

研究报告

2019 年第 90 期

2019.09.20

执笔人：朱思斯

sisi.zhu@icbc.com.cn

美联储年内第二次降息 未来政策不确定性上升

要点

- 美联储 9 月议息会议宣布再次降息 25 个基点，前瞻指引及点阵图并未给出明确的降息路径。
- 此轮降息彰显美联储内部对于未来政策路径的分歧加大。
- 未来美联储或将根据后续经济数据表现及贸易摩擦等风险演化决定利率路径。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

美联储年内第二次降息, 未来政策不确定性上升

一、美联储年内第二次降息, 政策路径分歧加大

北京时间9月19日凌晨, 美国联邦公开市场委员会(FOMC)决定降息25个基点, 将联邦基金利率目标区间下调至1.75%-2.00%, 为美联储自7月开启降息后的第二次降息, 随后香港金管局将基准利率下调25个基点至2.25%。本轮美联储降息符合市场前期普遍预期, 但其前瞻指引及点阵图并未给出明确的降息路径, 美联储内部对于未来政策路径的分歧加大, 并且传递出或提早启动扩表的偏鹰信号。

从议息投票结果来看, 美联储内部对于利率水平的分歧加大。具体来看, 有3位委员投出反对票, 不支持此次降息, 较7月议息会议多出一位。其中, 堪萨斯联储主席George、波士顿联储主席Rosengren两位委员认为应维持当前利率, 圣路易斯联储主席Bullard委员则认为本次应降息50个基点。从前瞻指引来看, 美联储认为经济依然温和增长, 就业市场和消费支出增长强劲, 而企业投资和出口表现疲软。总体来看与7月相比变化不大, 有关通胀及就业的措辞无变化, 前瞻指引并未给出一个明确的降息路径。从点阵图来看, 委员们对于未来利率路径的观点也更加分化。点阵图中值隐含对2019、2020、2021、2022年的利率变化路径为-2、0、1、1次调整, 即2021年重回加息路径, 2022年继续加息。委员们预期的2019年和2020年联邦基准利率中值都是1.9%

(见表 1), 意味着保持维持当前 1.75%-2% 的联邦基金利率目标区间不变, 即预期中值并未给出进一步的降息线索。需关注到的是, 点阵图也显示出委员们对于利率水平的分歧有所加大 (见图 1), 其中有 5 位委员预计 2019 年年底利率中值为 2.125%, 即此次都不应该降息; 5 人预计年底利率中值为 1.875%, 即年内没有进一步降息; 7 人预计年底利率中值为 1.625%, 即四季度还有一次降息。但值得注意的是, 本次美联储议息会议也传递出部分偏鹰信号。鲍威尔表示为了缓解当前货币市场美元流动性的紧张情况, 美联储可能会比预期更早启动资产负债表的再度扩张。

