

美联储十年来首次降息如期落地，资金有望回流新兴市场



2019年8月1日

联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

美联储十年来首次降息如期落地，资金有望回流新兴市场

联合资信评估有限公司 主权部

主要观点

- 美联储“预防式”降息有助于呵护下行压力加大的美国经济，部分对冲全球经济增长的下行压力，但后续降息力度预计不会很大
- 美联储开启降息将进一步带动全球流动性拐点的到来，新兴市场货币或得到提振，本币贬值及资本外流压力或有所减轻，但债务规模借机增长的风险隐患不可忽视
- 预计下半年中国央行货币政策将延续边际偏宽松，继续实行降准或定向降准可期；中美国债利差进一步走扩或吸引海外资金或加速流入，在岸债券市场利率债热度不断攀升

事件概述

北京时间 8 月 1 日凌晨，美联储 7 月公开市场委员会（FOMC）议息会议决定下调美联储联邦基金目标利率 25bp 至 2.00%~2.25%，为 2009 年以来首次降息，符合市场预期；同时宣布将从 8 月 1 日起结束缩表，相比 3 月议息会议声明中公布的 9 月底计划提前了 2 个月。美联储政策声明还显示，贴现率从 3% 降至 2.75%，并将超额准备金率（IOER）从 2.35% 调整到 2.10%。

与 6 月的决策声明相比，此次声明中关于经济形势的判断并无太大变化，显示美国经济以适度速度增长，就业市场保持强劲，家庭支出上升，商业投资疲软，但也同时强调了不确定性的趋势仍将持续，美国核心和总体通胀仍均低于 2%。值得注意的变化是，本次议息会议中 10 位票委成员中有 2 位投了反对票，认为不应降息，而是继续保持联邦基金利率在 2.25%~2.50% 不变；从近两个月反对票的频繁出现可见，美联储票委内部“鹰鸽”分歧有所加大。

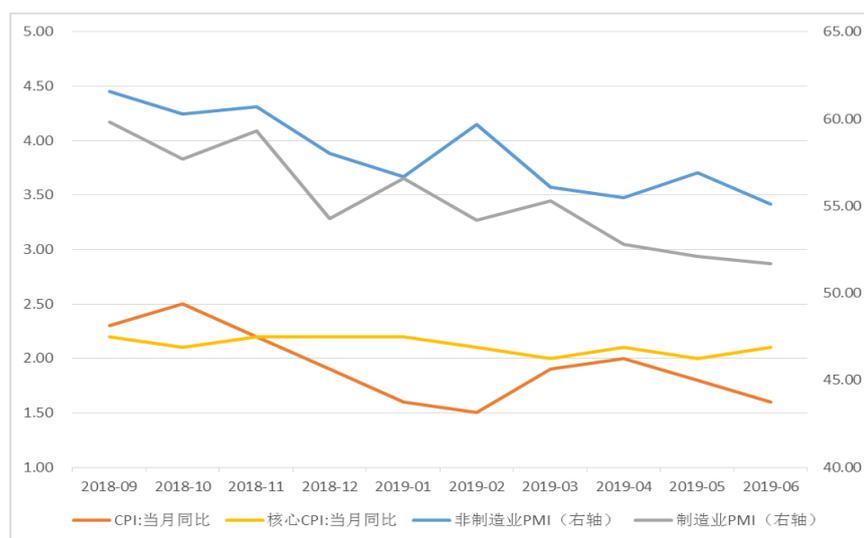
在随后的发布会上，美联储主席鲍威尔表示，本次降息旨在防范下行风险，并不必然是宽松周期的开始。会后美元指数震荡后走高触及 98.9，为近两年的新高，十年期美债收益率大幅走低至 2.01%。

评论正文

美联储“预防式”降息有助于呵护下行压力加大的美国经济，部分对冲全球经济增长的下行压力，但后续降息力度预计不会很大

此次降息是美联储在美国经济下行压力增大、核心通胀持续低迷的背景下做出的决定。2019年二季度，美国实际GDP环比折年增速为2.1%，同比、环比分别下降2.1和1.0个百分点，放缓迹象趋于明显。具体来看，美国二季度经济增长主要由消费和政府支出拉动，但投资和净出口出现下滑，贸易摩擦对美国经济的负面影响开始逐渐显现。同时6月制造业PMI、服务业PMI虽仍处在景气区间，但下滑趋势没有改变，预示未来美国经济增速或仍将放缓。

