

美国经济

超预期幅度降息但指引偏鹰

美联储以超预期 50 个基点降息开启宽松周期，在决议声明中强调就业目标，显示防止就业市场进一步放缓的决心。点阵图对美国经济预测仍然乐观，小幅下调对今年 GDP 增速和今明两年 PCE 通胀预测，小幅上调对今明两年失业率预测，预测更多降息从明年前移至今年。鲍威尔在记者会上释放鹰派信号，强调此次降息是预防性措施，并不意味着未来继续大幅降息。美股冲高回落，国债收益率和美元指数先跌后涨，部分投资者选择“卖事实”。此次降息将提振经济预期和资产价格，但可能延长通胀降至目标的时间。预计美联储今年可能仍有 2 次合计 50 个基点降息，明年可能有 4 次合计 100 个基点降息。美元降息将增加国际流动性供应，降低国际资金成本，推动收益率曲线陡峭化。美元降息将随着美欧和美日经济增速差收窄，可能带动美元指数温和回落，利好新兴市场货币与股市，但利好程度仍要看新兴市场自身经济基本面和投资回报率前景。美元降息周期将提振人民币汇率，减轻汇率对中国利率政策制约，对港股提振作用大于 A 股。

- **美联储超预期幅度降息，但指引偏鹰派。** 美联储在 9 月议息会议宣布降息 50 个基点，联邦基金利率目标降至 4.75%-5%。FOMC 决议声明称“委员会致力于支持充分就业以及让通胀回到 2% 目标”，将就业目标置于通胀目标之前，显示防止就业市场大幅放缓的决心。点阵图对美国经济预测依然乐观，今年 GDP 增速预测从 2.1% 下调至 2%，明年 GDP 增速预测维持在 2%，今明两年 PCE 通胀预测分别从 2.6% 和 2.3% 降至 2.3% 和 2.1%，核心 PCE 通胀预测分别从 2.8% 和 2.3% 降至 2.6% 和 2.2%，失业率预测分别从 4% 和 4.2% 升至 4.4% 和 4.3%。多数官员认为年内再降息 50 个基点（9 位）或 25 个基点（7 位），少数官员认为年内不再降息（2 位）和再降息 75 个基点（1 位），对今年底和明年底联邦基金利率的预测中值分别为 4.4% 和 3.4%。鲍威尔在记者会释放偏鹰派信号，他表示本次降息是预防性措施，并不意味着 50 个基点降息是新的节奏。他重申缩表将继续，因银行储备流动性依然充足。
- **此次降息幅度存在争议。** 市场对此次降息幅度存在较大争议，FOMC 利率决定也自 2005 年 9 月以来首次出现反对票。一周前 CME 观察工具显示市场预期此次降息 50 个基点概率仅为 34%，但很快《华尔街日报》和《金融时报》资深美联储报道记者发文暗示降息 50 个基点可能性，市场对降息 50 个基点概率快速升至 63%。从历史经验来看，以 50 个基点降息开启宽松周期往往对应经济衰退风险或金融危机威胁，但目前美国经济放缓仍属温和，距离衰退仍有安全距离。目前经济环境更像 1995 年，当时美联储选择以 25 个基点开启宽松周期。美联储选择超预期幅度降息一定程度上是希望追赶市场曲线，弥补 7 月的该降而未降，应对就业市场过快放缓风险。
- **降息空间并未大幅增加，只是更多降息前移至今年。** 降息空间取决于经济走势尤其是核心通胀和失业率状态。预计美国经济将从去年的过热转为今年的降温，未来可能趋冷，因就业放缓、收入增速下降和消费信贷紧缩。但美国经济仍有望避免衰退，因家庭资产负债表稳健，各经济部门周期不同步，滚动式收缩或扩张降低同步叠加带来衰退风险。除非经济超预期恶化，否则美联储降息空间相比之前预期并未大幅增加，只是更多降息前移至今年，所以短期收益率下降明显，但长期收益率变化不大，因为已提前反映降息周期。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

