

愤怒的特朗普，无力的美联储

——鲍威尔 Jackson Hole 央行年会讲话点评

美东时间 2019 年 8 月 23 日，在美国杰克逊霍尔（Jackson Hole）举行的全球央行行长年会上，美联储主席鲍威尔发表主题为“货币政策面临的挑战”的演讲，并未明确承诺未来降息，但表示不断升级的贸易摩擦是美联储从未应对过的全新重大挑战，间接为加速降息打开窗口。会后，特朗普再次炮轰鲍威尔，称其为“美国的敌人”。我们对于本次讲话的要点、影响以及贸易战升级背景下的美联储政策点评如下：

■ **美联储货币政策思路：从“基于数据”到“风险预防”。**在过去 20 年中，每年 8 月在美国怀俄明州杰克逊霍尔举行的全球央行年会都会引起全球市场的高度关注，今年更是如此。一方面，美联储在 7 月末于 2015 年来首度降息，但并未给出明确的前瞻指引；另一方面，8 月以来，又相继发生了中美贸易摩擦迅速升级、美国国债收益率曲线倒挂、德国衰退风险激增等重大事件。在此次讲话中，鲍威尔虽未明确承诺何时降息，却强调了目前复杂环境的特殊性以及应对全新风险的艰巨性，间接为加速降息打开窗口。鲍威尔认为美国经济仍表现良好（favorable），经济扩张已经进入第 11 年，失业率稳步下降，通胀保持稳定。然而，目前主导美联储政策的思路已由年初的“基于数据（data dependent）”转向“风险预防（risk management）”。面对全球经济放缓、贸易摩擦的不确定性以及通胀放缓这三大挑战，总体较好的经济数据却很难抵消美联储对于风险的担忧，且经济数据边际上也在快速恶化：8 月美国制造业 PMI 跌破荣枯线，为近 10 年来首次。除贸易摩擦外，此次讲话中鲍威尔还提到的风险包括中国、德国等经济体增速的进一步下滑，以及硬脱欧、中国香港地区局势、意大利政府解散危机等地缘政治风险。

■ **贸易摩擦下，美联储将“被迫”继续降息。**在全球需求疲弱的大背景下，美联储的货币政策立场和贸易摩擦走势的内生性关联愈发紧密。7 月 31 日降息对市场的提振很快就被特朗普于 8 月 1 日对 3,000 亿美元中国进口商品的关税决定一扫而空。就在鲍威尔讲话前，中国宣布对美采取关税反制，决定对 750 亿美元的美国进口商品加征 10%、5% 不等的关税。特朗普亦随即宣布对中国商品进一步加征关税。美国对第三轮 3,000 亿美元的中国输美商品依赖度非常高，消费品在其中占据绝对比重，这也是特朗普宣布延迟部分关税至圣诞消费季之后的原因。新增关税将对美国的消费、农业和制造业产生直接冲击，进一步加大美国经济的下行压力。美联储可能因此不得不继续“预防式”降息。但美联储手中的政策“弹药储备”有限，八次 25 个基点的降息就会使得政策利率重回“零下限”水平。

■ **政治和市场压力打开美联储降息空间。**当前美联储的政治压力与日俱增。临近大选季，特朗普一方面希望保持对中国的强硬政策立场以谋求政治支持，另一方面则在积极考虑对冲贸易摩擦不利影响的措施。由于赤字约束，积极的财政政策难以为继；短期内唯一可行的刺激方法就是降息。特朗普因此不断抨击美联储，呼吁尽快降息 100bp。美联储内部也由此产生了巨大分歧。另一方面，金融市场也发出了“凛冬将至”的强烈信号。美国 10 年期和 2 年期国债收益率曲线于 8 月中出现倒挂，为 2007 年来首次。从历史上看，美国债市长短端收益率曲线的倒挂对经济衰退具有显著的领先性，未来美国金融市场的波动将因此加大。

■ **美联储或将加快降息节奏。**此次讲话中，鲍威尔通过回顾二战之后的三个不同经济时期，再次暗示当前状况可类比 1995 和 1998 年。当时美联储曾两次放松政策，分别在七个月和三个月内降息三次共 75bp，以应对经济增长面临的威胁。在当前的特殊环境和压力下，美联储有可能加快降息节奏，在年内或再降息两次。我们预计美联储在 9 月 17-18 日议息会议上大概率降息 25bp，之后视贸易摩擦的影响于 10 月或 12 月再降 25bp。即便如此，降息对美国经济和美股的支撑效果也很有限。在全球经济同步下滑和货币政策转向宽松的过程中，美元因避险特性仍有支撑。年内美联储加快降息节奏，将进一步推动全球央行降息潮，我国货币政策操作空间也将因此加大。