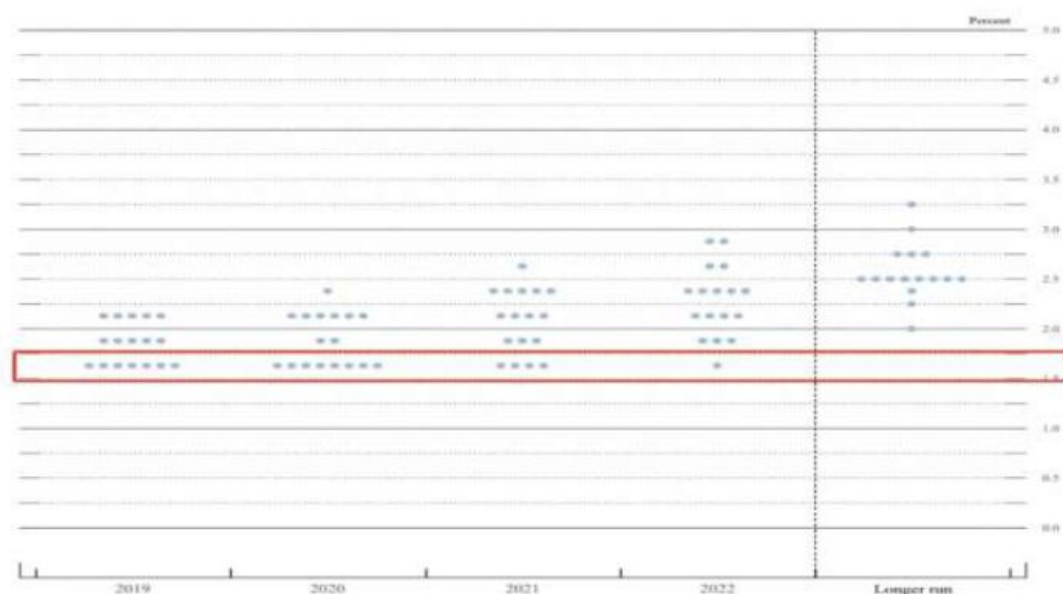


图 1 2019 年 9 月美联储议息会议点阵图

此外, 美联储宣布下调超额准备金率 (IOER) 30 个基点。美联储调降银行的超额准备金率 30bp, IOER 由 2.10% 下调至

1.80%，比基准利率下调多 5bp。主要是为了应对本周货币市场流动性的紧张和回购利率的飙升。9月17日美国货币市场出现了“钱荒”，美国国债隔夜回购利率曾一度大涨到10%，约为上周的四倍；有效联邦基金利率升至2.3%，突破目标区间2.00%-2.25%的上限。纽约联储9月17日进行了十年来首次隔夜回购操作，买入532亿美元证券，并在9月18日上午再次执行该操作，规模最高将达750亿美元，以遏制利率的快速上行。因此，美联储也对控制关键利率的工具进行了调整，决定自9月19日起将超额准备金利率(IOER)下调30个基点至1.8%，并将隔夜逆回购利率下调30个基点至1.70%，以增强对利率的有效控制。往常来说，隔夜回购利率飙升可能出现的时间点是在季末或者月末，但是这次是发生在月中，主要是以下三大因素的叠加：一是9月16日是公司缴税截止日期；二是上周发行的美国国债结算在9月16日；三是投资者在上周债市大幅下跌过程中将证券卖回给交易商，也抽取了一部分流动性。

经济及通胀预测方面，美联储分别小幅上调2019年、2021年实际GDP增速预期，2019年实际GDP增速预期为2.2%，小幅上调2019年失业率预期至3.7%，维持通胀预期不变，并增加对2022年的各项经济指标预测。会后美联储公布了经济预期（见表1），分别上调2019年、2021年实际GDP增速预期0.1个百分点至2.2%、1.9%（前值分别为2.1%、1.8%）；

小幅上调 2019 年失业率预期至 3.7% (前值 3.6%); 维持通胀预期不变, 2019 年 PCE 同比预期为 1.5%, 核心 PCE 同比预期为 1.8%; 此外, 本次议息会议增加了对 2022 年的经济预测数据。

表 1 美联储委员经济预测值的中位数

		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	长期
实际 GDP	2019 年 9 月	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
	2019 年 6 月	2.1	2.0	1.8	-	1.9
	2019 年 3 月	2.1	1.9	1.8	-	1.9
失业率	2019 年 9 月	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
	2019 年 6 月	3.6	3.7	3.8	-	4.2
	2019 年 3 月	3.7	3.8	3.9	-	4.3
PCE	2019 年 9 月	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
	2019 年 6 月	1.5	1.9	2.0	-	2.0
	2019 年 3 月	1.8	2.0	2.0	-	2.0
核心 PCE	2019 年 9 月	1.8	1.9	2.0	2.0	-
	2019 年 6 月	1.8	1.9	2.0	-	-
	2019 年 3 月	2.0	2.0	2.0	-	-
联邦基金利率	2019 年 9 月	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5
	2019 年 6 月	2.4	2.1	2.4	-	2.5
	2019 年 3 月	2.4	2.6	2.8	-	2.8

二、全球降息潮背景下美联储采取预防式降息

美联储内部对于未来政策路径的分歧加大, 并未达成明确的政策路径, 其主要原因在于本轮美联储为预防式降息。今年以来约有 30 家央行开启降息模式 (见图 2), 7 月美联储宣布降息 25 个基点, 是自 2008 年金融危机这十年以来的首次降息, 随后欧央行于 9 月 12 日宣布全面加码非常规货币政策工具的宽松力度, 推出了包括将存款便利利率下调