预计美联储今年可能仍有 2 次合计 50 个基点降息，明年可能有 4 次合计 100 个基点降息。

- **美元降息对大类资产的影响。**降息将降低美元债基和短期国债的收益率，但对长期国债收益率影响相对较小。长期国债收益率可以拆解为短期国债收益率+期限利差。降息降低短期国债收益率，但通过提振远期经济前景提升期限利差，所以期限越长的国债收益率降幅越小，收益率曲线不断陡峭化。随着降息进入后期，未来降息空间变得有限，远期经济前景改善更加明显，长期国债收益率将率先企稳回升。高收益债收益率可以拆解为无风险利率（同期限国债收益率）和信用风险溢价，降息会降低无风险利率，但降息初期伴随经济放缓可能推升信用利差，对降息正面作用有抵消作用，所以高收益债价格可能先跌后涨。降息对美股具有类似影响，降息初期经济放缓风险可能抵消降息正面作用，待市场消化盈利预期下调风险后，股市可能开始对降息做出正面反应。此轮美元降息伴随美欧经济增速差缩小和美日利差收窄，美元指数可能温和下跌，利好新兴市场货币与股市，但利好程度仍要看新兴市场自身经济基本面和投资回报率前景。此轮美元降息将伴随美元和人民币利差收窄，或支撑人民币兑美元小幅反弹，而日元汇率反弹也将提振人民币汇率。美元降息总体利好 A 股和港股，对港股的提振作用大于 A 股。A 股市场中外资资金占比不到 5%，但美元降息有助于缓解人民币汇率对中国货币政策制约。港股市场中外资、香港本地和中国内地资金基本三分天下，美元降息可以直接降低外资资金成本，并通过港币联系汇率制度降低香港本地资金成本。

联储会议公告变化（9 月 vs. 6 月）：

Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have ~~moderated~~ **slowed**, and the unemployment rate has moved up but remains low. Inflation has ~~eased over the past year but remains somewhat elevated~~. In recent months, there has been some ~~made~~ further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective **but remains somewhat elevated**.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee **has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent**, and judges that the risks to achieving its employment and inflation goals ~~continue to move into better~~ **are roughly in balance**. The economic outlook is uncertain, and the Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.

In support ~~light~~ of its goals **the progress on inflation and the balance of risks**, the Committee decided to ~~maintain lower~~ the target range for the federal funds rate ~~at 5-1/4 to 5-1/2 percent~~ **by 1/2 percentage point to 4-3/4 to 5 percent**. In considering ~~any~~ **additional** adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. ~~The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent~~. In addition, ~~the~~ **The** Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to **supporting maximum employment and** returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Thomas I. Barkin; Michael S. Barr; Raphael W. Bostic; ~~Michelle W. Bowman~~; Lisa D. Cook; Mary C. Daly; ~~Austan D. Goolsbee~~ **Beth M. Hammack**; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; and Christopher J. Waller. ~~Austan D. Goolsbee voted as an alternate member~~ **Voting against this action was Michelle W. Bowman, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point** at this meeting.

图 1: 经济预测摘要

	预测会议	2024	2025	2026	2027	长期
联邦基金利率	9月	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9
	6月	5.1	4.1	3.1		2.8
失业率	9月	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
	6月	4	4.2	4.1		4.2
实际GDP增速	9月	2	2	2	2	1.8
	6月	2.1	2	2		1.8
PCE通胀	9月	2.3	2.1	2	2	2
	6月	2.6	2.3	2		2
核心PCE	9月	2.6	2.2	2	2	
	6月	2.8	2.3	2		

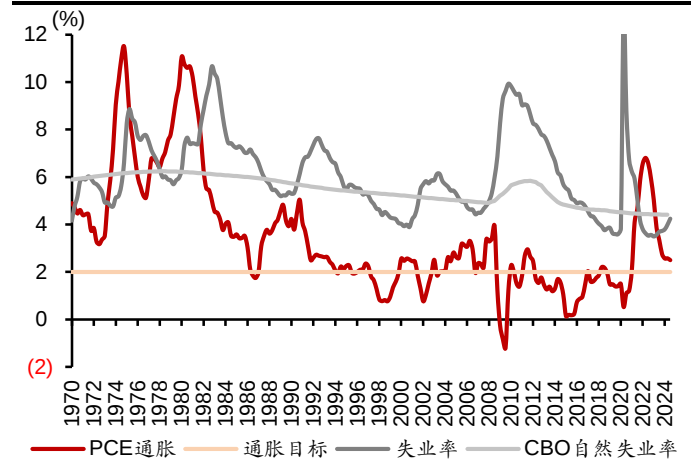
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 2: 泰勒规则估计的政策利率合宜目标

