



美联储政策转向能够治百病吗？

7月31日，美联储政策转向，停止加息缩表的进程，实际上有深层次的经济和政治原因。以特朗普为首的美国政府屡屡向美联储施压，干预货币政策的制定，对美联储长期以来的独立地位形成挑战；而美国债务型经济的局限性又令美联储在货币政策常规化的道路上不能放开手脚。然而，本次的降息决定，却令美联储陷入无论怎样做都不能令人满意的尴尬境地。经过2008年金融危机后量化宽松的操作，美国经济在获得长周期复苏的同时也面临着许多问题和隐患，这些都是进一步的货币刺激所无法解决、甚至会加剧的问题。对于中国来说，不必对全球降息浪潮亦步亦趋，关键要认清形势、保持定力，做好自己的事情。

- 自2018年2月鲍威尔正式宣布就职美联储主席以来，美联储一开始延续了加息缩表的操作，但今年7月开始降息，并提前2个月停止缩表。随着全球贸易局势的不确定性增强以及金融市场波动性提升，美联储未来的货币政策制定将面临更多干扰和压力。
- 美联储政策突然转向，实际上来自于政治和经济两方面的深层次原因。以特朗普为首的美国政府频频威胁美联储的独立地位，而美国债务型经济的局限性又令美联储的货币政策制定受到掣肘。
- 但是，本次美联储降息并未带来理想的效果。美联储内部、鲍威尔本人、美国政府以及市场各界人士都不满意。
- 量化宽松对于美国持续的经济复苏功不可没，但也造成很多深层次的问题。仅仅依靠货币政策也无法解决贸易冲突对经济的冲击；同时，宽松货币政策导致的资产价格泡沫和贫富差距扩大等问题也成为经济运行的隐患；美联储在目前经济运行良好的顺周期采取货币刺激政策，将限制未来宏观调控的空间。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

(010) 66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001



目录

1 鲍威尔上任以来美联储政策的变化	4
2 本次美联储政策转向的原因	6
2.1 美联储面临空前的政治压力	6
2.2 债务型经济掣肘货币政策选择.....	8
3 利率政策转向恐对美联储造成极大伤害	11
3.1 不能让美联储内部满意	11
3.2 不能让美国政府满意.....	13
3.3 不能让鲍威尔本人满意	13
3.4 不能让市场满意	13
4 美联储货币政策面临的挑战	14
4.1 宽松的货币政策无法解决贸易冲突对经济的冲击.....	14
4.2 宽松货币环境下形成的资产价格泡沫为经济的健康运行埋下隐患	14
4.3 量化宽松导致的贫富差距扩大也是政策制定者不得不面对的问题	18
4.4 货币政策过早转向将限制未来宏观调控的空间	19
5 结论和建议	20



图表目录

图表 1. 耶伦和鲍威尔任期内美联储对联邦基金利率的调整.....	4
图表 2. 鲍威尔上任以来的美联储例会声明摘要.....	5
图表 3. 特朗普代表性言论汇总.....	7
图表 4. 美国 GDP 增速稳健，2019 年第二季度消费增长强劲.....	8
图表 5. 本轮美国经济复苏的奥秘在于杠杆率转移.....	9
图表 6. 随着美联储退出 QE 美国赤字融资的成本逐步上升.....	10
图表 7. 近年来美国政府利息支出的负担越来越重.....	10
图表 8. 耶伦和鲍威尔任期内美联储例会表决情况一览.....	12
图表 9. 量化宽松以来美联储的超额准备金规模急剧增长.....	15
图表 10. 2008 年底至今美国主要股票指数一路上扬.....	15
图表 11. 美国上市公司市值占 GDP 比重不断攀升.....	16
图表 12. 美国主要股票指数目前处于历史估值区间上端.....	16
图表 13. VIX 波动率指数长期处于低位，股市风险偏高.....	17
图表 14. 2 年期和 10 年期美国国债利差自 2007 年以来首次出现倒挂.....	18
图表 15. 美国人均可支配收入增长缓慢.....	19



