



美联储在宽松之门外的矫情原因

报告日期：2019年07月11日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyan hongy dsc@foxmail.com

1. “6月的就业报告并未改变我们对于政策的预期。6月就业报告是积极的，并且是“非常好的消息”。

2. “Powell says the strong jobs report last Friday did not change the Fed's outlook”。

——美联储主席鲍威尔证词

报告观点：

1. 美联储将降息，现在的犹豫都是矫情，但这些矫情是必要的，基于非美经济的暴差和美国经济的爆好两难。美联储担心受到非美经济的牵连，这是正常逻辑。
2. 美国是世界经济火车头，过去的十年对全球经济稳定有重要作用，在过去的几年里美国经济坚挺也对冲了中国经济下滑的负面影响，未来这一边际效应递减，世界经济波动性将大幅上升。美国及全球经济基本面：非农超预期扩张，美国物价跌破美联储目标值 2%，进入货币政策放松区间。美国 PMI 指数扩张放缓，全球 PMI 雷达图收缩。
3. 美联储的忧虑是降息可能无用，无用之后市场的反噬是最为担忧的，这一点适用于任何国家央行。
4. 未来资产配置应当转移向避险资产和低配资产（国债，黄金），减少高波动率，低流动性资产。

报告有效期：3 个月



积极管理风险 应对市场挑战

一、鲍威尔听证会证词

美联储主席鲍威尔在众议院金融委员会就美国半年度货币政策报告作证词陈述
(20190710, 22:00pm 北京时间)。

1.1 关于投资、消费与就业

美国经济中属于消费者的部分处于良好状态。美国经济的潜在问题更多地与商业信心有关，不确定性会导致企业推迟投资。美国人的储蓄并不足以退休做好准备（这是长期问题和近期货币政策无关，笔者注）。美联储认为美国经济处于良好状态，并承诺将采取工具保持这样的经济状态，美联储十分重视多样性（注：货币工具多样性）。美国经济逐渐显现出全球经济增长及制造业的问题。

我们没有证据足以称当前的劳动力市场是过热的，当前的薪资增速并不足以通胀带来上行压力。过热的劳动力市场不是当前存在的问题，失业率处于低位，但并没有看到薪资出现同样的回应（英大解读：美联储默认将薪资收入增长与消费以及通胀产生关联，因此从这个逻辑，结合当前就业数据和薪资数据，衍生不出通胀预期）。美联储在最低工资法问题上不持立场——在最低工资法的成本收益权衡问题上没有达成经济共识，提高最低薪资有好处，但也需付出代价（英大解读：美国也有试图提高最低工资问题的议案，但并未达成共识）。就业机会的增加刚刚开始惠及那些处于劳动力市场边缘的人。低收入及中等收入人群的复苏是最近才开始的。美国中低等收入阶层的收入停滞不前，这一情况令人感到担忧。技术趋势、全球化及教育是美国收入停滞不前的原因，美国需要一个国家战略来提高就业参与率。薪资增速处于健康水平，预计薪资将持续增长。就业参与率呈下行趋势主要是因为人口老龄化，相对来看，参与率一直保持在良好的位置，发展得也不错。毫无疑问失业率不能再继续处于半个世纪以来的低位（英大解读：美联储对当前失业率达到潜在失业率极限的一个确认）。

1.2 关于货币政策

美联储将会关注接下来即将公布的所有数据。美联储将在 FOMC 会议之前关注所有的薪资数据。美联储将会在利率政策的决定上保持分析能力及透明程度。当前最大的担忧是贸易局势和全球经济增速放缓。持续的低通胀令人担忧。收益率曲线是我们所关注的事件之一。