(%)	中性实 际利率	自然失 业率	基准情景			乐观情景			悲观情景		
			核心PCE 通胀	失业率	政策利 率	核心PCE 通胀	失业率	政策利 率	核心PCE 通胀	失业率	政策利 率
4Q23	1.50	4.30	3.20	3.70	5.90	3.20	3.70	5.90	3.20	3.70	5.90
1H24	1.50	4.30	2.80	3.90	5.10	2.80	3.90	5.10	2.80	3.90	5.10
2H24	1.50	4.30	2.60	4.20	4.50	2.70	4.00	4.85	2.50	4.40	4.15
2025	1.50	4.30	2.20	4.40	3.70	2.40	4.20	4.20	2.00	4.60	3.20

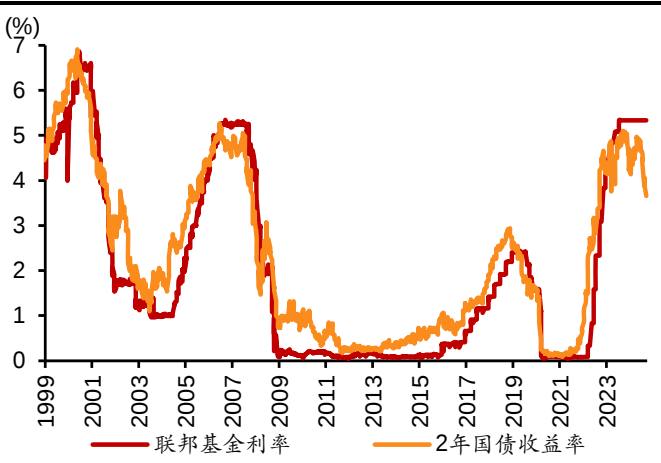
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 3: 美联储双重目标实现情况



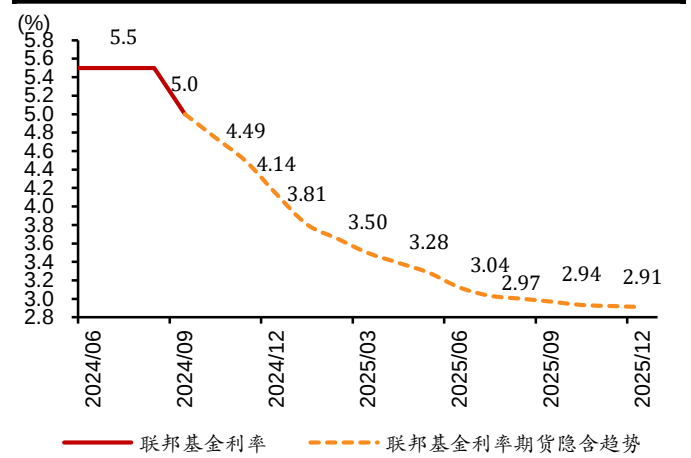
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 4: 美国 2 年国债收益率反映政策利率预期



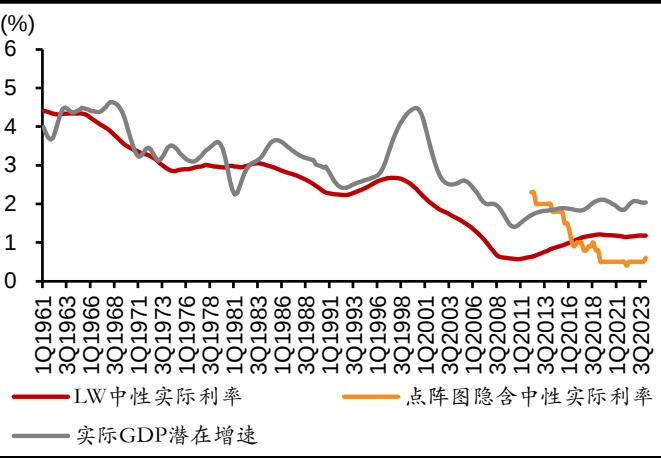
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 5: 货币市场对政策利率趋势预期



