

# 憤怒的特朗普，無力的美聯儲

## ——鮑威爾 Jackson Hole 央行年會講話點評

美東時間 2019 年 8 月 23 日，在美國杰克遜霍爾（Jackson Hole）舉行的全球央行行長年會上，美聯儲主席鮑威爾發表主題為“貨幣政策面臨的挑戰”的演講，並未明確承諾未來降息，但表示不斷升級的貿易摩擦是美聯儲從未應對過的全新重大挑戰，間接為加速降息打開窗口。會後，特朗普再次炮轟鮑威爾，稱其為“美國的敵人”。我們對於本次講話的要點、影響以及貿易戰升級背景下的美聯儲政策點評如下：

■ **美聯儲貨幣政策思路：從“基於數據”到“風險預防”。**在過去 20 年中，每年 8 月在美國懷俄明州杰克遜霍爾舉行的全球央行年會都會引起全球市場的高度關注，今年更是如此。一方面，美聯儲在 7 月末於 2015 年來首度降息，但並未給出明確的前瞻指引；另一方面，8 月以來，又相繼發生了中美貿易摩擦迅速升級、美國國債收益率曲線倒挂、德國衰退風險激增等重大事件。在此次講話中，鮑威爾雖未明確承諾何時降息，却強調了目前複雜環境的特殊性以及應對全新風險的艱巨性，間接為加速降息打開窗口。鮑威爾認為美國經濟仍表現良好（favorable），經濟擴張已經進入第 11 年，失業率穩步下降，通脹保持穩定。然而，目前主導美聯儲政策的思路已由年初的“基於數據（data dependent）”轉向“風險預防（risk management）”。面對全球經濟放緩、貿易摩擦的不確定性以及通脹放緩這三大挑戰，總體較好的經濟數據卻很難抵消美聯儲對於風險的擔憂，且經濟數據邊際上也在快速惡化：8 月美國製造業 PMI 跌破榮枯線，為近 10 年來首次。除貿易摩擦外，此次講話中鮑威爾還提到的風險包括中國、德國等經濟體增速的進一步下滑，以及硬退歐、中國香港地區局勢、意大利政府解散危機等地緣政治風險。

■ **貿易摩擦下，美聯儲將“被迫”繼續降息。**在全球需求疲弱的大背景下，美聯儲的貨幣政策立場和貿易摩擦走勢的內生性關聯愈發緊密。7 月 31 日降息對市場的提振很快就被特朗普於 8 月 1 日對 3,000 億美元中國進口商品的關稅決定一掃而空。就在此次鮑威爾講話前，中國宣布對美採取關稅反制，決定對 750 億美元的美國進口商品加征 10%、5% 不等的關稅。特朗普亦隨即宣布對中國商品進一步加征關稅。美國對第三輪 3,000 億美元的中國輸美商品依賴度非常高，消費品在其中占據絕對比重，這也是特朗普宣布延遲部分關稅至聖誕消費季之後的原因。新增關稅將對美國的消費、農業和製造業產生直接衝擊，進一步加大美國經濟的下行壓力。美聯儲可能因此不得不繼續“預防式”降息。但美聯儲手中的政策“彈藥儲備”有限，八次 25 個基點的降息就會使得政策利率重回“零下限”水平。

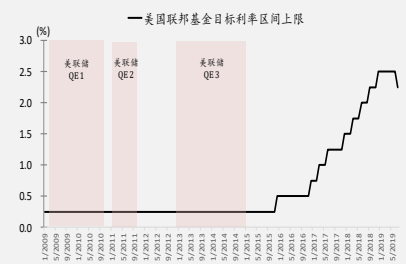
■ **政治和市場壓力打開美聯儲降息空間。**當前美聯儲的政治壓力與日俱增。臨近大選季，特朗普一方面希望保持對中國的強硬政策立場以謀求政治支持，另一方面則在積極考慮對沖貿易摩擦不利影響的措施。由於赤字約束，積極的財政政策難以為繼；短期內唯一可行的刺激方法就是降息。特朗普因此不斷抨擊美聯儲，呼籲儘快降息 100bp。美聯儲內部也由此產生了巨大分歧。另一方面，金融市場也發出了“凍冬將至”的強烈信號。美國 10 年期和 2 年期國債收益率曲線於 8 月中出現倒挂，為 2007 年來首次。從歷史上看，美國債市長短端收益率曲線的倒挂對經濟衰退具有顯著的領先性，未來美國金融市場的波動將因此加大。