图1 美国消费者物价指数和采购经理指数



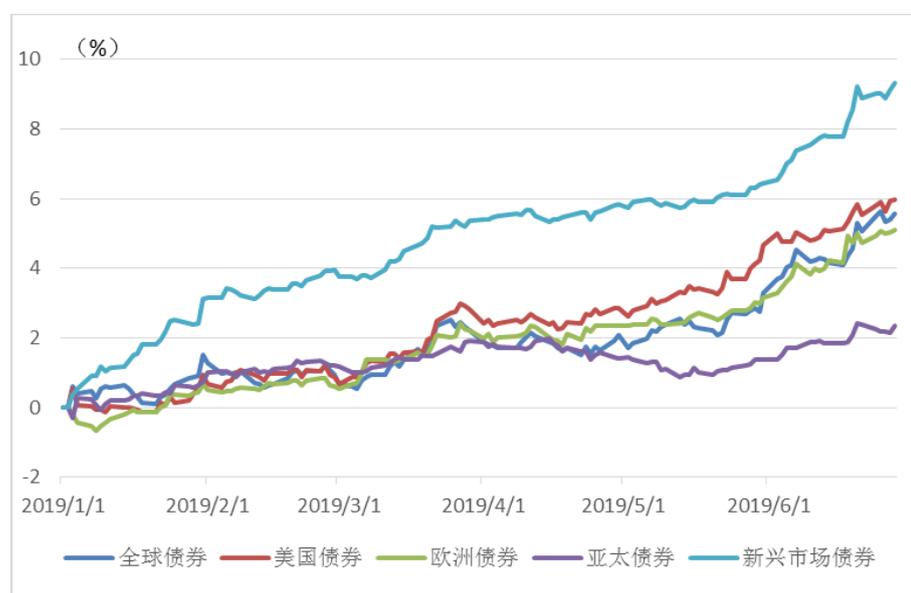
数据来源：WIND，联合资信整理

但与之前不同的是，此次美国经济下行压力增大并非意味着其经济出现危机或进入衰退，基本面表现依旧较为良好。制造业PMI虽然自2018年4季度以来持续下行，但依然位于荣枯线上方；非农就业人口数据表现良好，失业率长期处于4%以下水平；经济增速虽有所下滑，但仍处于较高区间。而在1998年9月亚洲金融危机和2007年9月次贷危机引起的两次“衰退式”降息前，美国制造业PMI均跌落至枯荣线以下水平，就业市场也表现不佳，与此次降息前美国经济基本面表现不同。相较而言，此次降息是为缓解美国经济下行压力而采取的“预防式”降息，预计未来连续降息的可能性不大。同时，此次降息并提前结束缩表释放的流动性或将有助于缓解美国经济放缓趋势，部分对冲全球经济增长的下行压力。

美联储开启降息将进一步带动全球流动性拐点的到来，新兴市场货币或得到提振，本币贬值及资本外流压力或有所减轻，但债务规模借机增长的风险隐患不可忽视

受此次美联储降息影响，阿联酋、巴林、沙特阿拉伯、巴西、香港等多个国家及地区央行或金管局随机跟随下调基准利率。今年以来，由于美联储立场持续“转鸽”及经济下行压力增加，土耳其、俄罗斯、韩国、印尼、马来西亚、印度、澳大利亚、南非、乌克兰等多国央行也对基准利率进行了下调。在美联储降息之前，7月25日欧洲央行为应对欧元区经济下行压力加剧，也释放明确可降息信号，为2017年6月以来首次，而受此次美国降息影响，预计欧洲央行今年9月降息概率较大。虽然鲍威尔表示此次降息并不必然是美国宽松周期的开始，但全球央行货币政策趋向宽松已正式开启，全球流动性紧张问题将得到一定程度缓解。由于各大央行对美联储态度“转鸽”及经济下行压力增加做出反应，2019年上半年债券市场持续温和上涨，其中新兴市场国家表现更佳，主要得益于新兴市场国家汇率趋稳及市场风险偏好的转变。预计未来各国债券市场将持续得到有力支撑，各国债市回报率或将持续走高。

