

# 研究报告

2017年第127期

2017.12.5

报告执笔:

郭可为

邮箱:

guokewei@icbc.com.cn

## “鲍威尔时代”的美联储是“鹰”还是“鸽”？

### 要点

- ▶ 鲍威尔作为美联储主席候选人，有三大特征值得关注：第一，他并非经济金融科班出身，主要学术背景是政治学和法学。第二，他有着丰富的华尔街工作经历。第三，他具有丰富的制定财政政策和货币政策的经验。
- ▶ 鲍威尔被提名的主要原因：首先，货币政策观点温和中立，属于美联储理事中的主流派。其次，政治立场、货币政策观点被特朗普政府所认可。第三，是市场可接受的人选。第四，美国经济形势需要温和基调的美联储。
- ▶ 特朗普为了更好地推动货币政策与其财政政策相配合，可能会把未来美联储理事会构建成一个中间派和鹰派理事成员较多，鸽派成员占据少数的格局。
- ▶ 未来美联储货币政策倾向：第一，继续推进货币政策正常化，但节奏和力度可能会弱于预期。第二，12月加息概率较高，预计2018年再加息3次。第三，继续渐进式缩表，2.4至2.9万亿美元可能是最终区间。第四，适度放宽金融监管。
- ▶ “鲍威尔时代”的美联储货币政策的影响主要有：首先，美联储中性的货币政策和放松监管有望增强美国经济的外生动力。其次，继续引导全球货币政策趋向收紧。第三，对中国经济与人民币汇率的冲击应可控。

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。

## “鲍威尔时代”的美联储是“鹰”还是“鸽”？

2017年11月20日，美国联邦储备委员会主席珍妮特·耶伦（Janet Yellen）致信美国总统特朗普，辞去美联储主席职务一职，同时提前6年辞去美联储理事职位。这宣告了美联储的“耶伦时代”将在2018年2月3日正式结束，而特朗普提名的杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）有望在同日宣誓就任美联储主席一职。“鲍威尔时代”即将来临，美联储未来货币政策走向何方？影响几何？本文将尝试一一解答。

### 一、鲍威尔其人及被提名的主要原因

#### （一）鲍威尔其人

鲍威尔出生于1953年，个人履历丰富，有三大特征值得关注：

**第一，鲍威尔并非经济金融科班出身，主要学术背景是政治学和法学。**如果总统提名获得参议院确认，鲍威尔将成为美联储自上世纪80年代以来首位没有获得经济学博士学位的主席。而上一任非经济学博士的美联储主席威廉·米勒（任期1977年-1979年）曾令美国在过度宽松的货币政策下遭遇恶性通胀，上任18个月后被解雇。因此，在宏观经济、金融理论相对不足的情况下，鲍威尔未来很可能将更重视与美联储理事会和12个地方联储主席的沟通与协调。

**第二，鲍威尔有着丰富的华尔街工作经历。**他长期在投资银行工作，深谙行业经营之道，并积累了较大规模的个人财富，是当前联邦储备委员会中最富有的成员，这可能会坚定他维护金融市场投资者财富价值的政策倾向。

**第三，鲍威尔具有丰富的制定财政政策和货币政策的经验。**他曾在1990年至1993年担任财政部的助理部长与副部长，还得到了特朗普政府财政部长史蒂文·姆努钦（Steven Mnuchin）的大力支持，对财政政策的运行机制有很深入的理解。鲍威尔于2012年回归央行系统，担任美联储理事、联邦公开市场委员会（The Federal Open Market Committee，简称FOMC）委员，迄今已有五年，成为在财政部、美联储都具有丰富工作经历的跨界型管理者。



表 1 鲍威尔简历

时间	学习/工作经历
1971-1975 年	就读于普林斯顿大学政治系，获得政治学士学位
1976-1976 年	为宾夕法尼亚州参议员 Richard Schweiker 担任一年立法助理
1976-1979 年	就读于乔治城大学法律系，获得法律博士学位
1981 年起	分别在两家律所担任律师职务
1984 年	加入投行 Dillon, Read & Co.，一路升职至副总裁
1990 年	加入美国财政部
1992 年	由时任总统老布什提名，升任财政部国内金融事务助理
1993 年	离开财政部，并辗转于信孚银行和投行 Dillon, Read & Co、The Carlyle Group 工作
1997-2005 年	鲍威尔进入凯雷投资集团工作，并成为其合伙人。凯雷投资集团是一家全球性另类资产管理公司，具有千亿美元的资产规模。
2008 年	成为私募股权投资公司 Global Environment Fund 的合伙人。
2010 年	华盛顿智库两党政策研究中心担任访问学者
2012 年 5 月	由奥巴马总统提名，成为美联储理事，2014 年 6 月 16 日宣誓连任，任期至 2028 年 1 月 31 日。
2017 年 11 月	由特朗普总统提名为下任美联储主席，提交参议院投票