10bp 至-0.5%和量化宽松等多项措施在内的宽松政策组合；而 9 月 18 日美联储再次宣布降息 25 个基点，随后香港金管局将基准利率下调 25 个基点至 2.25%，侧面印证主要央行货币政策转向宽松，未来全球央行的宽松力度或将进一步加码。

但值得注意的是，从各家央行采取降息的背后原因来看，**既存在预防式降息，也存在被动式降息。**美联储降息是较为典型的预防式降息。虽然美国上半年经济增长弱于去年，但与其他发达经济体相比仍处于较高增速。在美国经济面临下行压力的背景下，为防止经济出现超预期下滑，美联储采取预防式降息。另一方面，**在本轮降息潮中，全球经济增速放缓以及贸易摩擦升级导致的悲观预期致使大多数国家或地区在本国经济基本面恶化下采取被动式降息。**以印度为例，由于全球经济放缓、内生增长动能趋弱，印度二季度实际 GDP 增速下行至 5.0%，较 2018 年四季度的 6.6%明显回落，为五年来最低水平。基于此，印度央行采取被动式降息，于 2 月 7 日下调基准利率 25 个基点，随后又分别在 4 月、6 月、8 月下调基准利率 25、25、35 个基点，累计降息总计 4 次，为目前为止今年降息次数最多的国家。

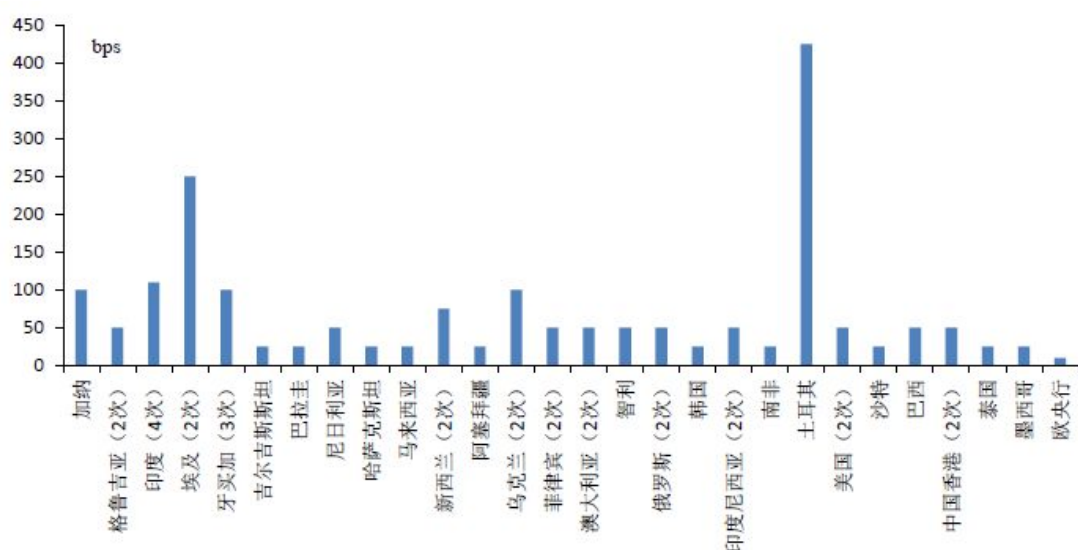


图 2 2019 年以来主要央行降息幅度

三、贸易摩擦等风险演化或将决定美联储后续利率路径

在本次新闻发布会中，鲍威尔不断提及贸易摩擦对经济影响的不确定性。回顾 7 月利率会议以来市场预期及美联储态度的变化，可以看出**贸易谈判已经是影响美联储决策的主要因素之一**。美国经济当前呈现放缓态势但远未到衰退，且居民消费和就业数据一直表现较好。此轮美联储实行预防式降息，很大程度上是考虑到贸易摩擦及谈判的不确定性给未来经济带来的巨大潜在风险。

此外值得注意的是，未来美国通胀数据或在一定程度上制约美联储的利率路径，美国 8 月核心 CPI 同比升 2.4%，前值升 2.2%，预计未来加征关税对于美国物价的影响将进一步显现。

（执笔：朱思斯）