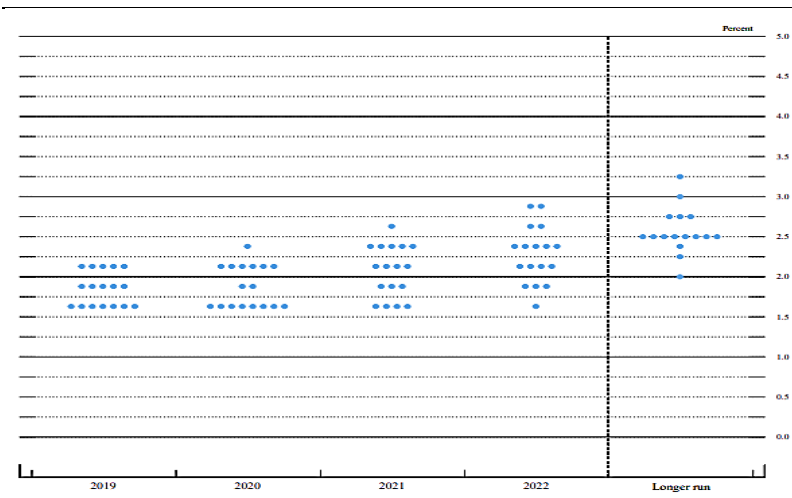
在此次会议上，美联储委员的观点分歧进一步加剧，但票委的观点分布并不明确，使得未来的政策前景愈发模糊。表面上看，美联储委员的观点进一步分化：

一方面，此次利率决议的反对票数增加，10位票委当中3人投出反对票。7月会议上，罕见的有两位票委投出了反对票，分别是鹰派的堪萨斯联储主席 Esther George 和资历较深的波士顿联储主席 Eric Resengren，出于对资产泡沫的担心，他们主张维持利率不变。9月这两位票委仍然对降息投下了反对票。此外，历来鸽派的圣路易斯联储主席 James Bullard 认为应当直接降息 50bp，亦投下反对票。

另一方面，FOMC 委员会内部分歧加大。点阵图显示，2019 年底联邦基金利率预测中位数为 1.625%，17 位官员当中有 7 位投票者认为在今年年底前还需再降息一次，有 5 位支持本次降息但认为应当在今年维持当前利率，另有 5 位认为之后应加息回到 7 月的利率水平。但值得注意的是，在参与点阵图调查的 17 位美联储官员当中，仅有 10 人为今年的票委（有利率决议投票权）。假设 5 位支持年内重启加息的官员中，今年的票委仅有此次投出反对票的 George 和 Rosengren 两人，那么其余八位票委的立场均介于维持现有利率和继续降息一次之间。

因此，仅基于点阵图的信息，并不能排除更多票委倾向于进一步降息的可能性：与 6 月点阵图相比，认为今年底利率位于 1.5%-1.75%（美联储进一步降息一次）的人数已从 0 升至 7。因此，四季度再降息一次的可能性依然存在。

图 1：9 月美联储点阵图



资料来源：美联储、招银国际研究

## 未来货币政策将“一会一议”

由于对美国经济前景总体乐观，本次发布会上鲍威尔提到“风险管理”（risk management）的次数大幅下降，而强调此前被逐渐淡化的“基于数据”（data dependent）原则。这表明未来货币政策决策中经济数据的权重将上升。以当前的经济表现外推，美联储未来进一步降息的概率将相应下降，货币政策的不确定性因此上升。鲍威尔在发布会上表示，“我们没有预设路径，未来货币政策决策将‘一会一议’”（We are not on a pre-set course, we are going to be making decisions meeting by meeting）。

## 政策不确定性的来源：数据、内外压力和贸易

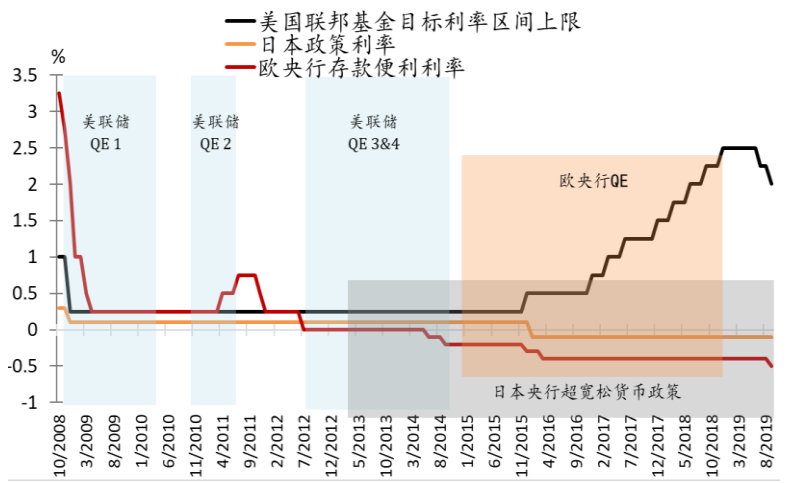
近期美联储的预测和官员的表态变化频繁，主要原因有三：

一是并非所有美国经济数据都表现良好，美联储对经济表现难以作出一致性评价。

二是美联储货币政策决策内外部压力与日俱增，外部压力来自于全球央行特别是欧洲央行的政策宽松；内部压力则主要来源于特朗普所施加的政治压力。此次会议后，特朗普进一步对美联储施压。