1 鲍威尔上任以来美联储政策的变化

- 自 2018 年 2 月鲍威尔正式宣布就职美联储主席以来，美联储货币政策经历了由加息缩表向降息转变。
- 2008 年，为应对金融危机带来的巨大冲击，时任美联储主席伯南克开启非常规货币政策操作。当年大幅降息 7 次至 0-0.25%，达到有史以来最低水平，并于 11 月开启首轮量化宽松 (QE)，购买总价值为 1.725 万亿美金的国债、机构债以及 MBS。因为刺激效果不达预期，美联储又分别于 2010 年 11 月和 2012 年 9 月启动第二轮和第三轮量化宽松，分别为市场注入 6000 亿美元和 1.89 万亿美元流动性。三轮量化宽松后，美联储的资产负债表规模由量化宽松前的 9000 亿美元增长至 4.5 万亿美元。在经济形势基本稳定后，伯南克于 2013 年 5 月首次公开提及减少购债计划，向市场发出货币政策常规化的信号，并于 2014 年 1 月宣布削减每月购买国债和 MBS 的规模，打响了美联储退出量化宽松的第一枪。
- 2014 年 10 月，继任主席耶伦宣布停止新增购买金融资产，正式开启了量化宽松退出、货币政策正常化的艰辛历程。2015 年 12 月至 2017 年 12 月，美联储 5 次上调联邦基金目标利率，其中 2015 年和 2016 年各 1 次（见图表 1）；2017 年 10 月开始缩减国债和 MBS 的再投资规模，正式启动缩表进程。至耶伦离任时，美联储资产规模已由 2017 年 10 月的 4.5 万亿美元降至 2018 年 1 月的 4.4 万亿美元。
- 鲍威尔上任初期延续了这一进程，分别于 2018 年 3 月、6 月、9 月和 12 月 4 次上调联邦基金目标利率，2018 年底达到 2.25%-2.5% 的区间（见图表 1）；缩表进度也继续推进，截至 2019 年 6 月底已降至 3.8 万亿美元。
- 随着全球经济增长显著放缓以及全球贸易局势的不确定性增强，金融市场波动性的进一步加大，美联储的货币政策正常化进程受到较大阻力。美国政府不断向美联储施压，要求其停止缩表加息的进程，实施宽松货币政策。
- 2019 年 7 月，美联储政策开始转向，宣布下调联邦基金目标利率 25 个基点，为 2008 年金融危机后首次降息；同时宣布于 8 月 1 日起结束缩表进程，比此前计划的时间提前 2 个月。对于未来的政策方向，美联储表示本次降息只是“周期中的调整”，并不意味着新一轮宽松周期的开启，未来既可能加息，也仍有可能再次降息。
- 8 月以来，随着特朗普宣布再次对 3000 亿美元的中国商品加征 10% 关税，全球贸易前景又添变数，金融市场波动率骤增，8 月初标普 500 和纳斯达克指数录得年内最大周跌幅，紧接着特朗普又再度强烈抨击美联储的货币政策。美联储未来的政策路径选择依然面临强大的干扰。

图表 1. 耶伦和鲍威尔任期内美联储对联邦基金利率的调整

耶伦任期	2015 年 12 月	上调目标利率至 0.25%-0.5%
	2016 年 12 月	上调目标利率至 0.5%-0.75%
	2017 年 3 月	上调目标利率至 0.75%-1.00%
	2017 年 6 月	上调目标利率至 1.00%-1.25%
	2017 年 12 月	上调目标利率至 1.25%-1.50%
鲍威尔任期	2018 年 3 月	上调目标利率至 1.50%-1.75%
	2018 年 6 月	上调目标利率至 1.75%-2.00%
	2018 年 9 月	上调目标利率至 2.00%-2.25%
	2018 年 12 月	上调目标利率至 2.25%-2.50%
	2019 年 7 月	下调目标利率至 2.00%-2.25%

资料来源：美联储，中银国际证券

对比历次美联储例会声明和不同时期鲍威尔在公开场合的表态，也可以感受到美联储政策导向的变化和摇摆（见图表 2）。



在 2018 年 2 月和 7 月的半年度货币政策书面证词中，鲍威尔表示要维持货币政策的连续性，保持进一步渐进式加息以适应美国目前的经济复苏周期。10 月底，鲍威尔还表示，美国经济表现相当正面，目前利率水平仍然宽松，距离中性利率还有很长的距离，再次表明坚定的加息立场。而紧接着在 11 月，鲍威尔改口称目前利率仅略低于中性利率，释放偏鸽派信号。12 月 19 日，美联储如期加息，但将 2019 年的加息降为两次，并表示当前基准利率已经到达预期中性利率区间的低端。

