

“漸進加息”暫停，“定量縮表”待定

—— 2019年1月美聯儲會議點評

美東時間1月30日，美聯儲發布1月議息會議聲明。議息會議結束後，美股和美債大幅走高，美元指數快速下跌。我們分析了此次聲明的要點及其政策意義：

- ❖ **美聯儲認為美國經濟增長動能減弱，不確定性懸而未決（unresolved）。**從基調上看，1月FOMC議息會議聲明和鮑威爾在會後新聞發布會上的表態較去年12月有了明顯的反轉，主要表現在以下幾個方面：
 - (1) 會議聲明對經濟增長的表述由去年12月的“強勁”（strong）調整為“穩固”（solid），鮑威爾也指出近期企業和消費者信心有所回落，2019年的經濟增速將較上年有所放緩。
 - (2) 考慮到全球經濟增長放緩與油價下挫，1月會議聲明表示通脹壓力“減弱”（muted）。2018年8月以來，美國核心PCE價格指數同比增速已連續4個月位於2%聯儲目標的下方。
 - (3) 鮑威爾在會後的新聞發布會上表示去年4季度以來金融條件明顯收緊（tightened considerably），指向近期美國金融市場的波動對美聯儲加息決策造成了影響。
 - (4) 鮑威爾指出，美國經濟增長面臨的風險/不確定性包括英國脫歐、中美貿易談判以及美國政府停擺。美國政府剛剛於1月25日暫時結束了創紀錄的35天停擺，將開門三周，但若在此期間國會與特朗普未能就邊境安全問題達成一致，美國政府或將於2月中再度“關門”。
- ❖ **美聯儲加息按下暫停鍵，未來進程將“基於數據”（data-dependent）。**“耐心”（patient）是美聯儲近期與市場溝通的關鍵詞，亦出現在了1月FOMC會議的通稿之中。考慮到就業市場依舊表現強勁，未來通脹、全球經濟增長以及金融市場的數據表現將很大程度上左右美聯儲何時“重啟”加息。綜合來看，在目前美國利率水平已趨近中性利率的大背景下，我們預計美聯儲2019年上半年加息概率極低，或將於下半年擇機加息一次。
- ❖ **美聯儲合意資產負債表規模很可能將高於預期。**此次會議美聯儲亦表現了對其“定量縮表”計劃超預期的靈活性，單獨發布聲明表示已有準備（prepared to）鑒於經濟和金融形勢的發展調整縮表的進程。從聲明來看，美聯儲對縮表的調整的主要考量是合意的銀行儲備規模，而非刺激經濟。聲明首先提到，美聯儲仍然希望在儲備充足的環境中（ample supply of reserves）施行貨幣政策。目前美聯儲的資產規模由4.52萬億美元的峰值降至4.05萬億，收縮約4,700億美元；而由於流通中現金的增長，儲備收縮的規模大幅高於美聯儲總資產，達到1.0萬億。儲備規模的急劇收縮意味著未來“定量縮表”的力度/持續時間很可能大幅低於此前預期。
- ❖ **總體來看，1月美聯儲議息會議在“加息”和“縮表”兩大貨幣政策操作上均釋放了強烈的“鴿派”信號。**這有助於修復全球金融市場的風險偏好，對風險資產形成利好，美元的支撐則將進一步趨弱。中國的貨幣政策操作也將因此獲得更大空間。

圖1：2018年12月與2019年1月美聯儲會議聲明對比

2018年12月聲明	2019年1月聲明
經濟在強勁增長	經濟在穩步增長
(不適用)	儘管近幾個月基於市場的通脹補償指標已經走低，但基於調查的長期通脹預期幾乎沒有變化
委員會判斷進一步調高聯邦基金利率的目標範圍符合經濟持續擴張的走勢	委員會仍然認為持續的經濟增長、強勁就業和通脹維持在2%目標水平仍是最可能出現的結果。
委員會認為，經濟前景的風險大致平衡，但將繼續監測全球經濟和金融市場走勢，並評估其對經濟前景的影響。	鑒於全球經濟和金融市場近期的發展，以及通脹壓力的緩和，委員會將耐心等待，以確定聯邦基金利率的目標範圍
鑒於已實現和預期的勞動力市場狀況和通脹走勢，委員會決定將聯邦基金利率的目標範圍提高至2.25至2.5%。	(不適用)

資料來源：美聯儲、招銀國際研究

譚卓, 博士

電話：(86) 755 8316 7787

郵件：zhuotan@cmbchina.com

成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。