

# 市场“绑架”美联储

## 2019年7月鲍威尔国会证词点评

**概要。**美东时间7月10日，美联储主席鲍威尔出席美国国会听证会，阐释美联储的半年度货币政策报告，并发表对美国经济形势和货币政策的看法，强调贸易紧张局势和全球经济放缓已经拖累美国经济增长及其前景。鲍威尔偏鸽派的言论进一步强化了市场对于其降息的预期。会后，美股强劲上扬，三大股指均创盘中历史新高。我们对鲍威尔此次国会证词的要点及政策意义的点评如下：

- **鲍威尔对美国基本面的判断释放了强烈的鸽派信号。**从美联储货币政策的两大目标来看，尽管鲍威尔表示就业市场仍然健康发展，但“通胀疲弱可能比预期持续地更久”。此外，鲍威尔还强调了贸易摩擦和全球衰退的“共振”，对经济基本面的看法更为审慎，表示今年一季度美国GDP 3.1%的增速主要受到净出口和存货的拉动，动能并不稳固，特别是商业投资显著放缓，使得二季度美国经济增速有所下降。
- **美联储货币政策立场进一步转向。**听证会上鲍威尔回顾了上半年美联储的货币政策立场。1月、3月和5月的FOMC会议均强调“保持耐心”，之后票委们对美国经济形势进行了重新评估，并在6月的会议上将“保持耐心”调整为“密切观察”，17位票委中主张降息的人数从0位上升至8位（其中7位认为应降息2次），与主张利率不变的票委人数持平（另有一人主张加息）。听证会上鲍威尔代表美联储发表鸽派言论（鲍威尔以“my colleagues and I”自称），指向6月议息会议上美联储内部分化的观点正在趋于一致（赞同降息人数上升）。
- **美联储被市场“绑架”。**就此判断，若美联储在7月开启降息周期，更多根据的是“经济前景的不确定性”而非既成事实，是“未雨绸缪”式的“预防式降息”。从这个意义上说，市场当前对于美联储降息的预期已然过高，对于美联储的鸽派言论也有过度解读的倾向。实际上，不论是鲍威尔此次强调的贸易摩擦、全球放缓还是通胀疲软，都并非近期才有的变化，而在去年底面临相似的政策环境时，美联储给出的“药方”却是继续加息。

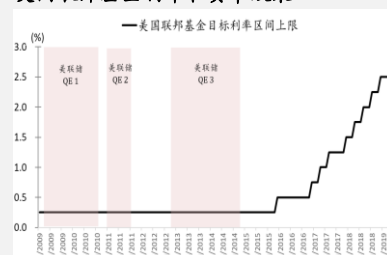
探究美联储在半年内态度急转的原因，与市场预期及特朗普的干预难逃干系。今年二季度以来全球金融市场的风险偏好受到经济放缓和贸易摩擦的剧烈冲击，对于美联储降息的预期也急剧升温。在美股位于历史高位的背景下，美联储很难与市场情绪“对抗”：若美联储货币政策让市场“失望”，极有可能造成市场巨震、带来风险，并引发特朗普更为猛烈的抨击。

- **美联储独立性遭受挑战。**从去年开始，特朗普就打破总统不干涉美联储货币政策的传统，多次抨击美联储的加息决定，声称美联储去年的加息已经抑制了美国经济，不断要求美联储尽快降息以支撑美国经济，并多次表示自己有权力和意愿解除美联储主席鲍威尔的职务。鲍威尔在此次听证会上表示，“如果美国总统特朗普要求我辞职，我也不会辞职”。然而，特朗普仍然可以通过人事安排的改变来影响美联储的立场。近期，特朗普有意提名两位支持降息的鸽派经济学家出任美联储理事，而土耳其央行行长被撤换也加大了美联储的压力。市场压力和政治压力无疑正对美联储的决策在同一方向上造成了“双重掣肘”。
- **结论：美联储或将于7月“预防式降息”。**结合此次听证会的最新信息，我们仍预计美联储会在今年下半年择机降息1-2次，每次幅度为25bp。鲍威尔释放的鸽派信号可被视为7月议息会议前的“预期管理”，因此在7月降息25bp、开启新一轮降息周期的概率仍然很高，但直接降息50bp的必要性和可能性都极低。在此基础上，美联储或于四季度再视经济走势降息一次。此外，原定于9月结束的“缩表”计划也可能被提前终止。但如前所述，当前金融市场对降息预期已过分反应、押注过高，因此7月若降息对于市场提振将有限。更值得提防的是美联储货币政策立场不达市场预期后所引发的回调风险。对中国而言，美联储降息将减弱对美元的支撑，为中国央行的政策操作进一步打开空间。