2019 年年初，鲍威尔再次强调政策并不死板，将根据现实情况改变缩表节奏，缓解市场担忧，并且在观察美国经济数据的变化时将保持耐心。7 月，在众议院金融服务委员会和参议院银行委员会作证时，鲍威尔称全球经济疲软为美国经济前景带来压力，美联储有必要采取行动支持经济持续增长，并强调目前货币政策过于收紧，导致市场对降息预期大幅提高。紧接着，7 月底的美联储例会就宣布降息并提前停止缩表。而在例会后的新闻发布会上，他强调降息只是应对下行风险的保险性措施，还未进入降息通道，只是“周期中的调整”。近日，在杰克逊霍尔央行年会上，他又重申会采取适当货币政策维持经济扩张，被市场解读为偏鸽派。

图表 2. 鲍威尔上任以来的美联储例会声明摘要

时间	美联储例会声明摘要
2018 年 3 月	经济温和上涨，就业增长强劲，失业率保持低位，居民支出和固定资产投资有所缓和，通胀率低于 2%。考虑到通货膨胀形势，上调目标利率区间 25 个基点，未来依然可能逐步提高利率。
2018 年 5 月	经济温和增长，就业增长强劲，失业率保持低位，家庭支出放缓，固定投资强劲增长，通胀率接近 2%。维持目标利率不变，预计经济状况将保证目标利率进一步上升。
2018 年 6 月	经济稳健上涨，失业率下降，家庭支出加速增长，固定投资保持强劲，通货膨胀已向 2% 靠拢。上调目标利率 25 个基点。
2018 年 7 月	经济强劲增长，失业率有所上升，通货膨胀接近 2%，家庭开支和固定资产投资强劲增长。维持目标利率不变，经济前景风险保持均衡，进一步渐进加息符合经济目标。
2018 年 9 月	经济强劲增长，失业率保持在低位，家庭支出固定资产投资保持强劲，通胀率接近 2%。上调目标利率 25 个基点。
2018 年 11 月	经济强劲增长，失业率下降，居民支出强劲增长，固定投资放缓，通胀率接近 2%。维持目标利率不变，经济前景风险大致均衡，进一步渐进加息符合经济目标。
2018 年 12 月	经济强劲增长，就业强劲增长，失业率保持低位，居民消费增长强劲，固定投资有所放缓，通胀率接近 2%。经济面临的风险大致平衡，进一步渐进加息将是适当的。上调目标利率 25 个基点。
2019 年 1 月	经济稳健增长，就业增长强劲，失业率保持低位，居民支出强劲增长，固定资产投资有所放缓，通胀率接近 2%。维持目标利率区间不变，考虑到全球经济形势发展和通胀压力减弱，政策调整会保持耐心。
2019 年 3 月	经济增速较上一季度的稳健有所放缓，失业率保持低位，家庭支出和固定资产投资有所放缓，通胀率在 2% 附近。维持目标利率，在观察政策调整是否合适时保持耐心。
2019 年 5 月	经济稳健增长，就业稳定，失业率保持低位，家庭支出和企业固定资产投资放缓，通胀率低于 2%。维持目标利率区间不变，面对全球经济不确定性和通胀压力将保持耐心。
2019 年 6 月	经济温和增长，就业增长强劲，失业率维持低位，家庭支出有所回升，固定资产投资保持疲软，通胀率低于 2%。维持目标利率区间不变，考虑到全球经济前景的不确定性和缓和通胀压力低迷，会采取适当措施维持经济扩张。
2019 年 7 月	经济温和增长，失业率保持低位，家庭开支有所回升，但固定资产投资疲软，通胀率低于 2%。考虑到全球经济发展前景和通胀压力低迷，下调目标利率 25 个基点。经济增长不确定性仍然存在，维持将采取适当措施维持扩张。
2019 年 8 月	自去年中期以来，全球增长前景一直在恶化。贸易政策的不确定性似乎在全球经济放缓以及美国制造业和资本支出疲弱中发挥了作用。美联储将继续采取适当的货币政策，以维持经济扩张和就业市场稳定，同时使通胀接近 2%。

