

# 研究报告

2019 年第 5 期

2019.1.25

执笔：宋玮

wei.songcsjr@icbc.com.cn

## 2019 年美国经济政策展望及我行对策

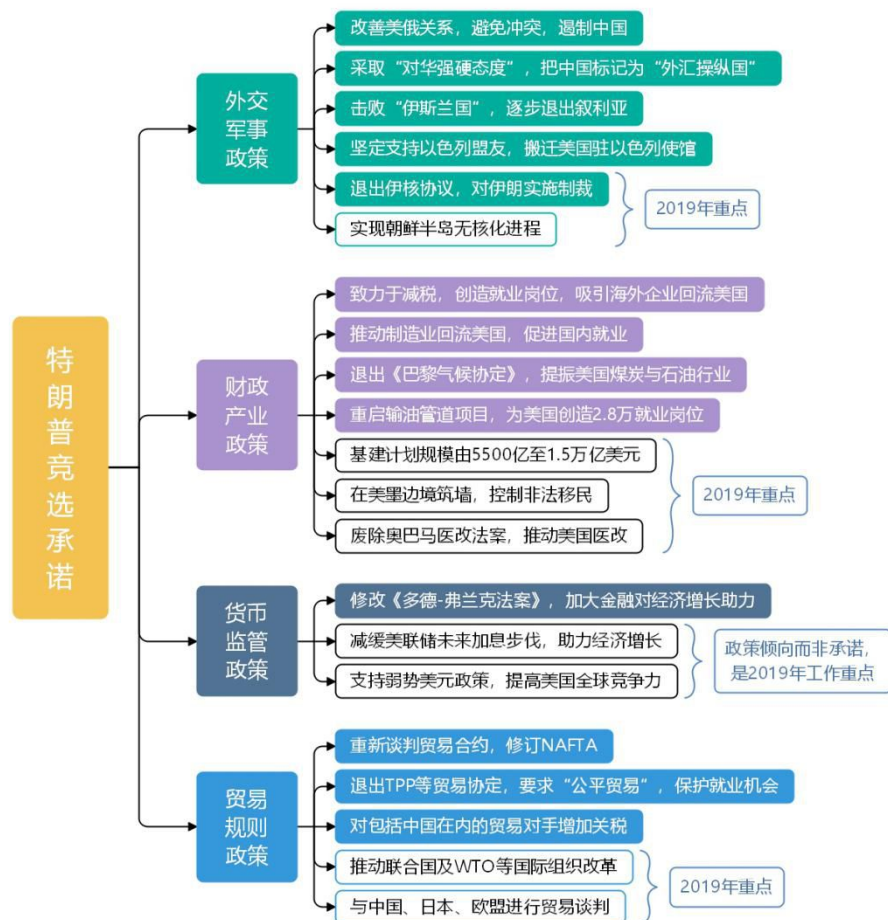
### 要点

- 为了赢得 2020 年总统大选，美国特朗普政府将在 2019 年经济政策方面继续发力。在财政政策方面，美国或将继续加杠杆，重点由减税转向基建；在货币政策方面，美国经济见顶放缓，加息预期持续减弱；在汇率政策方面，美元或将整体小幅贬值，呈前高后低 M 型；在贸易政策方面，美国与中日欧贸易谈判难度大，尚存不确定性；在金融监管政策方面，美国已经开始降低金融监管标准，将加大国际监管协调难度。
- 2019 年美国特朗普政府经济政策或将对产生以下四方面影响：其一，美国扩张性财政政策将会继续加大美国的财政赤字和债务风险，中国所持有的美债贬值风险有所加大。其二，美联储加息趋缓将有助于减小中美利差，再加上美元趋弱，更加支撑人民币汇率的企稳反弹。其三，美国强硬的贸易政策致使中美贸易谈判不确定性尚存。其四，美国放松金融监管有助于降低中资银行在美机构的合规成本，但需高度关注贸易摩擦向金融监管领域蔓延的趋势。建议我行采取以下应对措施：一是全面加强和优化境外机构合规管理，提高境内外机构合规经营能力；二是密切跟踪研究中美贸易摩擦及其后续影响；三是及时研判并采取措施应对美联储等全球央行货币政策最新变化。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