图 2 2019 年上半年全球主要债券市场回报率变动情况



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

对新兴市场来说，此次美联储降息对其经济发展将产生一定利好。由于流动性得以释放，国际资金开始回流新兴市场，有助于缓解新兴市场资金流出及货币贬值压力，其经济和货币或将得到一定程度提振。另一方面，对于有借债需求的新兴市场国家来看，美联储

降息使其外债融资成本明显回落，因此这些国家的发行人将大量举债以满足其再融资需求，虽然其融资成本下降、债务风险得到一定缓解，但同时也意味着债务攀升及风险积聚，对于那些外币偿债压力较大且外汇储备不足的国家而言，一旦全球融资环境发生变化或本国货币出现大幅贬值，其爆发债务危机的可能性将大幅上升。

表 1 2019 年以来全球主要央行货币政策调整情况

国家（地区）	时间	具体行动
中国	1月4日	下调金融机构存款准备金率1个百分点，1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点
印度	2月7日	降息25个基点，为2018年8月以来首次降息
欧盟	3月7日	从9月起开启新一轮定向长期再融资操作（TLTRO），为期3年
美国	3月20日	从5月起将每月缩减资产负债表计划的美国国债最高减持规模从当前的300亿美元降至150亿美元，到9月末停止缩表
印度	4月4日	再度降息25个基点
中国	5月6日	对聚焦当地、服务县域的中小银行实行较低的优惠存款准备金率，于5月15日、6月17日和7月15日分三次实施到位
马来西亚	5月7日	降息25个基点
新西兰	5月8日	降息25个基点，为2016年11月以来的首次降息
菲律宾	5月9日	降息25个基点，为2016年以来的首次降息
澳大利亚	6月4日	降息25个基点，为近三年来的首次降息
印度	6月6日	本年度第三次降息25个基点，并将货币政策立场由“中性”改为“宽松”
俄罗斯	6月14日	本年度首次降息25个基点，为2018年3月以来首次降息
韩国	7月18日	降息25个基点，为2016年以来首次降息
印度尼西亚	7月18日	降息25个基点，为近两年以来首次降息
南非	7月18日	降息25个基点，为2018年3月以来首次降息
乌克兰	7月18日	降息50个基点
土耳其	7月26日	降息425个基点，为2002年以来最大降息幅度，也是2016年以来首次降息
俄罗斯	7月26日	年内再度降息25个基点
美国	8月1日	降息25个基点，将提前2个月结束缩表计划
巴西	8月1日	降息50个基点，降息幅度超市场预期
阿联酋	8月1日	跟随美联储降息25个基点
巴林	8月1日	跟随美联储降息25个基点
沙特阿拉伯	8月1日	跟随美联储降息25个基点