资料来源：美联储，中银国际证券

2 本次美联储政策转向的原因

2.1 美联储面临空前的政治压力

由于特朗普领导的美国政府频频对美联储进行非常规施压，美联储在制定货币政策时承受过度的行政干预。

从历史来看，美联储一贯拥有相当的独立性，并且这种独立性通过《联邦储备法案》和相关制度安排获得保证。过往的多任美国总统也曾出于政治经济目的试图干预美联储的货币政策制定，但多数情况下美联储都得以保持其独立立场，达成货币政策目标。在 1980 年代抗击通货膨胀的斗争中，时任美联储主席保罗·沃尔克冒着可能造成严重经济衰退的风险，顶住来自白宫的巨大压力，坚决紧缩银根、大幅提高利率，又一次强化了美联储的独立形象。自格林斯潘担任美联储主席以来，无论是克林顿、小布什还是奥巴马，都给予美联储充分的尊重，都对货币政策较少置评，也很少直接向美联储施压。伯南克上任后能够首开先河，实施超常规量化宽松政策，实际也体现了美联储在货币政策制定方面拥有独立而强大的话语权。

然而，到如今的特朗普任期内，政府对美联储政策的干预明显变强。2018 年，特朗普开始公开批评美联储加息和缩表的进程太快，打破总统不公开评价美联储政策的先例；2019 年，他又多次通过各种渠道抨击美联储货币政策，明确要求美联储降息以配合其政治主张（见图表 3）。7 月，特朗普在美联储即将召开例会的前一天明确施压，希望美联储降息 50 个基点；在美联储下调联邦基金利率目标区间 25 个基点后，特朗普依然表示降息幅度太小，不能令其满意。



图表 3. 特朗普代表性言论汇总

时间	表态场合	背景	特朗普言论
2018 年 7 月 19 日	接受美国消费者新闻与商业频道采访	美国于 7 月 10 日公布了对 2000 亿美元对美联储加息表示不满。欧盟等经济体维持宽松货币政策，导致欧元汇率贬值而美元升值，使美国在国际贸易中处于“劣势”。	中国商品加征 10% 关税的计划。美联储于 6 月的例会上调目标利率至 1.75%-2%。
2018 年 10 月 10 日	宾夕法尼亚州集会活动	当日美股大幅回调。道琼斯指数下跌 831.83 点至 25598.74，跌幅 3.15%；标准普尔 500 指数下跌 94.66 点至 2785.68，跌幅 3.29%；纳斯达克指数下跌 315.97 点至 7422.05，跌幅 4.08%。	当天美国股市经历了一次意料之外的修正，他强烈批评美联储货币政策过紧，表示美联储“已经疯了”，正在犯下错误。
2018 年 11 月 27 日	接受《华盛顿邮报》采访	美股持续回调，道琼斯指数跌至 24748.78，标普 500 指数跌至 2682.12，纳斯达克指数跌至 2682.17。	表示对任命鲍威尔担任美联储主席一点都不满意。
2018 年 12 月 25 日	圣诞讲话	美股见底。道琼斯、标普 500 和纳斯达克指数分别跌至 21792.2、2351.1 和 6192.92。	美联储对市场没有感觉，加息速度太快，唯一的经济问题就是美联储。
2019 年 4 月 14 日	推特	美联储于 3 月 20 日结束例会，决定维持目标利率至 2.25%-2.5%，维持每月国债减持上限 300 亿美元，MBS 减持上限 200 亿美元。3 月非农就业数据公布，新增非农就业人口 19.6 万，超过预期，失业率稳于 3.8%	尽管通胀率很低，美联储依然不停加息，并实施大量量化紧缩，切实放慢美国经济增速，美国经济本可以向火箭飞船一样腾飞。美联储应该实施量化宽松。
2019 年 4 月 30 日	推特	美联储于当天召开例会。	再次要求美联储重新实施买债的量化宽松政策，呼吁美联储降息 100 个基点。
2019 年 6 月 10 日	媒体采访	美联储将于 6 月 18-19 日召开例会。中美贸易冲突升级，对 2000 亿美元中国商品征税税率由 10% 提升至 25%，加剧市场动荡。	美联储不降息使美国处于不利环境中，加息的步骤太快了，美联储资产负债表以 500 亿美元规模缩小非常可笑，因为其他央行都在向市场注入流动性。
2019 年 7 月 29 日	推特	美联储将于 7 月 30-31 日召开例会。	美联储加息太早太多，量化紧缩是个错误。在通胀非常低的情况下，美联储依旧毫无作为，没有采取行动以抵制欧洲和中国放松货币政策的影响。
2019 年 8 月 1 日	推特	美联储例会结束，决定下调目标利率至 2%-2.25%，提前 2 个月结束缩表进程。	和往常一样，鲍威尔让我们失望了，但至少他结束了量化紧缩政策，这本来就不应该开始——没有通货膨胀。我肯定不会从美联储得到多少帮助。
2019 年 8 月 14-15 日	推特	2 年期和 10 年期美债收益率盘中出现倒挂，引发市场恐慌，美股大跌。	美联储之前行动太快，现在又太慢；鲍威尔关于“中期调整”和“依赖于数据”是巨大的错误；美联储阻止美国获得丰厚的回报和收益。