自2017年1月20日特朗普执政以来，特朗普政府在减税、强硬贸易政策、加大外交军事布局、放松金融监管方面通过立法、签署行政令、人事任命等多种方式取得较大进展，其中税改是其前期政绩的最大亮点。为了争取赢得2020年总统大选，特朗普将会聚焦竞选时最核心的经济政策承诺，在2019年继续推进基建计划在内的扩张性财政政策，在与中欧日贸易谈判中延续其强硬贸易政策，并积极通过货币政策、汇率政策、金融监管政策来推动美国经济的可持续增长，以期在2020年总体大选中保持更好的民意基础。

图1 特朗普 2016 年竞选承诺完成情况及 2019 年重点领域



数据来源：自行整理。着色代表完成进展顺利，白色代表刚刚开始或任重道远

## 一、财政政策：继续加杠杆，重点由减税转向基建

自2017年上任以来，财政政策一直是特朗普政府国内经济政策的重点。2018年美国财政政策执行主要通过减税+增加军事开支实现，基建计划仍未正式落实：一是执行减税法案。税制改革则是特朗普财政政策的核心。2017年12月2日，美国参议院通过了共和党税改法案。2018年1月，美国政府削减了1.5万亿美元的企业和个人所得税，美国国会在3月份通过了1.3万亿美元的支出法案，提振了消费者支出、企业以及政府支出，推助美国经济增速在第二和第三季度走高至4.1%和3.5%。二是特朗普不断加大军事开支，美国2017-2019财年国防开支分别为6030亿、7000亿和7170亿美元，连年走高。在减税+军费增加的推动下，财政收入减少，财政支出增加，政府预算赤字和债务规模陡增。2018财年美国联邦政府财政收入比2017财年增加0.4%至约3.329万亿美元，财政支出增长3.2%至约4.108万亿美元，财政赤字增长17%至约7790亿美元，创2012年以来新高，财政赤字占GDP的比重从2017财年的3.5%升至3.8%。截至2018年末，美国联邦债务规模已达21.974万亿美元（比特朗普上任时多出了2万亿美元），占GDP比重攀升至78%，创1950以来的新高。2019年，特朗普面临在继续减税、稳定财政支出、控制政府赤字与债务的“财政不可能三角”困局，其在竞选时就已许下的减税和基建承诺难以动摇，2019年美国赤字和债务继续攀升将不可避免。据美国国会预算办公室(CBO)预测，2019和2020财年美国财政赤字或将分别增至9820亿和1万亿美元。

图2 美国联邦债务占GDP比重趋势图（1790-2040）



数据来源：CBO

展望2019年，由于民主党控制了众议院多数席位，特朗普的减税2.0版本、1.5万亿美元规模的基建计划、美墨墙修建等扩张性财政刺激政策及极端的移民政策已经受到了较大掣肘，已经导致美国政府停摆天数创下历史新高超过24天，或将加剧美国经济增速下行趋势。由于特朗普拒绝签署未包含美墨边境墙57亿美元拨款的预算法案，美国联邦政府于2018年12月22日起部分停摆。截至2019年1月21日，美国联邦政府部分机构停摆将进入第30天，创下美国联邦政府停摆时间最长纪录。此次美国政府关门危机将会对美国经济增速、就业数据以及零售、航空等行业产生负面冲击。特朗普政府对此进行测算，认为政府每关门一周，美国经济增速将放缓0.1个百分点；据标普测算，政府关门期间每周实际GDP损失约为12亿美元，在1月12日已令美国经济损失36亿美元，这一数字将在1月25日攀升至60亿美元以上，超过建墙的57亿美元预算。目前两党分歧依然没有缓解的迹象，特朗普的预算团队正在制定一项应急计划，为政府停摆延续到2月底做准备，对美国经济的负面冲击仍在不断加大，只能等待两党相互妥协。