三是贸易不确定性引发了货币政策的不确定性。美联储近期的研究指出贸易不确定性将在未来一年拖累商业投资并拖累经济增长一个百分点。若贸易摩擦进一步恶化，美联储有必要通过减轻利息负担鼓励消费，创造更加宽松的金融条件鼓励投入支出，提振家庭和企业信心。但贸易谈判本身就充满了不确定性。

图2：美欧日央行政策利率变化



资料来源：彭博、招银国际研究

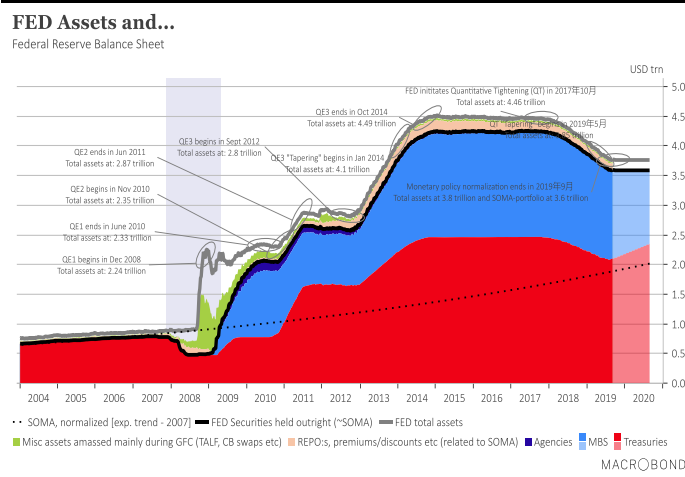
## 鲍威尔暗示“有机扩表”但不考虑负利率

鲍威尔在发布会上表示，美联储可能提早恢复资产负债表的“有机增长”（resuming organic growth of the balance sheet），即刻引发美股上涨，美元下跌。除此之外，鲍威尔并未提及关于重启QE的更多信息，包括规模和以何种方式实施。

与之相关的背景是，金融系统流动性危机已成为美联储当前必须面对的重大问题。本周美国货币市场短期资金面全面趋紧，短期借贷利率出现异常飙升，一度升破4.7%，远超2.25%的目标利率区间上限。纽约联储因此不得不开展十年来首次隔夜回购操作，9月17-19日共计向市场释放短期流动性超过2,000亿美元。

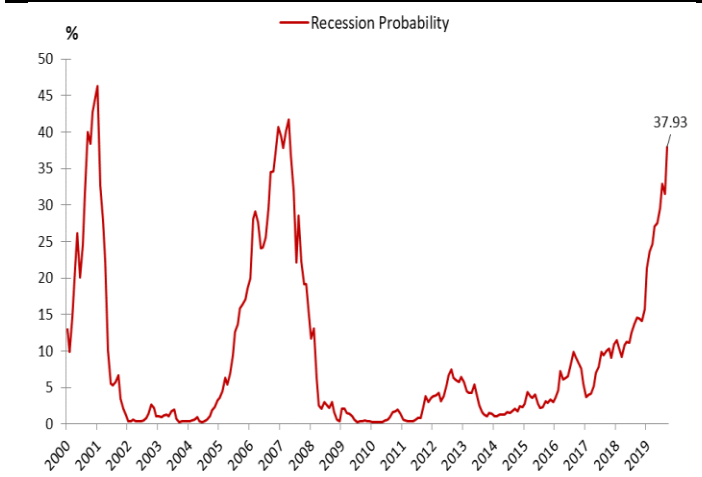
隔夜市场的“钱荒”主要是由于国债拍卖的结算和企业缴税等季节性因素导致，但鲍威尔也承认美联储对于商业银行准备金的合理规模评估存在偏差。为应对流动性危机，美联储在9月会议上还决定下调超额准备金利率（IOER）30bp，下调隔夜逆回购利率（ON RRP）30bp。基于以上信息，考虑到利率工具一直是美联储长期以来的优先选项，鲍威尔重提“扩表”很可能是为了“校准”商业银行的储备金规模，而非刺激经济。关于其他政策工具，鲍威尔不认为美联储会优先考虑使用负利率。

图3: 美联储资产负债表



资料来源: Macrobond、招银国际研究

图4: 美国经济衰退风险



资料来源: 纽约联储、招银国际研究

## 结论：政策不确定性上升，“周期中调整”或并未结束

总结而言，美联储本轮“周期中调整”是否结束，取决于两个维度。一是“数据”：由于美联储重新强调“基于数据”，美联储货币政策决策中经济数据的权重上升，若经济数据向好，则进一步降息概率下降；二是“风险”：若未来中美经贸磋商进展顺利，美联储“风险管理”的必要性以及所面临的压力都将大幅下降，本轮降息很可能在本次会议上就已经画上句号。

总体来看，此次会议之后，美联储进一步降息的概率大幅下降。但基于当前信息，美国经济下行趋势未变，且中美贸易关系仍旧充满不确定性，我们预测本轮预防式降息难言终结，今年四季度或明年一季度再降息一次（25bp）的可能性仍然存在。最后，在利率水平距离“零下限”空间尚存的情况下，美联储“有机扩表”的目的大概率是为修复商业银行体系的流动性，而非刺激经济。



## 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

本报告期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上责任。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 年证券交易法规则 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人。