

市場“綁架”美聯儲

2019年7月鮑威爾國會證詞點評

概要。美東時間7月10日，美聯儲主席鮑威爾出席美國國會聽證會，闡釋美聯儲的半年度貨幣政策報告，並發表對美國經濟形勢和貨幣政策的看法，強調貿易緊張局勢和全球經濟放緩已經拖累美國經濟增長及其前景。鮑威爾偏鴿派的言論進一步強化了市場對於其降息的預期。會後，美股強勁上揚，三大股指均創盤中歷史新高。我們對鮑威爾此次國會證詞的要點及政策意義的點評如下：

■ **鮑威爾對美國基本面的判斷釋放了強烈的鴿派信號。**從美聯儲貨幣政策的兩大目標來看，儘管鮑威爾表示就業市場仍然健康發展，但“通脹疲弱可能比預期持續地更久”。此外，鮑威爾還強調了貿易摩擦和全球衰退的“共振”，對經濟基本面的看法更為審慎，表示今年一季度美國GDP 3.1%的增速主要受到淨出口和存貨的拉動，動能並不穩固，特別是商業投資顯著放緩，使得二季度美國經濟增速有所下降。

■ **美聯儲貨幣政策立場進一步轉向。**聽證會上鮑威爾回顧了上半年美聯儲的貨幣政策立場。1月、3月和5月的FOMC會議均強調“保持耐心”，之後票委們對美國經濟形勢進行了重新評估，並在6月的會議上將“保持耐心”調整為“密切觀察”，17位票委中主張降息的人數從0位上升至8位（其中7位認為應降息2次），與主張利率不變的票委人數持平（另有一人主張加息）。聽證會上鮑威爾代表美聯儲發表鴿派言論（鮑威爾以“my colleagues and I”自稱），指向6月議息會議上美聯儲內部分化的觀點正在趨於一致（贊同降息人數上升）。

■ **美聯儲被市場“綁架”。**就此判斷，若美聯儲在7月開啟降息週期，更多根據的是“經濟前景的不確定性”而非既成事實，是“未雨綢繆”式的“預防式降息”。從這個意義上說，市場當前對於美聯儲降息的預期已然過高，對於美聯儲的鴿派言論也有過度解讀的傾向。實際上，不論是鮑威爾此次強調的貿易摩擦、全球放緩還是通脹疲軟，都並非近期才有的變化，而在去年底面臨相似的政策環境時，美聯儲給出的“藥方”卻是繼續加息。

探究美聯儲在半年內態度急轉的原因，與市場預期及特朗普的干預或有關係。今年二季度以來全球金融市場的風險偏好受到經濟放緩和貿易摩擦的劇烈衝擊，對於美聯儲降息的預期也急劇升溫。在美股位於歷史高位的背景下，美聯儲很難與市場情緒“對抗”：若美聯儲貨幣政策讓市場“失望”，極有可能造成市場巨震、帶來風險，並引發特朗普更為猛烈的抨擊。

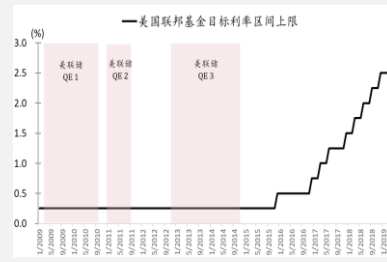
■ **美聯儲獨立性遭受挑戰。**從去年開始，特朗普就打破總統不干涉美聯儲貨幣政策的傳統，多次抨擊美聯儲的加息決定，聲稱美聯儲去年的加息已經抑制了美國經濟，不斷要求美聯儲儘快降息以支撐美國經濟，並多次表示自己擁有權力和意願解除美聯儲主席鮑威爾的職務。鮑威爾在此次聽證會上表示，“如果美國總統特朗普要求我辭職，我也不會辭職”。然而，特朗普仍然可以通過人事安排的改變來影響美聯儲的立場。近期，特朗普有意提名兩位支持降息的鴿派經濟學家出任美聯儲理事，而土耳其央行行長被撤換也加大了美聯儲的壓力。市場壓力和政治壓力無疑正對美聯儲的決策在同一方向上造成了“雙重掣肘”。