基建计划将是2019年特朗普国内财政政策的重点之一，基建计划存在共和党与民主党两党合作的基础，但该计划将面临两方面的压力：其一，由于总规

模从5000亿美元扩大3倍至1.5万亿美元，特朗普或将面临民主党控制的众议院在基建投资方面的分歧。共和党领袖麦康道尔和民主党领袖佩洛西均表示中期选举之后基建计划及其带来的就业是2019年工作的重点，目前两党在基建上的主要分歧是“钱从哪来”，共和党反对政府支出，倾向于引入私人资本，民主党则倾向联邦政府出资。其二，由于特朗普基建计划强调效率优先，两党对基建引发的环保问题将引发更多争论。基建计划要求项目审批到落地的时间缩短至2年以内，建议简化或废除原有环评法案，探索以事后环保表现来替代事前环评机制，或将引发民主党环保人事的反对。如果2019年国会顺利通过基建计划，根据计划要求，项目行政审批缩短至1-2年，最快2020年基建计划将在融资支持下陆续开工，不仅可以提供大量的中产工作岗位，而且缓冲经济下行压力，推动资金进入实体经济，对特朗普2020年大选奠定更加坚实的经济基础。

图3 特朗普推进其基建计划时间表



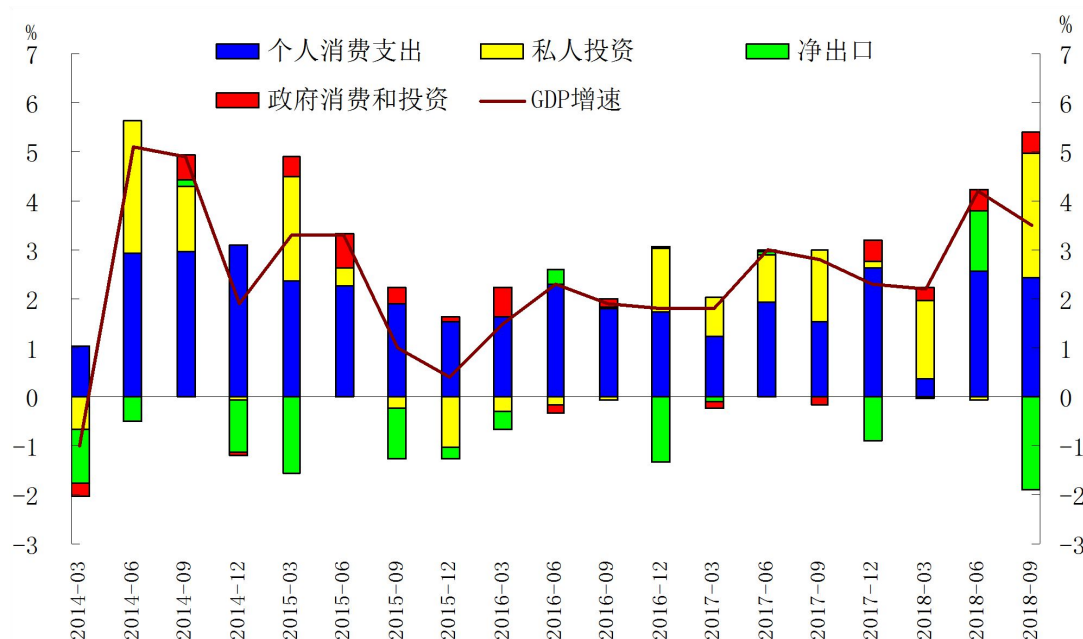


### 二、货币政策：经济见顶放缓，加息预期持续减弱

2018 年 12 月 19 日，美联储如期加息 25 个基点至 2.25%-2.50% 区间，完成自 2015 年 12 月以来的第九次加息和 2018 年的第四次加息。美国在全球率先实现从紧缩性货币政策向扩张性财政政策的政策轮转，推助美国经济增速在 2018 年三季度处于本轮经济周期的高点，我们认为 2019 年美国货币政策风格将由“强硬”转为“温和”，年内加息次数预期下降至 1 次，其中 9 月加息概率相对较高，上半年缩表步伐大概率维持，下半年缩表需相机抉择，依美国经济放缓程度而定。原因有五方面：