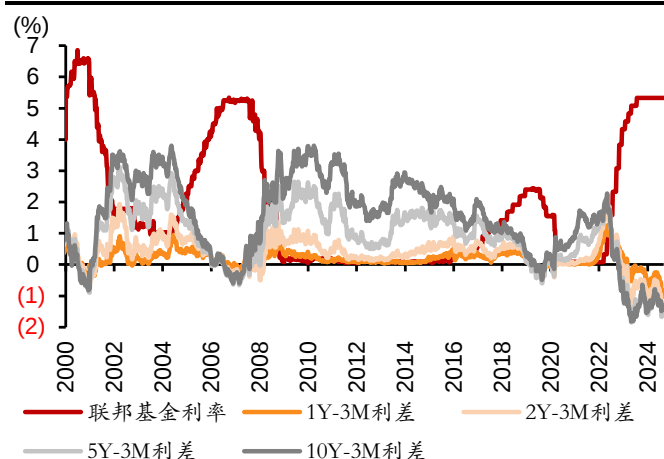
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 6: 中性实际利率与实际 GDP 潜在增速



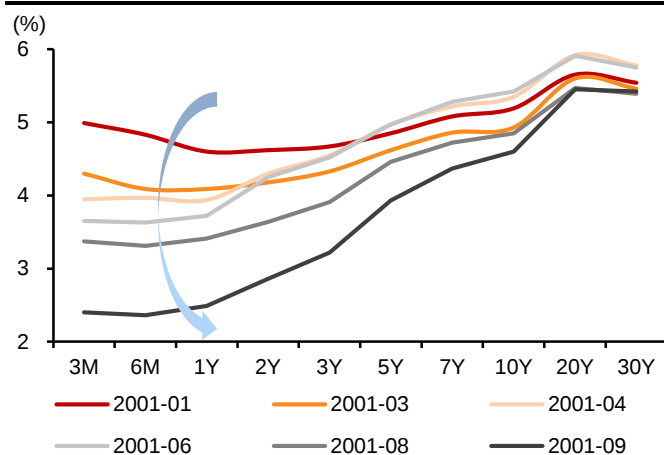
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 7: 联邦基金利率与国债期限利差



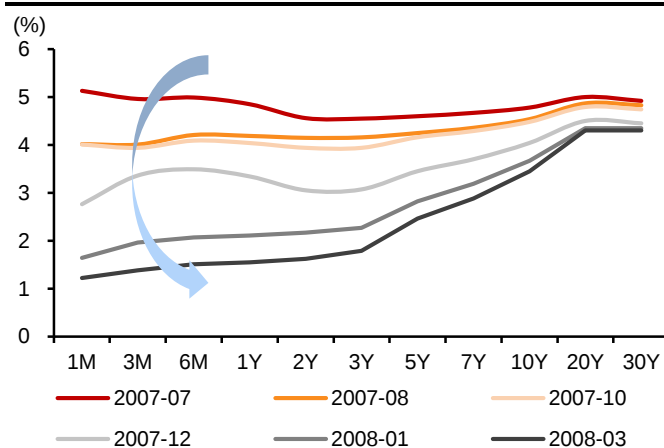
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 8: 2001 年降息周期中收益率曲线陡峭化