资料来源:作者根据公开资料整理

## (二) 鲍威尔被提名的主要原因

首先，鲍威尔货币政策观点温和中立，属于美联储理事中的主流派。鲍威尔与耶伦的保守、谨慎、中性的风格比较相似，在担任美联储理事 5 年多的时间里，在 40 余次议息会议中从未投过反对票。他在表达有关对货币政策观点时相对谨慎，但其观点一般均与美联储内部的主流意见相一致。鲍威尔是个低调的实用主义者，看重团队，而其他候选人——沃尔什(Kevin Warsh)和泰勒(John Taylor)则在加息等问题上更加激进。因此，鲍威尔担任主席在美联储内部基本不存在障碍。

其次，鲍威尔的政治立场、货币政策观点被特朗普政府所认可。鲍威尔是目前唯一一位与特朗普同属共和党阵营的美联储理事，财政部和美联储的双重经历使特朗普对未来的财政与货币政策的相互协同抱有期待。此外，特朗普也需要美联储放松金融监管来进一步刺激美国经济增长。鲍威尔也对放松金融监

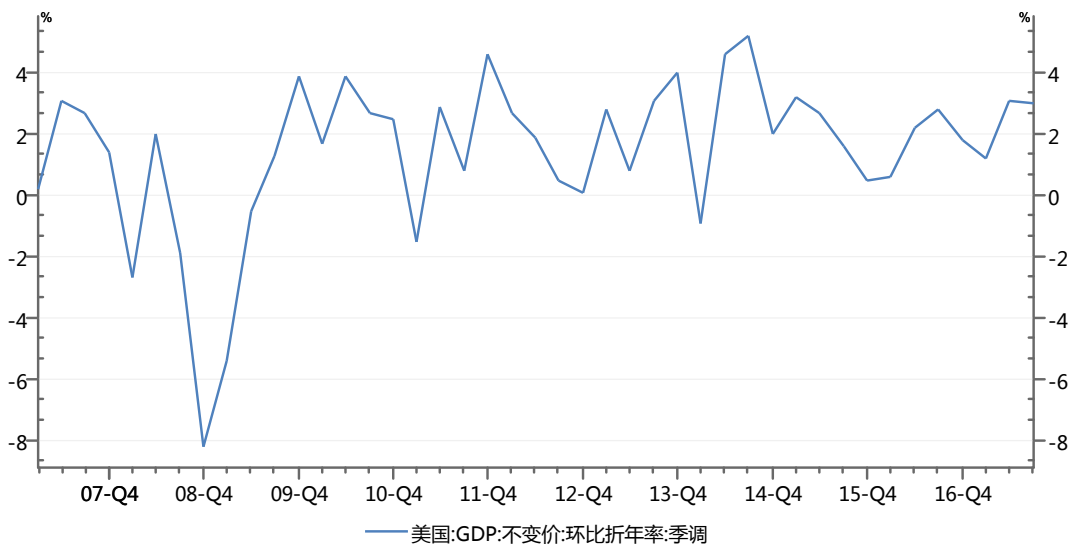