成亚曼，博士  
 (852) 3900 0868  
 angelacheng@cmbi.com.hk

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

### 美国联邦基金利率和货币政策



资料来源：美联储、招银国际研究

### 相关报告

1. 静水流深，峰回路转：2019年中期宏观经济与资本市场展望—2019年7月4日
2. 降息窗口开启，观望政策时机：2019年6月美联储会议点评—2019年6月20日
3. 停加息止缩表，美国货币政策全面转向—2019年3月21日

请登录 2019 年亚洲货币债券  
 投票网址，投下您对招银国际  
 研究团队信任的一票：

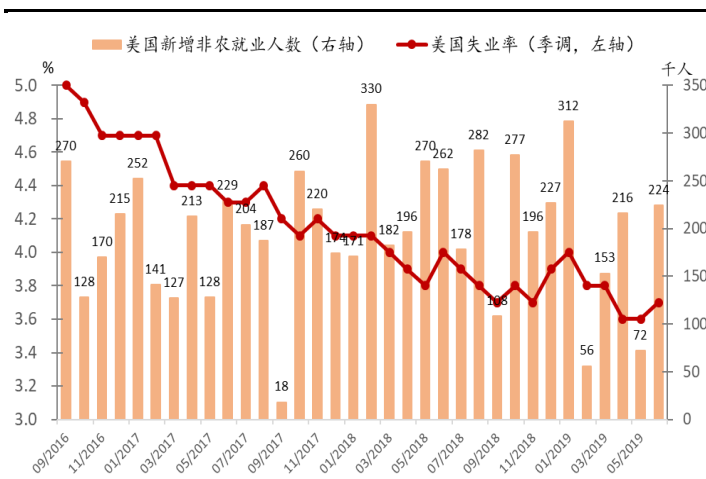
<https://euromoney.com/brokers>

图 1: 美联储经济及利率预测

| 经济指标    | 时间      | 2019 | 2020 | 2021 | 长期  |
|---------|---------|------|------|------|-----|
| 实际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 |
| 失业率     | 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通胀   | 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通胀 | 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  | -   |
| 利率中位数预测 | 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 |

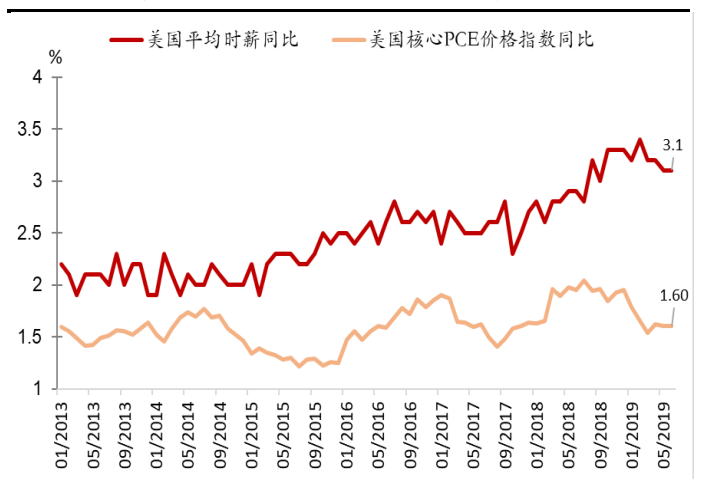
资料来源: 美联储、招商银行研究院、招银国际研究 (标红数据相对前值增大, 标绿数据相对前值减小)

图 2: 美国就业市场仍健康发展但增速边际趋缓



资料来源: CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 3: 上半年美国核心 PCE 通胀增长放缓, 持续难及目标



资料来源: CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际证券投资评级

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 买入  | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%        |
| 持有  | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%        |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级               |

### 招银国际证券行业投资评级

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标  |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标  |

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。