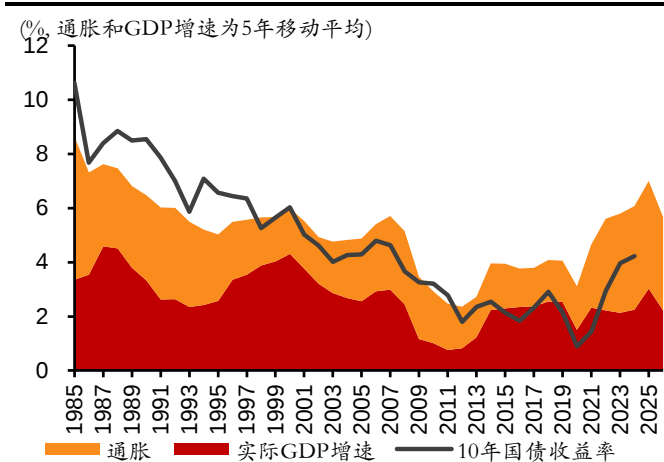
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 9: 2H2007-1H2008 年降息周期中收益率曲线陡峭化



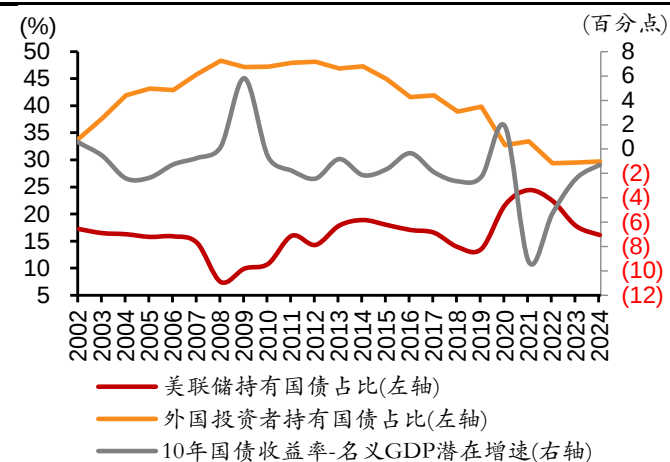
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 10: 10 年国债收益率与名义 GDP 增速中期走势



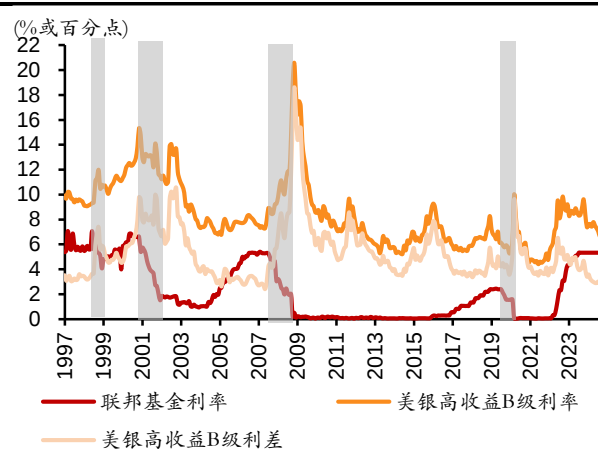
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 11: 美联储和外国持有国债占比



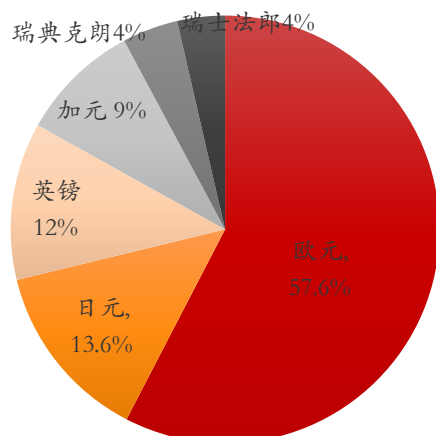
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 12: 降息周期中高收益债利率和风险溢价变化