首先，2019 年美国经济增长由 2018 年的超预期转向均衡趋缓，但下滑程度存在不确定性，加息次数减少有助于缓解经济下行压力。一是包括减税在内的扩张性财政政策已经产生积极效应，但两党分治参众议院格局将掣肘特朗普继续加码财政政策的效果，2019 年对 GDP 的边际拉动效应会逐步减弱。二是美国 11 月失业率已处于 3.7% 的历史低点，就业改善空间较为有限，11 月非农新增就业降至 15 万人，家庭收入增长对私人消费的托底作用也在减弱，美国零售和食品服务销售额同比增速在 2018 年 9-11 月大幅下滑，再加上四季度美股暴跌加剧家庭财富缩水，预计 2019 年美国消费对经济增长的支撑效应有所下降。三是中美贸易摩擦前景尚不明朗及其所引致的全球经济放缓或将增大美国出口下行压力。虽然 G20 峰会中美领导人为贸易摩擦按下暂停键，但双方能否在 2019 年 3 月前就强迫技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络入侵和网络盗窃、服务业和农业等方面的结构变革等问题进行磋商并达成协议仍是未知，一旦谈判未达成协议，中美贸易摩擦或将继续升级，致使保护主义继续在全球蔓延。2018 年 10 月，IMF 将全球经济 2018 年和 2019 年增速预期均由 3.9% 下调至 3.7%，美国经济 2019 年增速预期由 2.7% 下调至 2.5%。美联储 12 月议息会议下调 2019 年美国经济增长 0.2 个百分点至 2.3%。

图4 美国季度GDP增速趋势图（2014.Q1-2018.Q3）



数据来源：WIND

其次，2018年美联储加速加息对美国产生较大冲击，2019年从“强硬”回归“温和”有助于缓解资产市场下行压力。一方面，利率走高致使房地产市场拐点已现。住宅投资是美国经济重要的先行性指标，2018年前三季度美国住宅投资分别同比萎缩3.4%、1.3%和4.0%，非住宅投资同比增速分别为11.5%、8.7%和0.8%，放缓趋势十分明显。加息也助推美国住房抵押贷款利率加速走高，30年期房贷利率从2016年底的3.4%上行至2018年三季度末的5%左右，住房贷款余额增速从2018年开始放缓，再加上房价持续维持高位，对购房需求造成了挤压，致使美国新屋和成屋套数从2018年4月开始逐步下滑，房价见顶迹象显现，未来房地产市场可能的低迷将对美国经济产生较大负面影响。另一方面，加息推动美债收益率走高成为触发美股四季度暴跌的导火索，而美债收益率倒挂更值得担忧。美国10年期国债收益率自9月初的2.86%走高至10月9日的3.261%，创下7年来新高，触发美股多次暴跌。随后，美国10年期国债收益率在11月7日至2018年底持续下滑，在12月20日美国10年期-2年期国债收

益率收窄至 11 个基点的十年最低，加大市场对美国经济大幅放缓和美股进入熊市的担忧。

再次，2019 年美国通胀水平或将维持在 2% 以下区间，为加息减缓提供了基础。进入 2018 年四季度以来，国际油价在不到两个月的时间暴跌超过 30%，创下了近四十年最长的连续下挫记录，大幅缓解了美国通胀压力，美国 2018 年 CPI 同比增速从 1 月的 2.1% 冲高至 6、7 月的 2.9% 后持续回落至 12 月的 1.9%，为 2019 年美联储减缓加息奠定了基础。美联储 12 月议息会议全面下调 2018-2021 年核心 PCE 各 0.1 个百分点，分别至 1.9%、2.0%、2.0% 和 2.0%。

其四，2019 年美联储货币政策将面临国际政治经济形势的三大不确定性。一是英国脱欧面临较大不确定性，一旦出现“硬脱欧”局面，全球经济或将受到较大冲击，或将进一步降低美联储加息的节奏；二是全球贸易摩擦和贸易谈判进展面临较大不确定性，一旦贸易谈判进展受阻或贸易摩擦继续恶化，美联储货币政策节奏亦将随之调整；三是全球地缘政治存在较大不确定性，一旦美国在军事和地缘政治方面出现黑天鹅事件，经济增长和货币政策步伐或将受到一定冲击。