■ **結論：美聯儲或將於7月“預防式降息”。**結合此次聽證會的最新信息，我們仍預計美聯儲會在今年下半年擇機降息1-2次，每次幅度為25bp。鮑威爾釋放的鴿派信號可被視為7月議息會議前的“預期管理”，因此在7月降息25bp、開啟新一輪降息週期的概率仍然很高，但直接降息50bp的必要性和可能性都極低。在此基礎上，美聯儲或於四季度再視經濟走勢降息一次。此外，原定於9月結束的“縮表”計劃也可能被提前終止。但如前所述，當前金融市場對降息預期已過分反應、押注過高，因此7月若降息對於市場提振將有限。更值得提防的是美聯儲貨幣政策立場不達市場預期後所引發的回調風險。對中國而言，美聯儲降息將減弱對美元的支撐，為中國央行的政策操作進一步打開空間。

成亞曼，博士
 (852) 3900 0868
 angelacheng@cmbi.com.hk

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

美國聯邦基金利率和貨幣政策



資料來源：美聯儲、招銀國際研究

相關報告

1. 靜水流深，峰迴路轉：2019年中期宏觀經濟與資本市場展望—2019年7月4日
2. 降息窗口開啟，觀望政策時機：2019年6月美聯儲會議點評—2019年6月20日
3. 停加息止縮表，美國貨幣政策全面轉向—2019年3月21日

請登錄 2019 年亞洲貨幣債券
 投票網址，投下您對招銀國際
 研究團隊信任的一票：

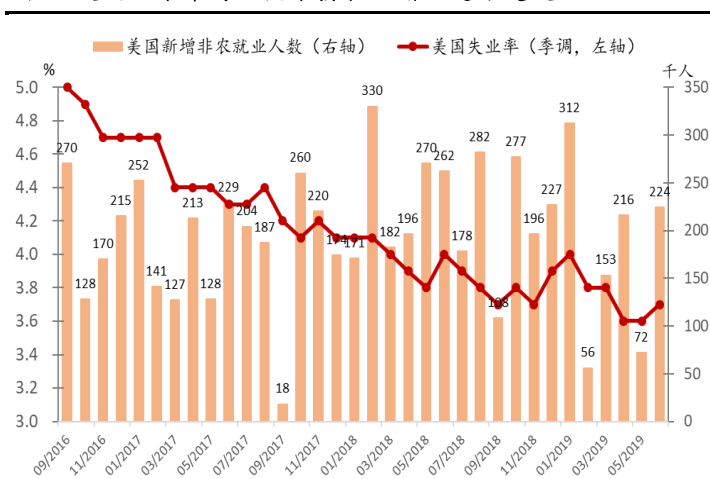
<https://euromoney.com/brokers>

圖 1: 美聯儲經濟及利率預測

經濟指標	時間	2019	2020	2021	長期
實際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
失業率	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通脹	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通脹	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	-
利率中位數預測	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

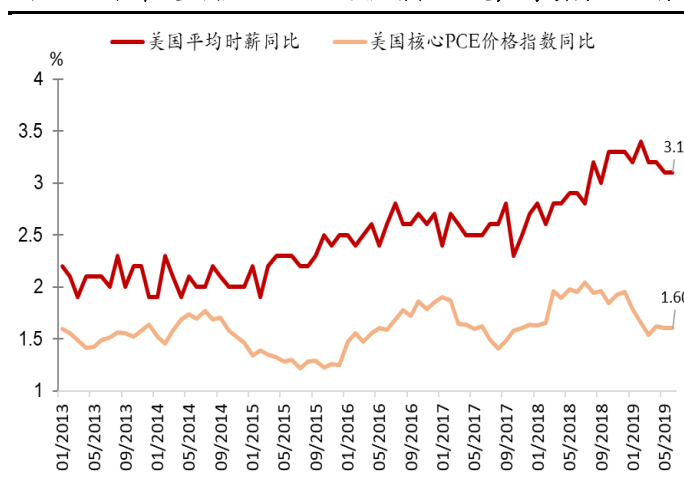
資料來源: 美聯儲、招商銀行研究院、招銀國際研究 (標紅數據相對前值增大, 標綠數據相對前值減小)

圖 2: 美國就業市場仍健康發展但增速邊際趨緩



資料來源: CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 3: 上半年美國核心 PCE 通脹增長放緩, 持續難及目標



資料來源: CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。