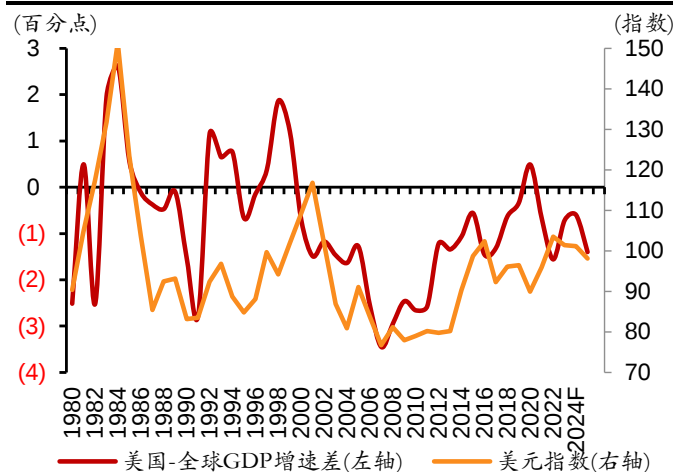
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 13: 六大货币在美元指数中权重



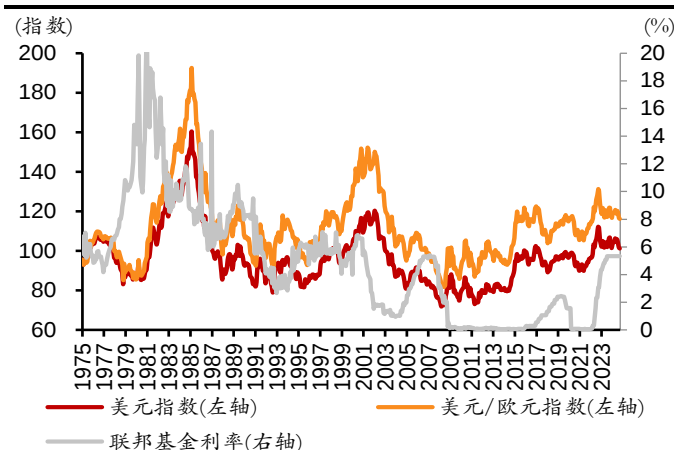
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 14: 美国经济相对强弱与美元指数



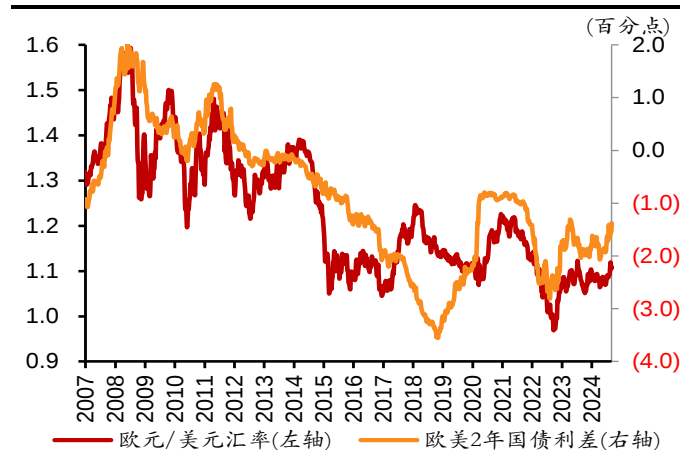
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 15: 美元指数、美元/欧元指数与联邦基金利率



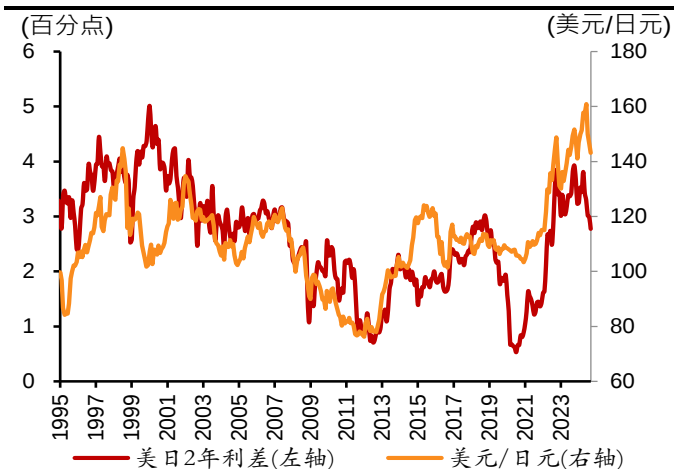
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 16: 欧元/美元汇率与国债利差



