

鲍威尔如何惹恼了特朗普？ ——2019 年 JH 央行行长年会点评

宏观简报

美联储主席鲍威尔发表讲话，**态度偏中性，没有释放明确的降息信号**。一方面，贸易摩擦升级，关税影响扩散，支持降息；但另一方面，消费稳健，通胀回升，长期的经济扩张增加金融风险，不支持降息。若要在 9 月降息，美联储可能还需要看到更多“坏数据”。鲍威尔的讲话惹恼了特朗普，引发后者抨击美联储无所作为。与此同时，市场对贸易摩擦担忧加剧，美股大跌，美债收益率重挫。**往前看，资产价格或迎来新一轮重新定价。我们坚持之前的观点：在贸易摩擦没有缓和、各国政策没有实质性改善之前，风险资产还将承受压力。**

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

8月23日，美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 年会上发表讲话。鲍威尔的讲话总体偏中性，没有释放明确的降息信号，符合市场预期。

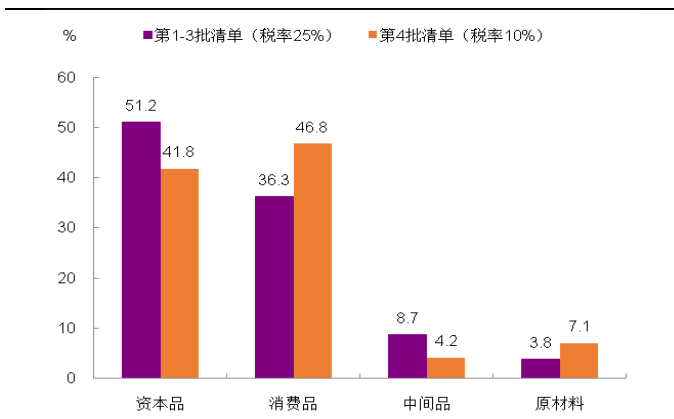
关于美国经济，鲍威尔继续保持乐观，但也承认全球经济走弱增加美国经济下行风险。鲍威尔认为美国经济表现良好，虽然生产和投资走弱，但消费仍然强劲，劳动力市场也有韧性。6月FOMC下调未来利率路径，加上7月的降息，也令金融条件更为宽松。对于海外经济，鲍威尔认为更多证据显示它们在进一步放缓，尤其是德国等主要经济体。

关于贸易摩擦，鲍威尔认为很难用货币政策应对关税的冲击，但也会根据事态发展调整政策。理论上，任何影响美国经济前景的因素都将影响联储的货币政策，包括关税。但当前的情形并无历史可循，货币政策也并非应对关税冲击的工具。因此，在对待关税的影响时，鲍威尔或更倾向于“数据驱动”，即需要看到数据恶化才更愿意降息。

然而，就在鲍威尔发表演讲前，中方公布了对美750亿美元商品的新一轮征税清单，其中包括恢复对美国汽车及零部件征税。这无疑将给美国经济带来负面影响，令数据恶化变的更“容易”。美国7月Markit制造业PMI已降至49.9，为2009年以来首次跌破50枯荣线。8月密歇根消费者信心指数也降至92.1，反映出消费者对关税的担忧在增加。

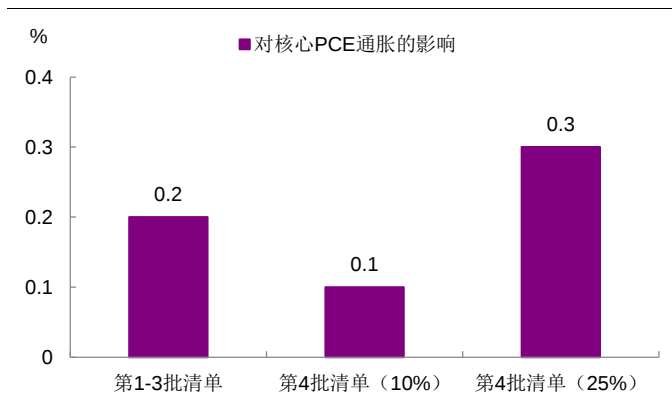
关于通胀，鲍威尔两次提到通胀正在回归2%的目标，或表明以降息应对低通胀的必要性有所减弱。数据显示，美国公布的最新一轮的3000亿美元商品中，近47%是消费品，这一比例比之前更高（图1）。我们的计算显示，假设对3000亿美元商品征税10%，或将推升核心PCE通胀0.1%，如果税率提高至25%，或推升核心PCE通胀0.3%（图2）。因此，未来通胀或难以成为支撑联储降息的原因。