## “鲍威尔时代”的美联储是“鹰”还是“鸽”？

管持支持态度。因此，提名鲍威尔接任美联储主席更有利于特朗普整体政策方略的实施。

**第三，鲍威尔担任美联储主席也是市场可接受的人选。**由于秉持着一贯温和的货币政策立场，华尔街也对鲍威尔赞誉有加。市场普遍认为鲍威尔领导下美联储能保持“耶伦时代”货币政策的方向，但有可能会放松银行监管，因此对特朗普提名鲍威尔持支持态度。

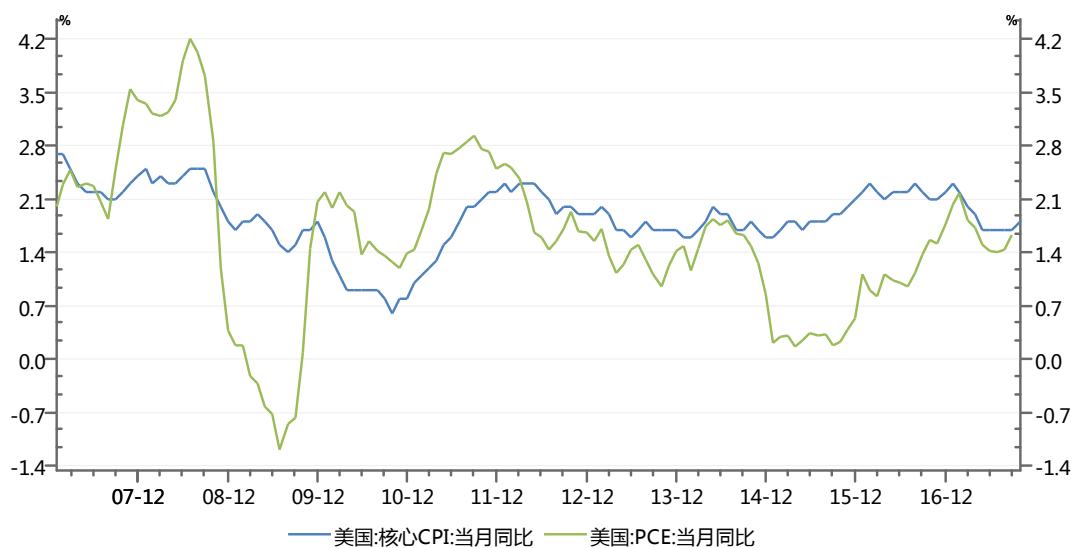
**第四，美国经济形势需要温和基调的美联储。**美联储自2015年12月启动加息以来的一系列货币政策决策和操作是比较成功的，美国经济实现了稳健增长。2017年前三季度GDP同比增长1.2%、3.1%和3%，创造了最近三年来连续两个季度GDP增长达到3%的记录。同时美国国内失业率创下了17年的新低，股市也屡创新高。美中不足的是目前美国核心通胀仍远低于2%的政策目标，特朗普希望继续维持低利率以及货币政策的温和基调，而鲍威尔与特朗普在这方面有共识。