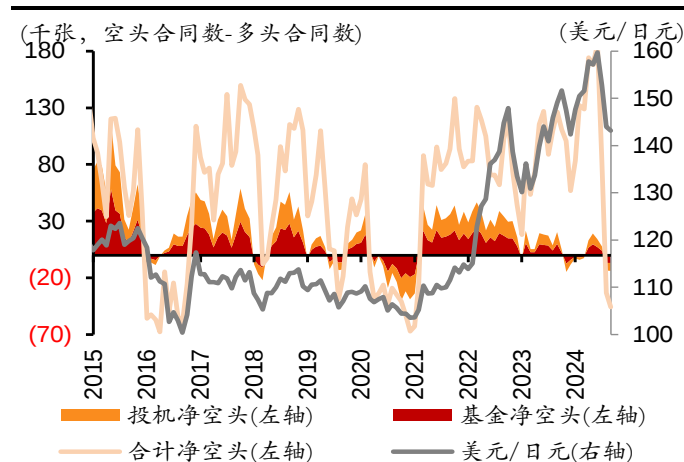
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 17: 美日利差与汇率



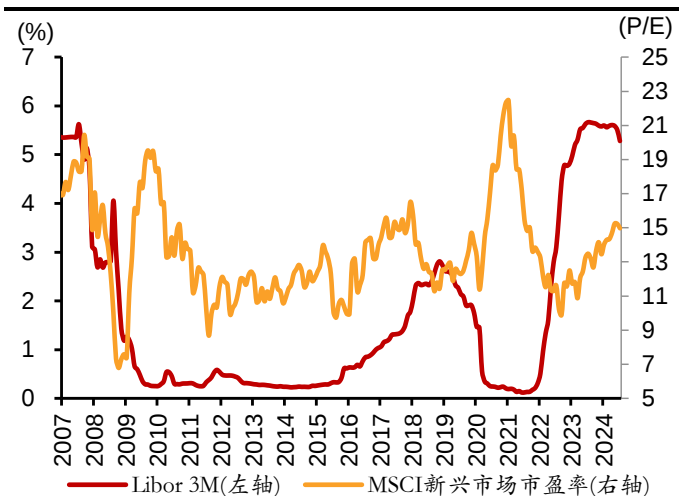
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 18: CME 日元非商业净空头与美元/日元走势



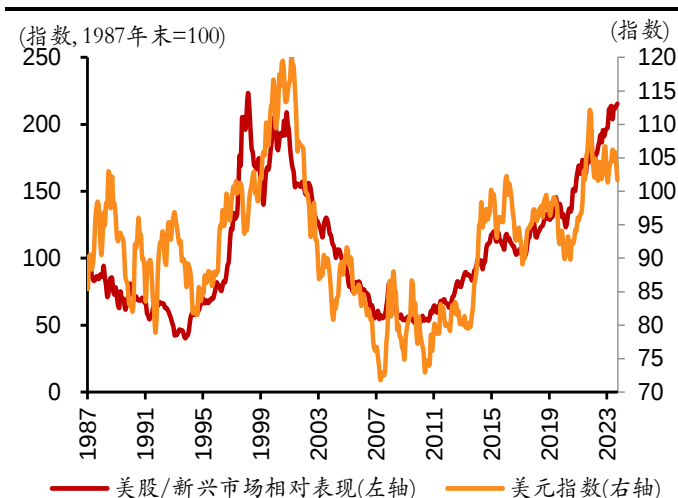
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 19: 美元利率与新兴市场股票市盈率



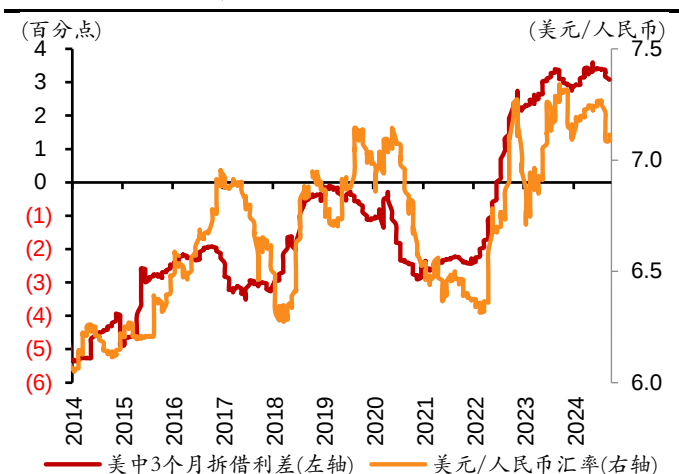
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 20: 美元指数与美股/新兴市场相对表现