■ **美聯儲或將加快降息節奏。**此次講話中，鮑威爾通過回顧二戰之後的三個不同經濟時期，再次暗示當前狀況可類比 1995 和 1998 年。當時美聯儲曾兩次放鬆政策，分別在七個月和三個月內降息三次共 75bp，以應對經濟增長面臨的威脅。在當前的特殊環境和壓力下，美聯儲有可能加快降息節奏，在年內或再降息兩次。我們預計美聯儲在 9 月 17-18 日議息會議上大概率降息 25bp，之後視貿易摩擦的影響於 10 月或 12 月再降 25bp。即便如此，降息對美國經濟和美股的支撐效果也很有限。在全球經濟同步下滑和貨幣政策轉向寬鬆的過程中，美元因避險特性仍有支撐。年內美聯儲加快降息節奏，將進一步推動全球央行降息潮，我國貨幣政策操作空間也將因此加大。

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

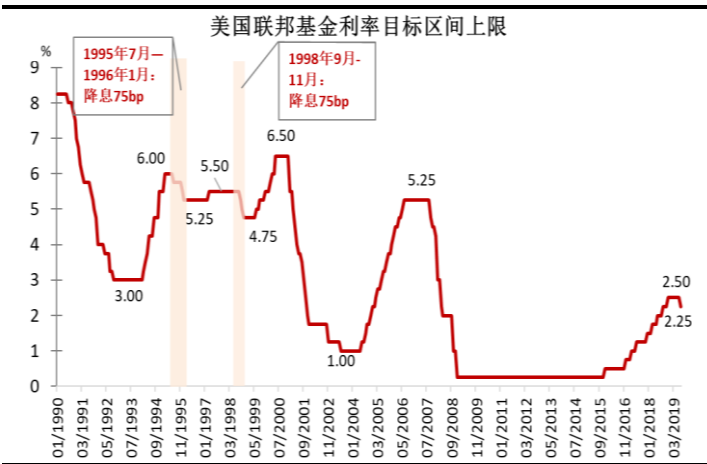


資料來源：美聯儲、招銀國際研究

### 相關報告

1. “鷹派”降息對資本市場的影響 — 2019 年 7 月美聯儲議息會議點評（8 月 1 日）
2. 美國二季度 GDP 增速點評（7 月 29 日）
3. 市場“綁架”美聯儲——2019 年 7 月鮑威爾國會證詞點評（7 月 11 日）
4. 靜水流深，峰迴路轉：2019 年中期宏觀經濟與資本市場展望（7 月 4 日）
5. 降息窗口開啓，觀望政策時機——2019 年 6 月美聯儲會議點評（6 月 20 日）

**圖 1: 1995 和 1998 年美聯儲均在短期內連續降息 75bp 應對增長風險**



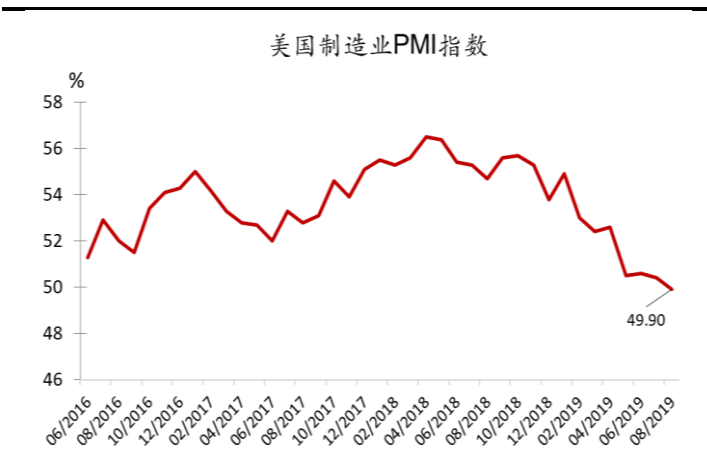
資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 2: 美國 10 年期和 2 年期國債收益率曲線倒挂**



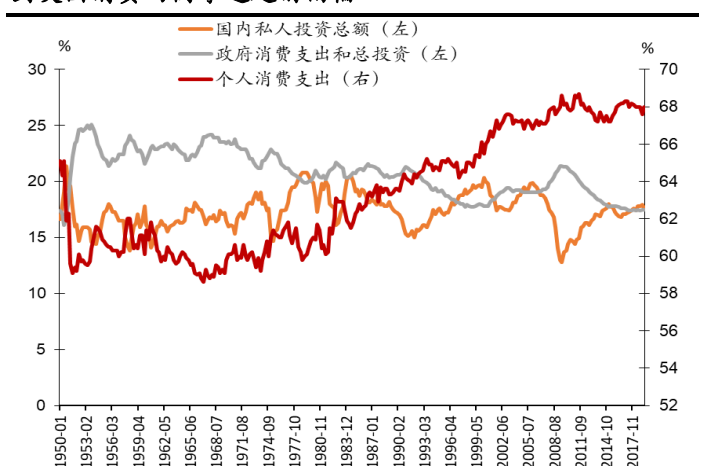
資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 3: 美國製造業 PMI 十年來首次跌破榮枯線**



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 4: 消費在美國經濟當中占比接近七成，使得第三輪關稅對美國消費的衝擊遠超前兩輪**



資料來源：FRED、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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個人。