其五，2019 年 1 月美联储官员表态及市场预期均反映出 2019 年加息预期继续减弱。一方面，美联储官员对 2019 年加息预期进一步减弱。2018 年 12 月议息会议点阵图暗示 2019 年美联储将加息两次，比 9 月点阵图暗示的加息 3 次有所下降，并称 2019 年维持缩表规模在每月 500 亿美元。1 月中旬美联储官员发声更为温和，美联储主席鲍威尔称，美联储在再次调整利率之前可以保持耐心，以等待评估全球风险对美国经济的影响，这预示着年内加息次数或将进一步减少。另一方面，市场对 2019 年加息次数大幅下降，甚至出现小概率的降息。2019 年 1 月中旬，联邦基金利率期货显示美联储一季度加息概率几乎为零，9 月加息一次的概率仅为全年最高的 18.2%，2019 年末不加息的概率为 76.1%，12 月降息一次的概率则升至 6%。

### 三、汇率政策：或将整体小幅贬值，呈前高后低 M 型

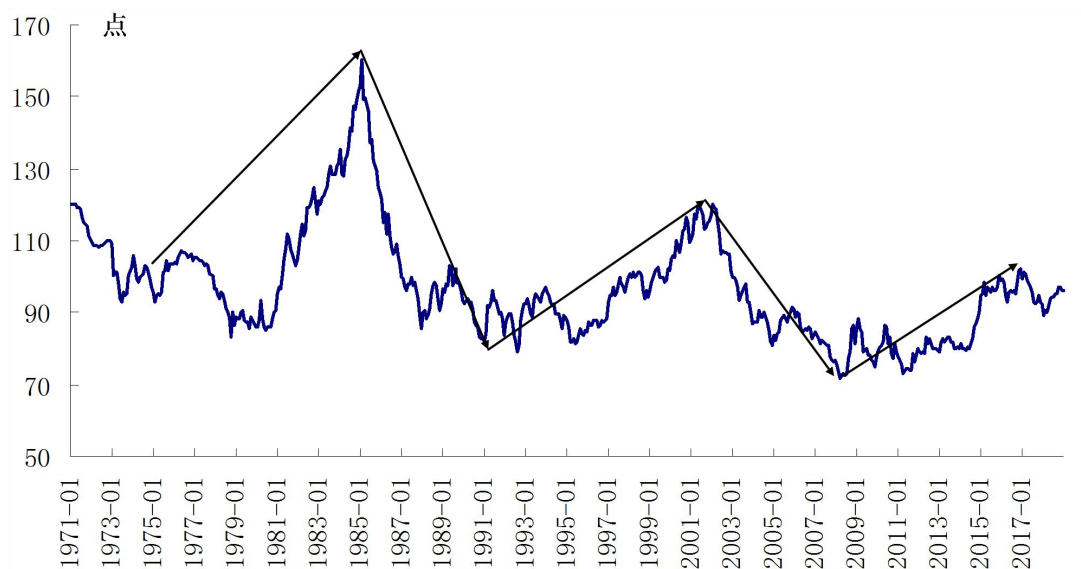


2018 年，美元指数经历了先抑后扬的 V 型反弹。2018 年初至 4 月中旬，在欧洲经济超预期增长推动欧元强劲、美联储主席换届等因素的综合影响下，美元指数从 2018 年 1 月 1 日的 92.26 下挫至 2 月 15 日的 88.57，并在 4 月 17 日前持续震荡格局。受全球贸易摩擦急剧升级、避险情绪走高等因素影响，美元指数出现快速震荡上扬趋势。截至 2018 年 12 月 30 日，美元指数收于 96.07，较 2017 年末升值 4.13%。展望 2019 年，美元指数走高和下挫的因素相互交织，主要体现在：

