

定期报告

混乱

2019年6月20日

——简评美联储6月议息会议

主要预测

%	18	19E
GDP	6.6	6.4
CPI	2.1	2.3
PPI	3.5	1.2
社会消费品零售	9.0	9.3
工业增加值	6.2	5.8
出口	9.9	4.0
进口	15.8	5.0
固定资产投资	5.9	4.2
M2	8.1	7.0
人民币贷款余额	13.5	11.3
1年期存款利率	1.50	1.25
1年期贷款利率	4.35	4.10
人民币汇率	6.90	6.60

最新数据 (2019年05月)

工业	
城镇投资	
零售额	
CPI	2.7
PPI	0.6

资料来源: CEIC、招商证券

谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

张一平

86-755-83081507
zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

高明

gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

林澍

linshu@cmschina.com.cn
S1090518110002

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn
S1090519010001

- 6月20日, 美联储将联邦基金利率目标区间维持在 2.25%-2.5% 不变, 符合市场预期。虽然联储仍然维持今年维持利率不变的预估, 但散点图显示联储内部分歧加大, 降息声音增加, 声明也删除了对未来利率路径“保持耐心”的说法, 令市场降息预期升温。
- 其实, 无论是散点图还是联储对于美国经济的展望都显得十分混乱。在美十债收益率接近 2% 的情况下, 已经隐含了两次降息预期; 我们还是建议投资者保持谨慎, 就我们观察的数据而言, 年内联储降息的证据并不充分。由于对经济判断失误较多, 联储货币政策制定可能也会比较混乱, 市场预期就更是乱上加乱。

(1) 美联储维持 2019 年利率不变的预估，但内部降息声音增加。

6 月 20 日，美联储将联邦基金利率目标区间维持在 2.25%-2.5% 不变，符合市场预期。虽然联储仍然维持今年维持利率不变的预估，但散点图显示联储内部分歧加大，降息声音增加，声明也删除了对未来利率路径“保持耐心”的说法，令市场降息预期升温。

预估中值显示，对 2019 年年底适宜联邦基金利率的预期维持在 2.4%，即认为今年维持利率不变。但美联储内部分歧加剧，本次有 8 位官员预期今年至少降息一次，其中 7 人认为会降息两次；另有 8 人认为年内应按兵不动，仅一人支持今年加息。而 3 月曾有 11 位官员支持今年按兵不动，另有 6 人建议今年至少加息一次，其中有 2 人认为应加息两次（每次 25 个基点）。下调 2020 年底预估为 2.1%（3 月份时为 2.6%），下调 2021 年底预估为 2.4%（3 月份时为 2.6%）。这意味着，2020 年将降息 1 次，2021 年转向加息 1 次；3 月份是预期 2020 年加息 1 次，2021 年停止加息。此外，美联储将更长期联邦基金利率下调至 2.5%，低于 3 月的 2.8%。

本次美联储声明对美国经济的描述只有轻微的走弱，这与其维持今年经济增速不变、上调 2020 年经济增速的判断一致；声明更多强调了通胀的持续低迷，从而为货币政策转松留出空间。此外，美联储也在关注美国同其他国家的贸易问题以及美国国内的金融市场稳定，鲍威尔在新闻发布会上表示，“商界和农业合约对贸易的担忧加剧，金融市场的风险情绪恶化”。

(2) 美联储维持美国 2019 年经济增长预估在 2.1% 不变，上调 2020 年经济增长预估。

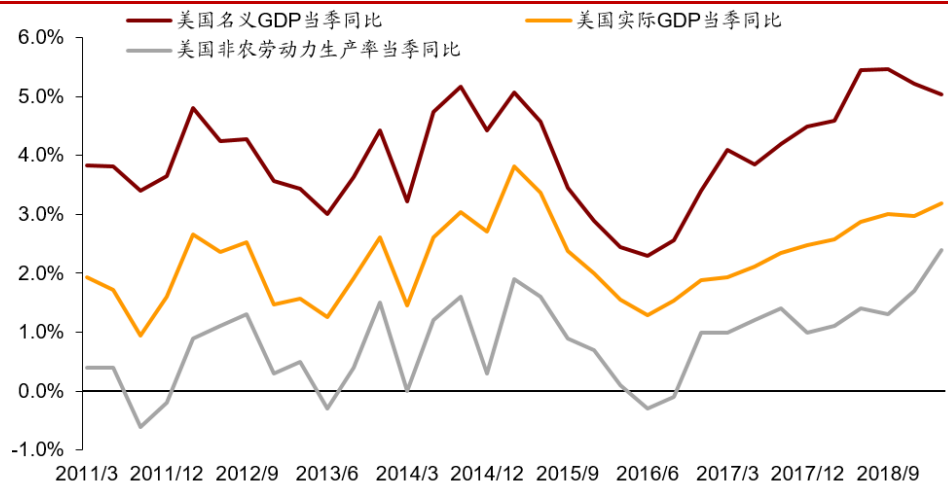
美联储发布最新经济预期报告。维持 2019 年 GDP 预期在 2.1% 不变，上调 2020 年 GDP 预期至 2.0%（此前为 1.9%），维持 2021 年 GDP 预期在 1.8% 不变，维持长期 GDP 预期在 1.9% 不变。下调 2019 年失业率预期至 3.6%（此前为 3.7%），下调 2020 年失业率预期至 3.7%（此前为 3.8%），下调 2021 年失业率预期至 3.8%（此前为 3.9%），下调长期失业率预期至 4.2%（此前为 4.3%）。下调 2019 年通胀预期至 1.5%（此前为 1.8%），下调 2020 年、2021 年通胀预期至 1.9%（此前为 2.0%），维持长期通胀率预期在 2.0% 不变。