图 1 美国 GDP 不变价环比折年率走势（2007 年至 2017 年第三季度）



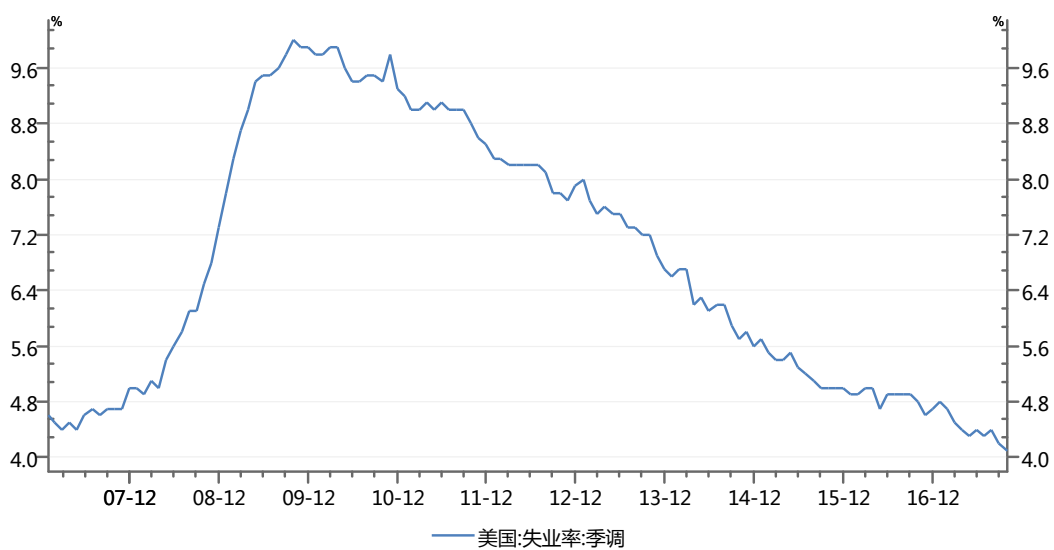
数据来源:Wind资讯

图 2 美国核心 CPI 与 PCE 同比增长率走势（2007 年至 2017 年 10 月）



数据来源:Wind资讯

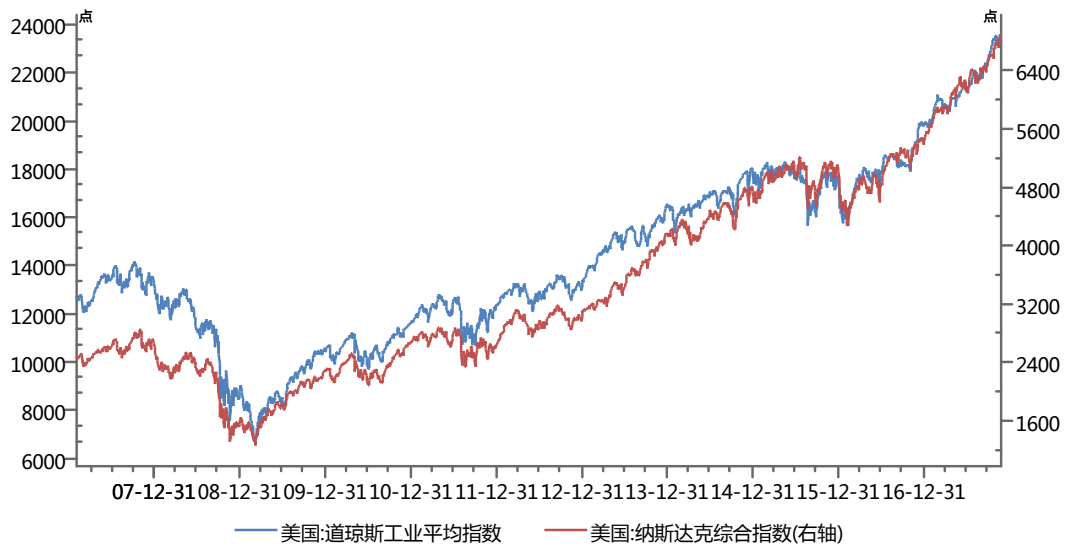
图 3 美国失业率走势 (2007 年至 2017 年 10 月)



数据来源:Wind资讯

图 4 美国道琼斯工业指数和纳斯达克指数 (2007 年至 2017 年 11 月 24 日)

## “鲍威尔时代”的美联储是“鹰”还是“鸽”？



数据来源:Wind资讯

### 二、“鲍威尔时代”货币政策展望

鲍威尔作为美联储内温和的中间派，将基本延续“耶伦时代”渐进式加息和缩表政策，但特朗普可能会提名更多的鹰派人士进入美联储以影响未来货币政策的方向。未来美联储将继续推进货币政策正常化，但节奏和力度可能会弱于预期，金融监管也将适度放松。

#### (一) 未来美联储人事格局的“鹰鸽”研判

目前美联储内部存在多个人事空缺，特朗普对这些空缺的提名人选将对未来美联储货币政策走向有着重要影响。2017年，美联储副主席丹尼尔·塔鲁诺（Daniel Tarullo）、史丹利·费希尔（Stanley Fischer）已经先后离职。2018年，耶伦和FOMC副主席、纽约联储主席威廉·杜德利（William Dudley）也将先后提前退休。届时，目前的美联储理事会理事将只剩下3人，即主席鲍威尔（待国会确认），副主席兰德尔·夸尔斯（Randal Quarles），理事莱尔·布雷纳德（Lael Brainard），这意味着存在一个副主席和另外三名理事共四个职位空缺。



表 2 美联储理事会人员构成

	美联储理事会	到期时间	未来的美联储理事会
主席	耶伦	2018 年 2 月 3 日	鲍威尔（待国会确认）
副主席	夸尔斯	2021 年 10 月 13 日	夸尔斯
副主席	空缺		空缺
理事	鲍威尔	2028 年 1 月 31 日	空缺
理事	布雷纳德	2026 年 1 月 31 日	布雷纳德
理事	空缺		空缺
理事	空缺		空缺