一方面，推动美元贬值的短中长因素主要包括：其一，短期来看，美国政府关门时间屡创历史新高，使本已日趋减弱的美国经济增长动力雪上加霜，经济放缓更趋严重，再加上美元贬值更能提升美国商品的出口竞争力，特朗普更倾向于美元指数走低；其二，中期来看，经济周期见顶且增速加速放缓将推动美联储降低 2019 年加息次数甚至停止加息，预期的快速扭转将加速美元的回落；其三，从美元汇率长周期来看，依据美元“10 年升+6 年贬”的长周期视角看，美元自 2017 年 1 月 103.82 的周期峰值后已经处于贬值通道，震荡下行趋势明显。另一方面，支撑美元升值的短中长期因素亦存：其一，短期来看，美元受美国与欧日新兴等货币的经济周期对比的影响更大，受外需萎缩冲击日本和新兴市场经济放缓程度更大，美元升值受到一定程度上的支撑，削弱了美元下跌幅度；其二，从中期来看，全球经济金融不确定性大幅提升之际，美元避险属性将日趋凸显，2019 年初美国与中国、欧洲、日本的双边贸易谈判仍呈现“拉锯战”格局，趋势尚不明朗，英国硬脱欧风险急剧加大，法国黄马甲运动和德国政局动荡仍未停息，欧盟与意大利政府关于 2019 年预算案的博弈还在进行，印度发生超过两亿人的全国大罢工，全球地缘政治风险亦大幅走高，或将吸引全球更多的避险资金从非美货币回流美元。其三，从长期美国国内资金流动格局来看，作为全球货币，美元只有 30%-40% 的流动性在美国市场，股票、美债和美元资产存在一定的跷跷板效应，2019 年美股进入熊市或将推动资金更多地流入美元和美债市场，美元或将吸引国内更多避险资金而受到一定支撑。整体来