中国香港	8月1日	降息25个基点
------	------	---------

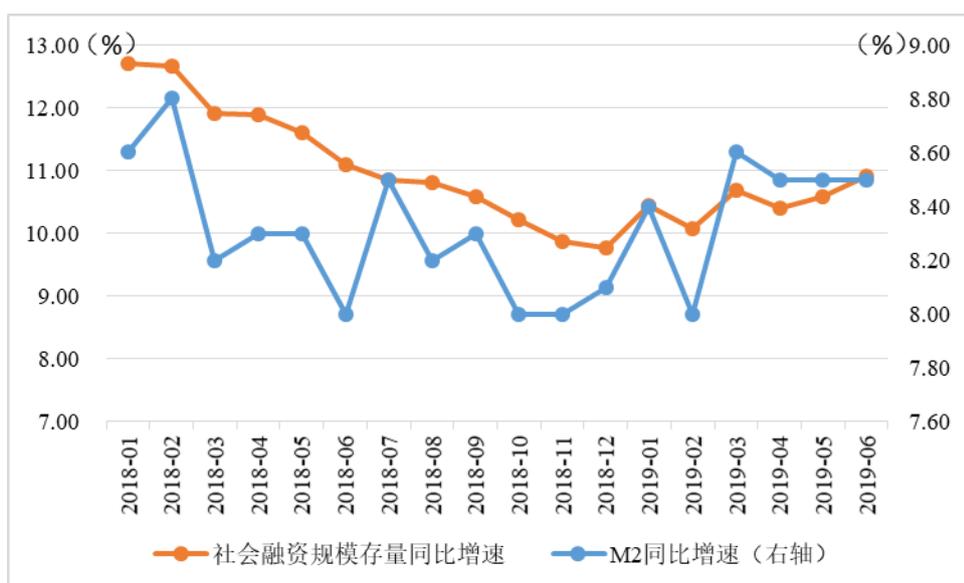
资料来源：联合资信根据公开资料整理

预计下半年中国央行货币政策将延续边际偏宽松，继续实行降准或定向降准可期；中美国债利差进一步走扩或吸引海外资金或加速流入，在岸债券市场利率债热度不断攀升

全球货币政策进入降息周期令市场热议中国是否也将跟随降息。我们认为，在当前美联储“预防式”降息背景下，中国央行“以我为主”的货币政策并未发生改变，跟随美联储降息的可能性和必要性均不大。

去年以来，中国经济的不确定性有所上升导致市场预期较为悲观，但从近期数据看，中国经济在全球经济下行趋势加大的背景下仍然保持了相当的韧性。首先，上半年中国经济同比增长 6.3%，增速在全球主要经济体中名列前茅，总体保持了稳中有进的态势。其次，实体经济融资形势继续边际改善，从社融数据看，中国 6 月末中国社会融资规模存量为同比大幅增长 10.9%，较 5 月增速进一步提升，处于 2018 年下半年以来的最高水平，人民币贷款仍为支撑社融增速的主力。另外，CPI 对于中国央行货币宽松的制约是持续存在的。中国 6 月 CPI 同比增长 2.7%，与前值持平，由于蔬菜及水果价格回落不及预期以及油价低基数效应下的回升可能，年内 CPI 上升的压力犹存。

图 3 中国社融存量及 M2 同比增速情况



数据来源：WIND，联合资信整理

针对美联储降息的动向，2019年7月23日，中国央行行长易纲层曾表示：“去年美国加息，中国没有跟随，现在美国降息，中国也要看自己的实际情况而定，总体而言目前利率水平是合适的，接近舒适水平”。另一方面，7月30日举行的2019年二季度中央政治局会议对下半年财政货币政策进行了定调，与4月19日召开的政治局会议相比，仍延续稳健的货币政策基调未变，但在“稳健的货币政策要松紧适度”基础上，再次提出“要保持流动性合理充裕”。据此可以判断出，下半年央行将继续密切监测国内外经济金融形势的变化，根据中国的经济增长、价格形势变化综合利用多种货币政策组合工具，保持流动性合理充裕，同时推动深化利率市场化改革等措施，引导企业贷款利率下行，缓解小微企业、民营企业融资难的问题。央行整体货币政策仍将延续边际偏宽松的态势，后续可以期待降准或定向降准等宽货币政策，但直接下调存贷款利率的概率很低。

在美联储降息的背景下，中国债市对境外投资者的吸引力将进一步增强，海外资金将继续加速流入中国债市。由于10年期美债收益率将进一步下行至突破2.0%，中美国债利差将走扩至超过120个BP，加之人民币计价的中国国债和政策性银行债券已经或即将纳入国际主流债券指数，境外机构对利率债的配置被动需求预计将会继续上升。截至今年6月底，境外机构持有我国债券市场债券16,452.38亿元，同比增22.36%，较去年年末增9.18%。从人民币汇率的角度看，由于国内经济相对下行幅度或小于美国，包括离岸央票发行在内的调控措施力度得当，下半年人民币汇率预计仍将保持基本稳定。

图4 中美十年期国债到期收益率利差走势



数据来源：WIND，联合资信整理