图1：第4批征税清单中消费品居多



资料来源：World Bank, USTR, 光大证券研究所计算

图2：关税对美国核心PCE通胀的潜在影响

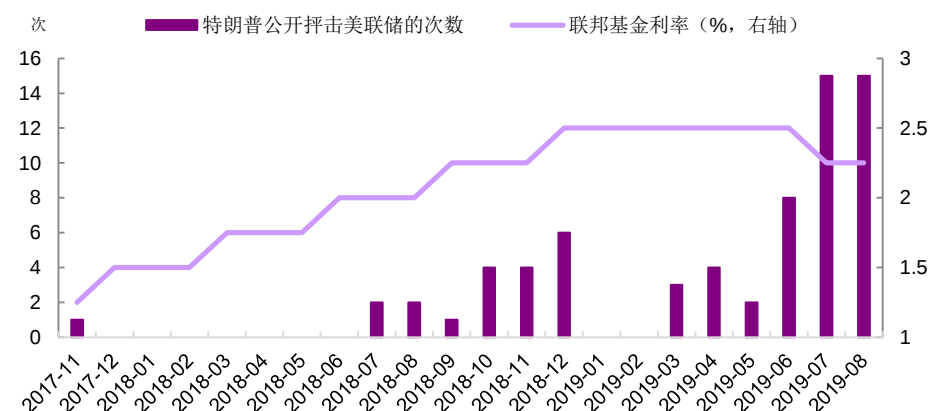


资料来源：Wind, USTR, 光大证券研究所计算。注：此处计算为静态计算。

鲍威尔态度偏中性，没有明确暗示要降息。一方面，贸易摩擦升级，关税影响扩散，支持降息；但另一方面，消费稳健，通胀回升，长期的经济扩张带来金融风险，不支持降息。因此，如要在9月降息，美联储可能还需要看到更多“坏数据”。我们建议投资者关注8月ISM制造业PMI和8月非农就业数据，以寻找美联储是否降息的线索。根据历史经验，如果ISM的PMI跌破50，将大大增加美联储降息的概率。

鲍威尔的讲话惹恼特朗普，也令美联储的境况更加复杂。鲍威尔讲话后，特朗普立刻批评美联储无所作为。数据显示，今年以来特朗普批评美联储的次数显著增加，7、8月的批评次数更是达到15次，平均每两天就要“怒怼”联储一次（图3）。对美联储而言，其独立性正面对前所未有的挑战。对市场而言，特朗普无休止的抱怨增加货币政策不确定性。今年年初，特朗普就曾因为美联储坚持加息而考虑解雇美联储主席鲍威尔，引发波动。对此市场需加以警惕。

图3：今年以来，特朗普公开批评美联储的次数显著增加



资料来源：华尔街日报、推特、光大证券研究所整理

除鲍威尔以外，其它美联储官员对是否降息存在较大分歧，两位鹰派票委再次反对降息。在近期的公开表态中，堪萨斯联储主席乔治（票委）、波士顿联储主席罗森格林（票委）均表示不支持降息，他们也是在7月议息会议上投出反对票的官员。而圣路易斯联储主席布拉德（票委）则表示支持降息，并认为在9月议息会议上会针对是否降息50 bps展开讨论。在非票委中，美联储理事梅斯特、费城联储主席哈克满意当前的利率水平，而达拉斯联储主席卡普兰、旧金山联储主席戴利则倾向降息。图4总结了美联储官员的货币政策倾向。

图4：美联储官员的货币政策倾向和投票权情况

美联储官员	职位	货币政策倾向	2019年是否有投票权?
Esther George (乔治)	堪萨斯联储主席	非常鹰	有
Michelle Bowman (鲍曼)	理事	鹰	有
Loretta Mester (梅斯特)	克利夫兰联储主席	鹰	有
Eric Rosengren (罗森格林)	波士顿联储主席	鹰	有
Jerome Powell (鲍威尔)	美联储主席	中性	有
Richard Clarida (克拉里达)	美联储副主席	中性	有
Randal Quarles (夸尔斯)	美联储副主席	中性	有
Lael Brainard (布雷纳德)	理事	中性	有
Patrick Harker (哈克)	费城联储主席	中性	有
Robert Kaplan (卡普兰)	达拉斯联储主席	中性	有
John Williams (威廉姆斯)	纽约联储主席	中性	有
Thomas Barkin (巴尔金)	里士满联储主席	中性	有
Charles Evans (埃文斯)	芝加哥联储主席	鸽	有
Raphael Bostic (博斯蒂克)	亚特兰大联储主席	鸽	有
Mary Daly (戴利)	旧金山联储主席	鸽	有
Neel Kashkari (卡什卡利)	明尼阿波利斯联储主席	非常鸽	有
James Bullard (布拉德)	圣路易斯联储主席	非常鸽	有

资料来源：彭博、光大证券研究所整理

资本市场方面，受一系列事件冲击，美股三大股指大跌，跌幅均在 2% 以上。美债收益率重挫，2Y10Y 利率再次倒挂。我们认为，鲍威尔并未给出明确的降息信号令市场失望，但更为关键的是，中方公布关税反制清单、以及随后特朗普的言论，增加了市场对贸易摩擦的担忧，也将引发资产价格重新定价。展望未来，**我们依旧坚持之前的观点：在贸易摩擦没有缓和、各国政策没有实质性改善之前，风险资产还将承受压力。**

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_10536