特朗普正在着手填补美联储空缺岗位。前财政部副部长兰德尔·夸尔斯（Randal Quarles）已于 10 月 13 日担任美联储负责银行监管的副主席。夸尔斯曾在 2005 年至 2006 年间任财政部副部长，他属于建制派共和党人，反对奥巴马拆分大银行，支持削减对银行的监管，同时也是零利率政策的批评者。

美联储另外一个副主席的候选人首推以“泰勒规则”闻名的斯坦福大学经济学教授泰勒（John Taylor）。“泰勒规则”要求根据通胀和经济产出的水平设定一个特定的利率，关键利率最低可达 1.9%，最高达 3.5%，由此可看出他的立场更偏向鹰派。

加里·科恩（Gary Cohn）、凯文·沃什（Kevin Warsh）还有马尔文·古德弗兰（Marvin Goodfriend）都有可能成为美联储理事会的新成员。科恩现任美国国家经济委员会主任，曾长期担任高盛总裁兼首席运营官。科恩认同美国现行金融监管政策，强调这是延续融资能力的根本。沃什作为前美联储主席伯南克的得力帮手，曾在 2010 年 11 月对美联储第二轮量化宽松政策提出批评，进而辞职，因而其政策主张也属鹰派。古德弗兰曾担任里士满联储研究部门主管，一直以来都对美联储在 2007-2009 年期间为应对金融危机而采取的非常规刺激措施持批评意见，因此被视为鹰派代表。

综合以上分析，特朗普为了更好地推动货币政策与其财政政策相配合，可能会把未来美联储理事会构建成一个中间派主席鲍威尔，两个鹰派副主席夸尔

## “鲍威尔时代”的美联储是“鹰”还是“鸽”？

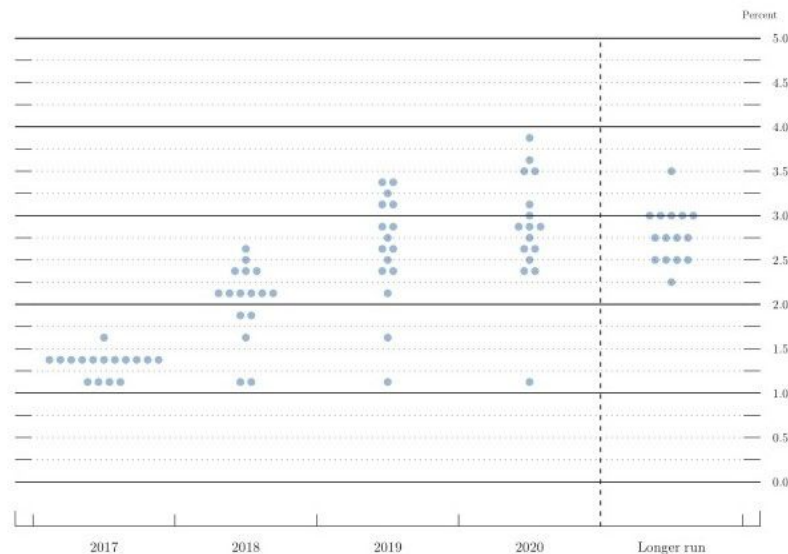
斯和泰勒，中间派和鹰派理事成员较多，鸽派成员占据少数的格局。

### （二）未来美联储货币政策倾向

**第一，继续推进货币政策正常化，但节奏和力度可能会弱于预期。**从鲍威尔的货币政策理念看，他支持继续加息和渐进式缩表，这延续了耶伦货币政策思想。但鲍威尔必须考虑到特朗普政府的施政思路。特朗普最为重视的就是经济增长和增加就业，因此不希望看到美元走强，对出口不利，也损害就业，而且加息过快也会增加政府债务负担，对特朗普推行宽松的财政政策造成不利影响。因此，未来美联储很有可能继续以温和的方式逐步实现货币政策正常化，但加息的节奏可能会慢于预期，缩表的力度和最终规模也将小于预期。

**第二，12月加息概率较高，预计2018年再加息3次。**从短期来看，美联储12月份再次加息是大概率事件。主要原因是目前的美国的经济形势没有发生太大的变化，美联储9月份议息会议公布的利率点阵图预计今年有3次加息。而11月议息会议声明中，美联储认为尽管飓风造成干扰，经济仍然以稳健增速上行，显示美联储对经济和就业的评价偏正面。综上所述，耶伦在卸任前完成年内第3次加息的可能性很大。