(3) 混乱。

2016 年三季度以来，已实际 GDP 同比增速衡量，美国已经连续改善了 11 个季度（2016 年三季度至 2019 年一季度），虽然目前我们观察的数据和国内外机构一致预期都显示美国经济在一季度已经触顶，但不确定性仍然存在。事实上在 3 月底的时候，市场也曾对美国经济在去年下半年见顶抱有一致预期，但一季度美国实际 GDP 同比增速录得 3.2%，再创本轮新高，大超市场预期。

美国这一轮经济上行周期的时间和幅度大大超出了其他经济体，也超出了后次贷危机以来（2011 年以来）自己的周期表现，除了川普减税带来的刺激（大体发生在 2017 年 9 月至 2018 年 8 月）外，更为关键的全要素生产率的提升，2019 年一季度美国非农劳动力生产率同比录得 2.4%，高于前值 1.7%，也是 2011 年以来首次突破 2%。

图 1: 美国生产效率快速提升



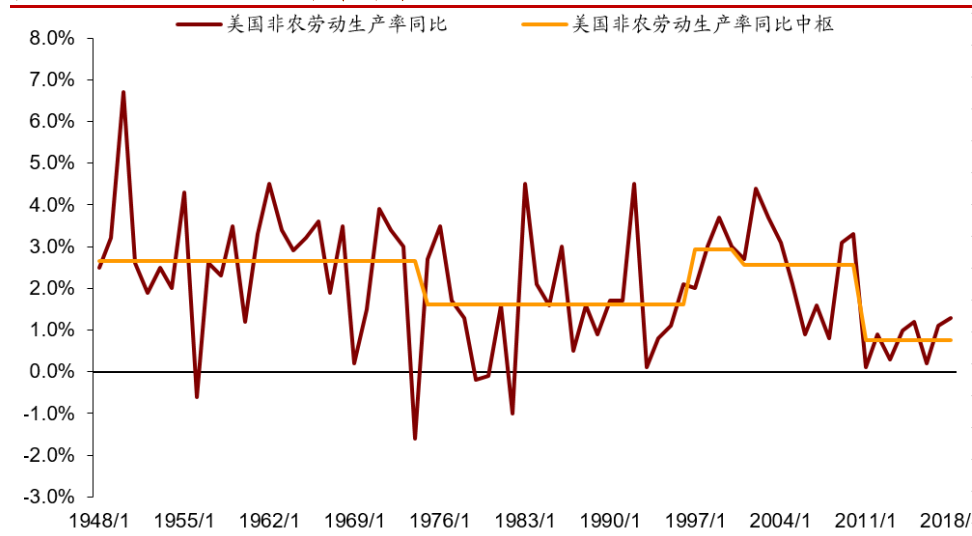
资料来源：美国劳工部，Wind，招商证券。

我们不清楚，美联储的模型中有没有考虑长周期变化的因素，也许如格斯批评的那样，美联储的模型中并没有对长周期的变化做出应有的调整。至少我们从最近几年美联储对于美国经济增速的预估方面可以看出，其错误程度堪称离谱。以本次预估为例，一季度美国实际 GDP 同比增速录得 3.2%，二季度已经基本过完，就算有下行，也比较轻微，这意味着上半年美国经济增速或在 3% 附近，那么全年要达到联储预估的 2.1%，意味着下半年美国经济增速会大幅回落至 1% 附近，我们认为出现这一情况的概率很低。我们一直倾向于认为，美国经济增速本轮下行会比较温和，背后的原因是次贷危机后美国实体部门债务主要集中在政府。

在美十债收益率接近 2% 的情况下，已经隐含了两次降息预期；我们还是建议投资者保持谨慎，就我们观察的数据而言，年内联储降息的证据并不充分。由于对经济判断失误较多，联储货币政策制定可能也会比较混乱，市场预期就更是乱上加乱。现有情况下，一种小概率的情况会支持联储放松货币政策，即在实际增速温和回落的背景下，受生产效率持续提升影响，美国潜在增长中枢开始系统上移，也就是说美国会重现耶伦笔下惊艳十年的辉煌。如果这种情况出现，至少短期来看，对于新兴经济体将是一场灾难，对应 97/98 年的亚洲金融危机。

不过，大概率的情况是，美国的生产效率难以持续上升，目前已近强弩之末。根据格斯的研究和我们的补充，2011 年之后，全球生产效率系统下降的原因有以下五点：边际收益递减、人口红利衰竭、收入分配集中、保护主义升温、次贷危机冲击；其中前四点是长期因素，目前看不到太多转向的迹象，最后一点是短期扰动，可能已经结束。如果仅仅是短期扰动结束的话，那么生产效率在接近上一轮中枢位置（2001-2010 年的 2.6%）后，进一步上升的空间和弹性都在下降。

图 2: 美国能否再现惊艳十年的辉煌



资料来源：美国劳工部，招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（执行董事），负责宏观经济研究。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。2017年新财富最佳分析师宏观经济第六名。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾10年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士。2011年加入招商证券现任招商研究发展中心宏观经济分析师（副总裁），负责大类资产配置研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观高级经济分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后。现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

林澍：中山大学金融学博士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。