资料来源：百度，中银国际证券

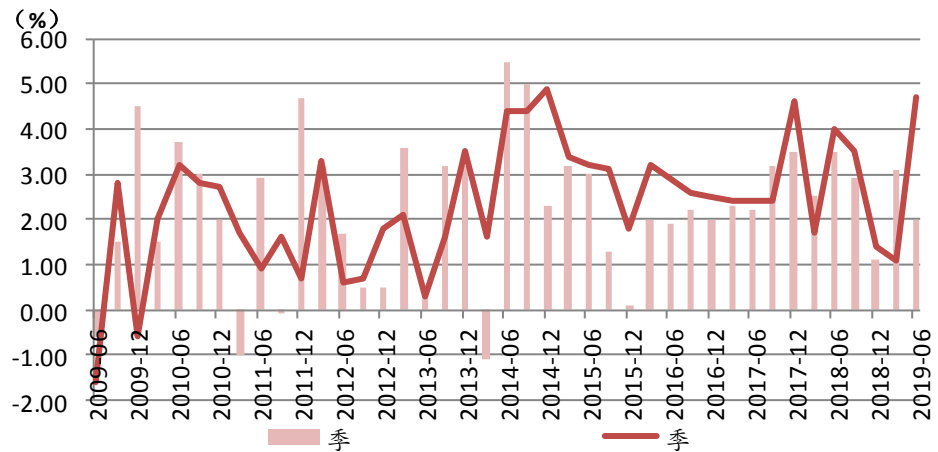
此外，特朗普提名 2 名支持其政策主张的专业人士出任美联储理事，以影响美联储内部决策，并威胁要将鲍威尔撤职。

在空前的行政干预下，美联储的政策制定面临严重的干扰，本次降息的决议也令不少人解读为是对政治压力的屈服，让市场对美联储独立制定货币政策的立场产生疑虑。

2.2 债务型经济掣肘货币政策选择

从基本面来看，美国目前经济运行稳健，似乎不能为降息提供充分理由。美国 2019 年第二季度 GDP 环比折年率初值为 2.1%，高于预期值 1.8%；消费增长强劲，个人消费支出环比折年率从第一季度的 1.1% 大幅增长至第二季度的 4.3%（见图表 4）。6 月非农就业人数录得 22.4 万，超出市场预期；失业率为 3.7%，基本稳定；核心 CPI 同比上涨 2.1%，高于 2% 的目标。

图表 4. 美国 GDP 增速稳健，2019 年第二季度消费增长强劲



资料来源：美国经济分析局，万得，中银国际证券

从鲍威尔在公开场合的表态来看，本轮降息主要是考虑到全球贸易局势的不确定性和全球经济放缓对美国经济前景带来的压力，属于“未雨绸缪”的预防性措施。然而，更深层次的原因在于，美国受到债务型经济的掣肘，加息缩表进度难以顺利推进。

2008 年由次贷危机演变而来的国际金融危机，实质是高杠杆引发的债务危机。在危机之前，美国家庭部门过度消费，大量举债购置房产。房地产泡沫破灭后，过度的杠杆依赖使这些家庭出现偿债困难，进而导致次贷危机蔓延，引发全球金融海啸。

危机以来，美国并未真正进行去杠杆，杠杆率实际由非金融部门向政府部门转移。根据国际清算银行最新数据，截止 2018 年末，美国非金融部门杠杆率为 249.4%，较 2008 年末上升了 14.6 个百分点。其中，美国非金融企业部门杠杆率从 2008 年的 72.6% 上升至 2018 年的 74.4%，上升了 1.8 个百分点；居民部门杠杆率由 95.9% 下降至 76.3%，下降了 19.6 个百分点；而政府部门杠杆率由 2008 年的 66.3% 上升至 2018 年 12 月的 98.7%，上升了 32.4 个百分点（见图表 5）。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10071