图 5 美联储 FOMC2017 年 9 月议息会议点阵图

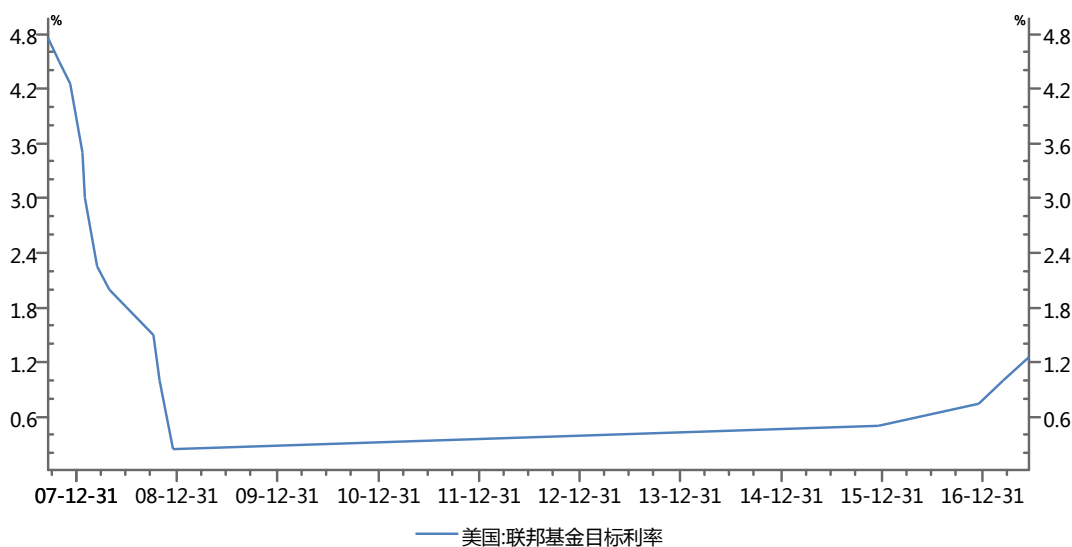






从中期来看，2018 年可能再加息 3 次，与 9 月议息会议的利率点阵图保持一致。鲍威尔和耶伦近期都公开表示，尽管核心通胀暂时低于 2% 目标，但中期有望回升至 2% 附近并维持稳定。如果 2017 年如期完成第 3 次加息，2018 年美国经济和就业持续改善，通胀出现回升，那么全年再加息 3 次的概率就较高。不过，包括摩根大通在内的投行认为，美国经济回暖和延续政策连续性可能会使美联储在 2018 年上调利率四次。当然，美联储的加息节奏也随着经济基本面的变化而变化。耶伦曾表示，如果经济再度陷入困境，不排除重新启用非常规货币政策，这一策略应同样适用鲍威尔执掌的美联储：如果经济的强势复苏和扩张性的财政政策加速通胀回升，那么 2018 年加息 4 次的可能性也同时存在。如果经济基本面恶化，那么 2018 年加息少于 3 次也并不令人意外。