美联储不希望像日本那样走上长期低通胀的道路。美联储强烈致力于达成 2% 的通胀目标。(英大解读：美联储强烈达成 2% 势必意味着宽松的货币政策，否则当前的经济运行很难有输入性通胀帮助美国达到目标。2016 年开始的中国供给侧改革已经尾声，物价基本再次平衡，没有输入性通胀，美国的通胀是很难再次起来的，我们对这个目标表示怀疑，但如果美联储致力于这个目标，我们预计会继续宽松，甚至创造新的工具刺激经济)。预计通胀低于美联储目标的时间会比预期更长。通胀和失业率之间的联系目前是微弱的。非常有可能美联储高估了不足以引起通胀的最低失业率。非加速性失业增长率 (NAIRU) 比我们想的低很多。没有什么能阻碍美国关注其就业状况 (英大解读：经典的菲利普斯曲线已经无法适应当前的经济数据勾稽关系，在没有更好的理论之前，还会继续沿用这个矫情的逻辑约束进行货币决策，这对于投资者来说，是风险，也是机会)。目前利用大量银行准备金管理利率体系有诸多好处。资产负债表并没有限制美联储实施更多量化宽松的能力。不会让美联储随着市场波动而行动，美联储只会按其职责采取行动，并没有在寻求购买更大范围资产的授权，既不寻求也不认为我们需要该授权。目前还有很多美联储可以去购买的国债。

关于金本位

不认为返回到金本位制是一个好主意，黄金价格与美联储的职责无关，金本位制与国会当前的指令无关，没有看到当前美元作为储备货币的地位受到威胁。很难看到美元不能在很长时间内作为储备货币。(笔者补充：特朗普提名一位联储委员，朱迪-谢尔顿(Judy Shelton)，支持金本位制度，并认为经典的金本位制建立了一个符合自由贸易原则的国际货币价值基准。取消金本位使得操纵汇

率更容易实现，美国难以获得出口优势。)

1.3 关于美联储预期前景

6 月的就业报告并未改变我们对于政策的预期。有一些与美国经济相关的很不错的消息。6 月就业报告是积极的，并且是“非常好的消息”。较低的通胀可能会导致短期利率的下降。将货币政策视为唯一可用策略并非好事。与货币政策相比，财政政策是更具力量的手段。超额准备金率是我们管理货币政策的手段。杠杆贷款风险并不主要存在于银行体系或银行本身。需要严格监控杠杆贷款。高企的公司杠杆率可能成为宏观经济风险。美联储将会在 7 月会议上关注贸易前景及通胀水平。并不认为经济会出现严重衰退。让我们继续观察经济，从而判断美联储是否知道自己在做什么。

英大解读：美联储在前景，就业数据以及试图引导的货币政策方向上出现了一定的违和感。 Powell says the strong jobs report last Friday did not change the Fed's outlook 。译文：鲍威尔说，上周五的强劲就业报告并没有改变美联储的前景。笔者非常喜欢这句话，因为这句话看起来很简单，但长期关注美联储政策的人会发现其中的拧巴，不合时宜，理由如下：

①美联储此前的前景是加息预期，现在又说就业数据十分之好，难道美联储要维持这个前景展望，进行加息？显然不对，所有口风都已经变了。

②美联储在一些烂数据之后，将缩表规模缩减，并重新评估缩表计划，并确认缩表结束后再投资计划构想。2019 年 3 月 FOMC 会后美联储宣布，FOMC 委员一致同意从 5 月起，将每月缩表的美国国债最高减持规模从 300 亿美元砍半至 150 亿美元，到 9 月末停止缩减国债持有。美联储将继续允许缩减所持的机构债和 MBS，以便与长远来看主要持有美国国债的目标一致。简单说，美联储认为停止紧缩，开始宽松条件不充分。

③美联储保持两种严格分化的语言控制风格继续等待更多经济数据驱动货币政策的显著偏向？有可能，但意义不大，也就初一和十五的区别。就目前我们

跟踪的全球经济制造业雷达图，美国经济物价，制造业数据来看，不可能等到更好的结果。（语言控制介绍，参考笔者此前写的系列报告《货币政策与公众响应—经济过程与沟通塑造》，2017-5-22）

笔者相信很多投资者对美联储今次的长篇发言的意义重视程度还不够。毕竟这些话不注意也看不出什么瑕疵。给一个我们分析的综合结论，美联储怎么展望不重要了，重要的是没得选。