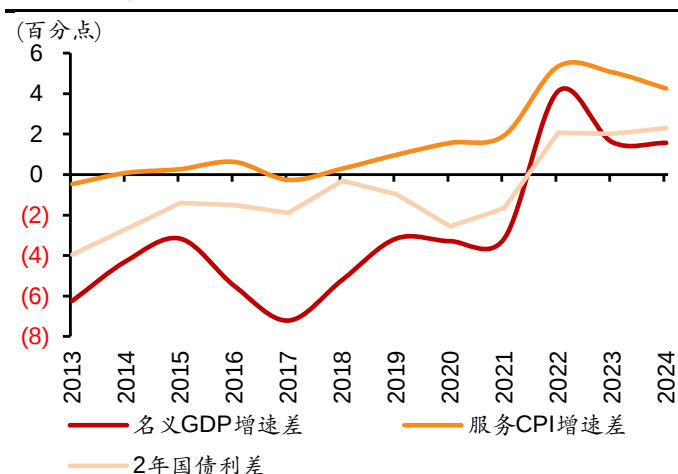
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 21: 美元/人民币利差与汇率



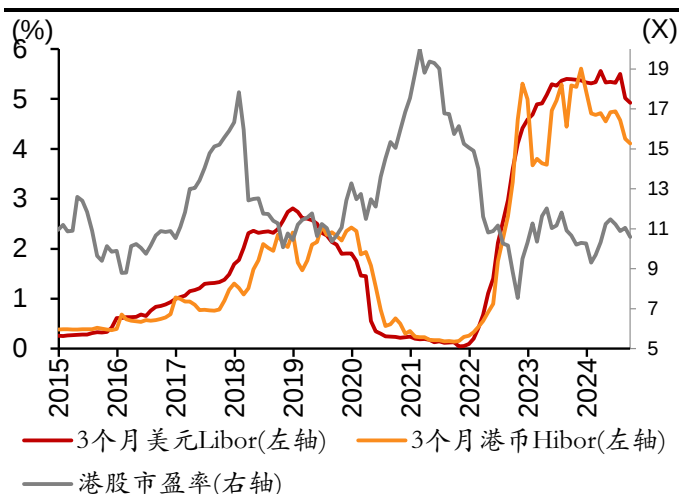
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 22: 美中名义GDP增速差、服务通胀差与国债利差



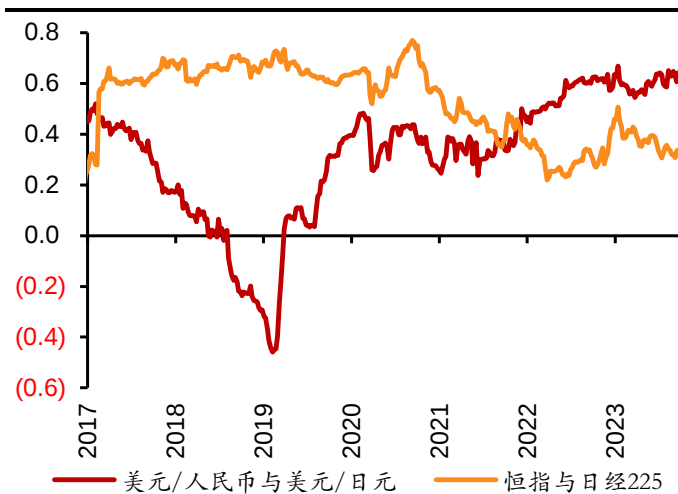
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 23: 美元&港币利率与港股市盈率



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 24: 人民币与日元、港股与日股收益率相关性



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。