成亚曼，博士

(852) 3900 0868

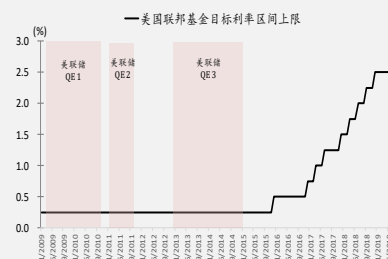
angelacheng@cmbi.com.hk

谭卓，博士

(86) 755 8316 7787

zhuotan@cmbchina.com

美国联邦基金利率和货币政策

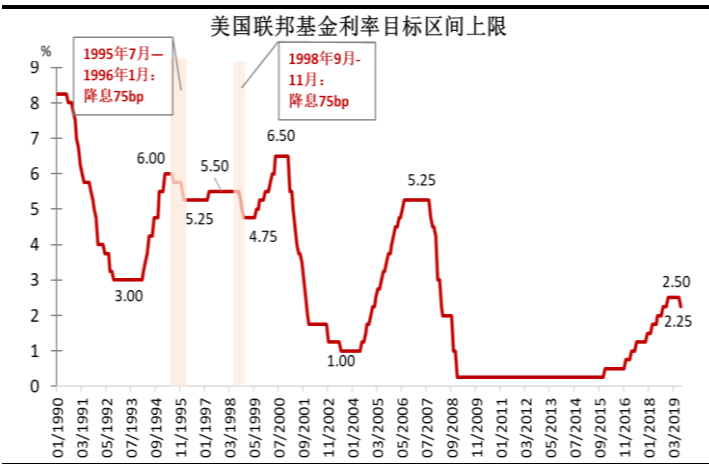


资料来源：美联储、招银国际研究

相关报告

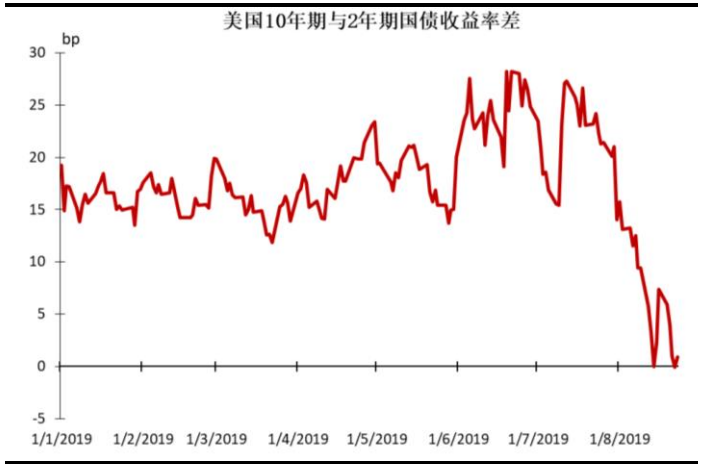
1. “鹰派”降息对资本市场的影响——2019 年 7 月美联储议息会议点评（8 月 1 日）
2. 美国二季度 GDP 增速点评（7 月 29 日）
3. 市场“绑架”美联储——2019 年 7 月鲍威尔国会证词点评（7 月 11 日）
4. 静水流深，峰回路转：2019 年中期宏观经济与资本市场展望（7 月 4 日）
5. 降息窗口开启，观望政策时机——2019 年 6 月美联储会议点评（6 月 20 日）

图 1: 1995 和 1998 年美联储均在短期内连续降息 75bp 应对增长风险



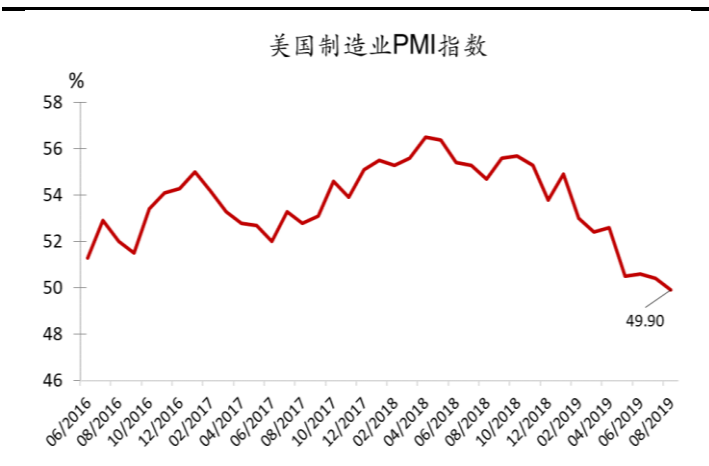
资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 2: 美国 10 年期和 2 年期国债收益率曲线倒挂



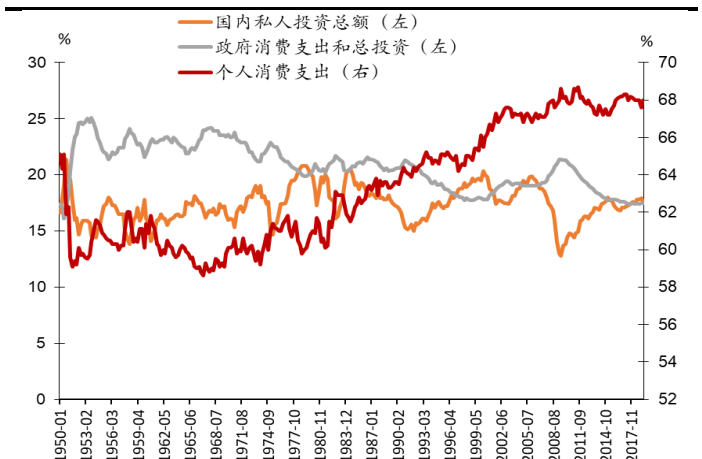
资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 3: 美国制造业 PMI 十年来首次跌破荣枯线



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 4: 消费在美国经济当中占比接近七成，使得第三轮关税对美国消费的冲击远超前两轮



资料来源：FRED、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法律责任。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。