1.4 关于财政政策

美国联邦预算处于不可持续的水平上。美联储有所需的政策工具，但在出现经济衰退时，美联储的工具需要得到财政政策的支持。并不认为美联储想要拥有向联邦州和地方政府提供贷款的权力，这是国会应当做的事情。国会及时提高债务上限至关重要。围绕贸易和全球经济增速的不确定性仍使经济前景承压。美联储不是在批评贸易政策，而是在对会影响美联储双重使命目标的因素作出反应。通过美墨加协定（USMCA）将会减少不确定性。美墨加协定（USMCA）与过去签订的协议类似。美墨加贸易协定的批准将缓解不确定性，将对当前的市场环境有帮助。通过 USMCA 有助于消除不确定性，在当前环境下将有所帮助。贸易政策与商业不确定性的增加有关，**当市场对供应链表示怀疑时，商业可能有所后退。**（**英大解读：美联储多次将贸易与国内商业投资之间进行关联，一方面是有数据支撑，另一方面是国际化经济的必然事实导致美国不能独立于非美地区经济萧条的背景继续高歌猛进，互相的牵扯是持久存在的，不管是繁荣还是衰退。**）

1.5 关于金融市场系统风险

美联储正处于评估压力资本缓冲政策的后期阶段。美联储将会在近期完成对压力资本缓冲的评估。美元作为世界储备货币减少了利息的支出。美国的债务被用于当前的消费，而偿还债务的任务则留给了后人。压力测试没有变得更简单，

也并不打算让其变得更简单。压力测试是金融危机以来最成功的监管创新方法。

1.6 其他内容

关于美联储独立性

若特朗普要求我辞职，我不会答应。（回答“如果明天特朗普把你炒了，说你滚蛋吧，你会答应吗？”）重申法律予以我 4 年的任期，我将完成我的任期。美联储将会聚焦于国会予以美联储的工作。

关于基准利率问题

美联储正在研究伦敦银行同业拆借利率（Libor）过渡对零售业的影响。美联储正在寻找一种利率来替代伦敦银行同业拆借利率（Libor）。我们鼓励银行提前为伦敦银行同业拆借利率（Libor）的退出做准备。

关于加密货币

美联储在 Facebook 宣布加密货币 Libra 与 Facebook 进行过接触。Facebook 的加密货币 Libra 引发了人们对于隐私、洗钱及金融稳定的严重担忧。美联储正在协同工作，以解决加密货币 Libra 所带来的担忧。很大可能金融稳定监管委员会会解决人们对 Libra 的担忧。希望加密货币创新以安全且合理的方式进行。希望加密货币创新能够以一种安全可靠的方式进行。在 Facebook (FB.O) 解决人们担忧之前，不能够推进 Libra。需要仔细观察 Libra。需要耐心且彻底地处理 Libra 这个项目。

二、美联储会议纪要

2.1 纪要内容

多数美联储官员认为风险上升的情况下降息的理由增强。几位官员尚未预计会出现大幅降息的情况。多数官员预计通胀预期与 2% 的目标不符。没有就回购安排作出决定，官员对其可能的用途表达了各种担忧。几位官员预计近期将降息，因对冲击的缓冲。许多官员预计美联储近期存在更多宽松空间。许多官员认为 6

月风险偏向下行。一名官员认为降息将导致金融不平衡风险。逆回购报告探讨了工具的潜在规模、利率设定、可能对货币市场产生的影响以及整体的金融稳定。多数委员认为，经济增速和通胀风险在会议前几周已经发生了明显的变化，现在已经倾向于下行。几位委员认为如果即将公布的数据显示经济形势进一步恶化，降息可能是合适的。上次美联储的会议重点是全球风险，并在一定程度上讨论了第二季度疲软的商业投资数据。

英大解读：在鲍威尔的证词中，将商业投资数据与贸易争端关联起来。从目前来看，贸易争端并没有短期解决希望。此外，经济增长的潜在空间下降是自发的，可能也高估了贸易争端的影响，也就是即便没有贸易争端，美国的商业投资增速下滑也是大概率的。这一个风险更需要关注。

2.2 美联储扇形图

1. FOMC 有 70% 的信心认为，2019 年 **联邦基金利率** 在 1.7%-3.1% 区间内，2020 年 0.2%-4.0%，2021 年 0.2%-4.6%。
2. FOMC 与会者中 0 人认为 **GDP 增速** 预期的不确定性减少，11 人认为大致相似，6 人认为增加。FOMC 与会者中 14 人认为 **GDP 增速** 预期有下行风险，3 人认为风险大致均衡，0 人认为有上行风险。
3. FOMC 与会者中 0 人认为 **失业率** 预期的不确定性减少，9 人认为大致相似，8 人认为增加。FOMC 与会者中 0 人认为失业率预期有下行风险，5 人认为风险

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_11508