看，2019 年美元指数将在以上短中长因素的间隔性角力中，呈现出大幅震荡的格局，大概率会出现前高后低的 M 型小幅贬值。

图 5 美元指数周期趋势图（1971.01-2019.01）



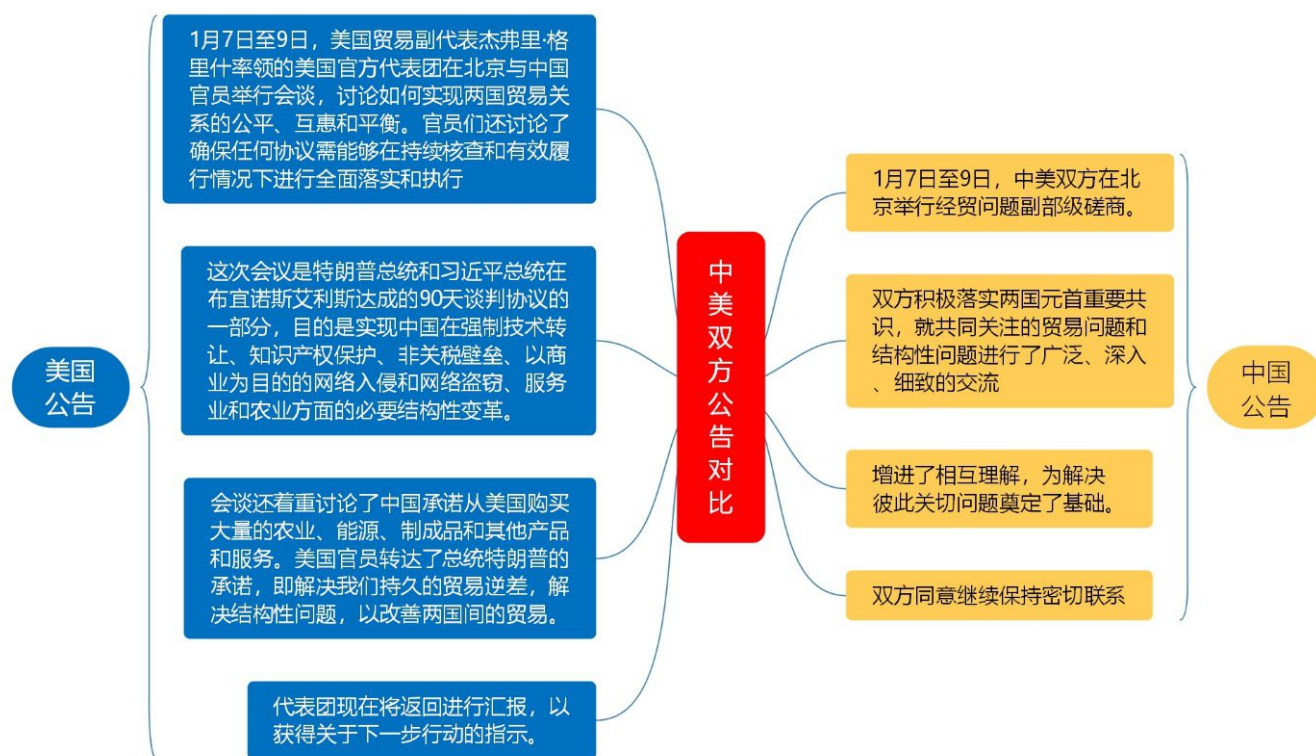
数据来源：WIND

#### 四、贸易政策：与中日欧谈判难度大，尚存不确定性

2019 年，贸易争端与谈判仍将是贯穿全年的重要主题。2019 年 1 月 7-9 日，中美副部长级贸易磋商在北京举行。美国副贸易代表格里什率领代表团与中国进行 90 天期限内首场面对面对谈判。从本次磋商公告来看，中美仍延续着双方元首 12 月 1 日在阿根廷 G20 峰会达成的协议稳步向前推进，顺利磋商也将为中美高级别会谈“解决彼此关切问题奠定了基础”。但美国在本次贸易磋商和谈判中也展现强硬的态度，我们可以看出美方本次磋商在“旧”的“推动中国结构性改革”目标基础上，首次提出了“新”的“确保有效落实”目标。我们认为中美贸易摩擦是中美关系的缩影，2019 年美国对华态度继续强硬或将决定中美贸易摩擦难以在短期内根本解决，美国彻底放弃加征关税的概率较小，但鉴

于贸易摩擦对两国经济金融已产生了诸多冲击，而美国经济增速持续放缓不利于特朗普的 2020 年连任，中美无法达成协议或继续升级恶化的概率也相对较小，中美达成阶段性共识或拉长磋商战线的“拉锯战”或将成为新常态。应美国财政部长姆努钦、贸易代表莱特希泽邀请，刘鹤副总理将于 1 月 30-31 日访美，与美方就两国经贸问题进行新一轮的磋商，本次磋商中美双方有望继续达成阶段性共识。

图 6 USTR 与中国商务部发布的公告对比



资料来源：USTR 和中国商务部。

在加征汽车税的威胁之下，日本与欧盟在 2018 年相继同意同美方展开双边贸易谈判，并于 2019 年初开始磋商。但美欧、美日贸易官员在汽车关税、农产品市场准入等关键议题上仍存在较大分歧，预计 2019 年美欧和美日贸易谈判难度较大，短时间内可达成的成果非常有限，原因有二：其一，美国希望将农

产品市场准入纳入美欧和美日的贸易谈判，但法国等欧盟农业大国为保护本地区农业利益和维护较高的农产品监管标准，反对将农业纳入任何美欧贸易谈判，虽然日本农业产值不到 GDP 的 1%，但日本农民却是自民党重要支持者，降低乃至废除农副产品关税会打击日本农民进而会影响到自民党选情和执政稳定性。其二，欧盟希望欧美都将汽车进口关税降至零，但美方并未接受这一提议，再加上欧盟成员国国情不同、诉求各异，短时间内可达成的成果非常有限。如果美欧、美日贸易谈判未能取得更大进展，特朗普政府可能在 2019 年将重启用惩罚性关税打击欧盟和日本汽车行业的计划，美欧贸易紧张局势可能再度升级。

### 五、监管政策：降低金融监管标准，加大国际监管协调难度

特朗普上任以来一直酝酿放松金融监管，参众两院通过了旨在放松金融监管的《经济增长、放松监管和消费者保护法》（以下简称《放松监管新法案》），并经特朗普于 2018 年 5 月 24 日签署正式成为了法律，是《多德—弗兰克法》实施以来的首次重大修订，大幅度地降低了审慎监管标准，这将会对美国经济、银行业经营和国际监管协调产生影响：一是短期内将有利于刺激美国经济增长。该法案以社区银行、信用联盟、储贷机构等为核心，在居民住房抵押贷款、中小银行监管标准以及小企业资本形成等方面具有较多的监管放松举措，有助于提高信用供给能力，促进美国资本形成和经济增长。二是有助于降低金融机构合规成本，中大型金融机构将是最大受益者。《放松监管新法案》的出台推动小型金融机构资本充足率、信息披露、合规监管、业务拓展以及“沃尔克规则”监管等的标准明显放松，其合规成本将大大降低，有利于小型金融机构的发展。此外，资产规模在 500 亿美元至 2500 亿美元的中大型金融机构由于可立即或稍晚豁免系统重要性审慎监管要求，将有利于它们再度从事高利润的业务并进行相应的业务拓展，中大型金融机构将成为最大受益者。三是冲击全球监管标准，使得国际监管协调更加困难。《放松监管新法案》的出台影响最为深远的改革就是以杠杆率标准代替了资本金充足率标准，其本质就是弱化了资本金充足