图 6 美国基准利率



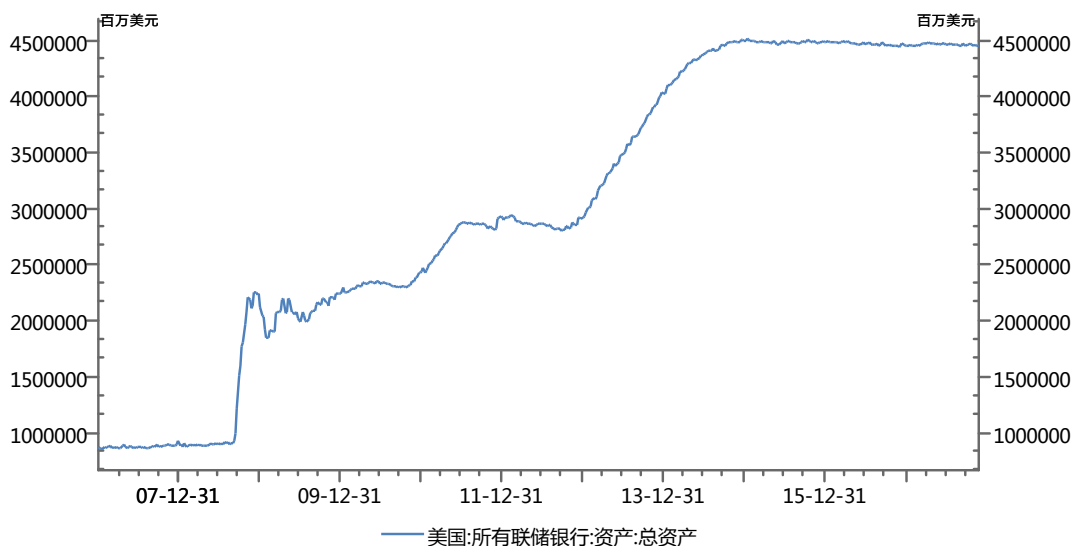
数据来源:Wind资讯

第三，继续渐进式缩表，2.4 至 2.9 万亿美元可能是最终区间。鲍威尔支持渐进式缩表，但强调循序渐进。他在近期的公开讲话中提到：“只要美国经济大致按预期的方式发展，货币政策的正常化都应该坚持循序渐进”，“美联储

## “鲍威尔时代”的美联储是“鹰”还是“鸽”？

资产负债表的收缩预计也会逐步进行，缩表规模上限应该缓慢上调”。目前公布的缩表计划是，2017年四季度每月缩表100亿美元，2017年全年缩表300亿美元，2018年一二三四季每月缩表200、300、400、500亿美元，2018年全年缩表4200亿美元。根据2018年具体情况，如果美国经济继续维持复苏态势，可能逐步增加每月缩表规模。至于美联储缩表的最终规模，鲍威尔也明确表态，美联储的资产负债表可能不会低于2.4万亿美元，但可能不会高过2.9万亿美元。我们可以将2.4-2.9万亿美元作为美联储缩表后的最终区间。

图 7 美联储总资产走势



**第四，适度放宽金融监管。**对于金融监管的态度是鲍威尔和耶伦最大的分歧，耶伦一直反复强调金融监管的重要性，与特朗普的意愿相悖。此外，大力推荐鲍威尔的美国财政部长姆努钦也明确表示应当放宽金融监管。未来，在特朗普、姆努钦和鲍威尔三个关键实权人物的推动下，由共和党控制的国会极有可能出台放宽金融监管的法案，特朗普调动金融体系进一步支持实体经济发展的意愿应能实现。



### 三、“鲍威尔时代”美联储货币政策的影响

首先，美联储中性的货币政策和放松监管有望增强美国经济的外生动力。我们预计，“鲍威尔时代”的美联储货币政策将延续既定的路径，即逐步加息，渐进式地缩表。但鲍威尔明确的“保增长”政策倾向以及暗示监管政策将有所放松，美联储对收紧货币政策可能会更加谨慎。此外，特朗普税改细则正式公布，税改落地的可实现性进一步提高。我们预计美联储换帅之后的中性货币政策、放松监管政策，减税的政策组合有望增强未来美国经济增长的外生动力。

其次，继续引导全球货币政策趋向收紧。鉴于鲍威尔当选无碍美联储加息走向，美联储货币政策的外溢性影响将更加突出。美联储自 2015 年 12 月以来至 2017 年 11 月已加息四次，并开启缩减资产负债表计划。2017 年以来，其他主要经济体货币也开始跟随美联储货币政策步伐。欧洲央行决定从 2018 年起开始缩减 QE 规模，加息预计要到 2018 年末甚至 2019 年上半年；英格兰央行 11 月初启动了十年来的首次加息，未来 2 年内大概率只会再加 2 至 3 次；日本央行今年下半年已逐步缩减购买国债的规模，但负利率转向的迹象尚难看到。尽管各大经济体货币政策收紧的步伐较慢，但趋势一旦形成就会持续较长时间，全球货币政策在美联储的带领下进入紧缩周期已是大概率事件。

第三，对中国经济与人民币汇率的冲击应可控。美国货币政策将对中国产生溢出效应，并从利率、汇率、资本流动等渠道体现。目前我国经济保持稳健增长，出口、投资、消费三大引擎运行基本稳定，未来国内经济形势因美联储货币政策影响而发生恶化的概率很小。央行通过实施稳健中性的货币政策，加强跨境资金流动监测和宏观审慎管理，人民币汇率大幅波动的可能性较小。预计未来人民银行将通过灵活审慎操作维持稳增长、防风险、稳汇率等目标的动态平衡。