率的要求以及“巴塞尔新资本协议III”的监管标准性，将使得国际监管协调更加困难。另外，新法案体现出美国在国际监管协调上的强硬立场。新法案要求财政部、美联储、联邦保险办公室、证券交易委员会等全面评估保险业、资本市场、网络安全等国际监管协调对其国内的影响。

## 六、美国经济政策对中国的影响及我行对策

2019年美国特朗普政府经济政策或将对中国产生以下四方面影响：首先，美国扩张性财政政策将会继续加大美国的财政赤字和债务风险，中国所持有的美债贬值风险有所加大。其次，美联储加息趋缓将有助于减小中美利差，再加上美元趋弱，更加支撑人民币汇率的企稳反弹。再次，美国强硬的贸易政策成为全球最大的不确定性，中美贸易谈判的“和为贵”或将有助于缓解中美两国经济增速放缓压力，目前不确定性尚存。最后，美国放松金融监管有助于降低中资银行在美机构的合规成本，但需高度关注贸易摩擦向金融监管领域蔓延的趋势，防止美国监管当局对中资银行在美机构的“隐形”合规风险。在此背景下，建议我行采取以下应对措施。

### （一）全面加强和优化境外机构合规管理

鉴于全球各国监管当局加大对合规风险的关注，建议总行进一步加强合规经营理念，从集团层面研究对反洗钱、税务等普遍性问题的解决方案，全面加强和优化境外机构合规管理，提高境内外机构合规经营能力，确保与其业务范围、经营规模、风险特征以及监管要求相适应。一是加快我行合规管理体系的建设，提升我行合规管理水平，深入研究全球大型银行的合规管理案例，学习反洗钱、涉敏等重点领域的国际先进经验；二是不断优化境外机构的合规管理模式和管控机制建设，实现标准化、制度化、流程化、信息化；三是加强与所在国监管机构的沟通，高度重视合规和监管方面的整改意见，努力向最佳案例看齐；四是狠抓合规管理和责任的落实情况，切实加强境外合规管理团队的人才队伍建设和资源投入力度。



## （二）密切跟踪研究中美贸易摩擦及其后续影响

2018 年 12 月 1 日，加拿大应美方要求拘押华为公司 CFO 孟晚舟，随后中国政府拘捕三名在华加拿大公民，美国和加拿大对华态度趋向强硬。此外，对于中美贸易摩擦可能向科技战乃至更多的领域蔓延，我行应有充分的思想准备，做好风险防范预案。一是应加强对中美贸易摩擦可能演变趋势的研究和跟踪；二是及时梳理对美出口及上下游的企业客户，对其经营状况和对美贸易状况进行摸底排查，防范因中美关系恶化导致企业经营状况恶化，从而加大对我行的违约风险。

## （三）及时研判并采取措施应对美联储等全球央行货币政策最新变化

在美联储持续推动加息和缩表的带动下，欧洲央行、英国央行等货币当局纷纷开启货币政策正常化进程，几大货币当局的同向行动或将导致全球资金流向的逆转和投资偏好的改变。建议我行：一要及时跟踪美联储等全球央行货币政策最新变化，把握美元及美国实际利率上行导致的全球资产重新估值趋向，集团层面应进一步优化全球资产负债结构配置，提早做好风险防范预案，适时调整自营交易及代客理财领域的资产配置策略。二要准确研判后续美元汇率变化趋势，及时优化美元与非美货币资产、负债结构和期限匹配度，注意运用多种金融工具对冲汇率风险。三是密切监测股市、债市、金价、油价的波动情况，特别是美债收益率出现倒挂现象预示金融产品的价值需要重估，面临的利率、汇率、市场风险较大，需要更稳妥地进行资产调配。