

美国经济

美联储如期降息

美联储会议将政策利率目标从 5%-5.25% 下降 25 个基点至 4.5%-4.75%，符合市场预期。会议声明删去对通胀趋近 2% 更有信心的表述，显示美联储认为通胀达标时间的不确定性上升。鲍威尔暗示将继续降息，但降息节奏和速度可能调整，对 12 月是否再次降息持开放态度。鲍威尔表示总统大选结果不会影响美联储决策，新总统上任后无权立即将他解职，意在维护美联储的独立性与公信力。特朗普政策效应将推升美国通胀和短期经济增长，美联储未来降息空间明显下降。未来两个月美国经济可能延续超预期，通胀可能小幅反弹，我们预计美联储 12 月可能保持利率不变，明年或进一步降息 75 个基点，明年末联邦基金利率可能降至 3.75%-4%。美国 10 年国债收益率可能从今年末的 4.1% 降至明年末的 3.9%。

■ **降息符合预期，通胀达标时间更不确定。** 美联储将政策利率目标从 5%-5.25% 下降 25 个基点至 4.5%-4.75%，符合市场预期。芝商所 (CME) 工具显示此次会议之前期货市场预计降息 25 个基点的概率为 99%。会议声明相比 9 月时最大变化是删除“对通胀持续迈向 2% 更有信心”，显示美联储认为通胀达标时间更不确定。其他措辞没有发生重大变化，包括再次确认实现就业和通胀目标风险大致处于平衡状态，对劳动力市场的表述从放缓 (slowed) 变为放松 (eased)。

■ **鲍威尔暗示继续降息但节奏可能调整。** 鲍威尔在记者会上强调美联储双重目标，重申两大目标风险相对平衡，劳动力市场回归宽松状态已不是通胀风险来源，不希望看到劳动力市场进一步冷却，暗示未来政策利率将继续向中性利率靠拢，即降息将继续。但他承认近期经济数据超预期，对抗通胀过程尚未结束，核心通胀依然偏高，就业市场降温非常缓慢，若去通胀停滞且经济较强，可以更慢降息。他暗示对 12 月是否暂停降息持开放态度，认为未来不确定性较大，目前不是提供更多前瞻性指引的好时机。他在记者会上多次回应称新总统无权上任后立即将他解职，政治因素不会影响美联储决策，以维护市场对美联储独立性和公信力的信心。鲍威尔认为美联储不会急于对新一届政府的经济议程做出反应，但会考虑这些经济议程对美联储两大目标的影响。他认为非房租通胀已回落至疫情前趋势，但 CPI 中房租通胀较市场租金变化有滞后性。

■ **美联储可能小幅渐进降息。** 近期经济数据超预期和通胀下降变缓令 9 月超常规大幅降息显得有些操之过急。同时，特朗普 2.0 时代到来令投资者担心通胀不确定性上升。特朗普政策将推升通胀率，因为减税措施将刺激国内需求，关税政策将减少产品供应和推升产品价格，移民政策将减少劳工供应和推升服务通胀。特朗普如果对货币政策施加干预，那么可能削弱美联储独立性与公信力，增加通胀预期不稳定的风险。由于通胀不确定性上升，美联储未来议息决策将更加谨慎，可能采用小幅渐进降息方式，更加缓慢地推动政策利率逐渐向中性利率趋近，预计 12 月议息会议点阵图对未来降息幅度预测可能小幅下调。由于未来两个月美国经济尤其是就业可能超预期，通胀可能小幅反弹，预计美联储可能在 12 月暂停降息。随着明年经济和通胀小幅放缓，我们预计美联储可能进一步降息 75 个基点。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

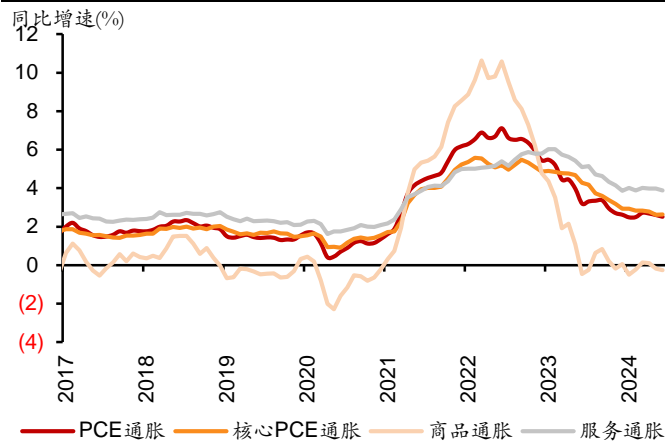
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

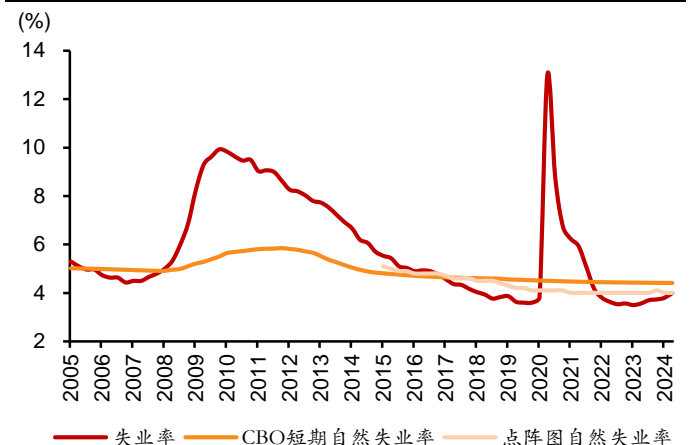
frankliu@cmbi.com.hk

图 1: PCE 通胀



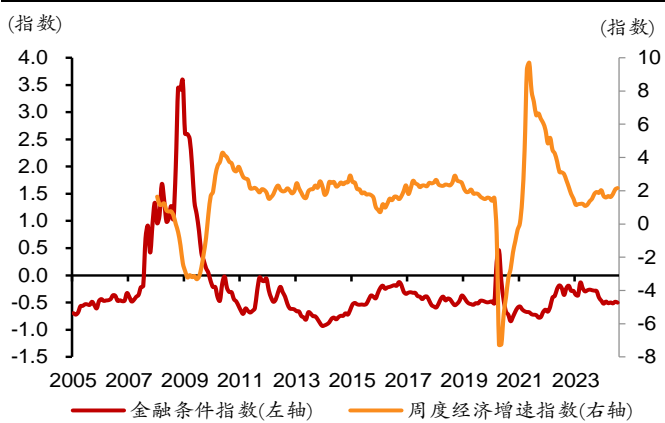
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美国失业率和自然失业率



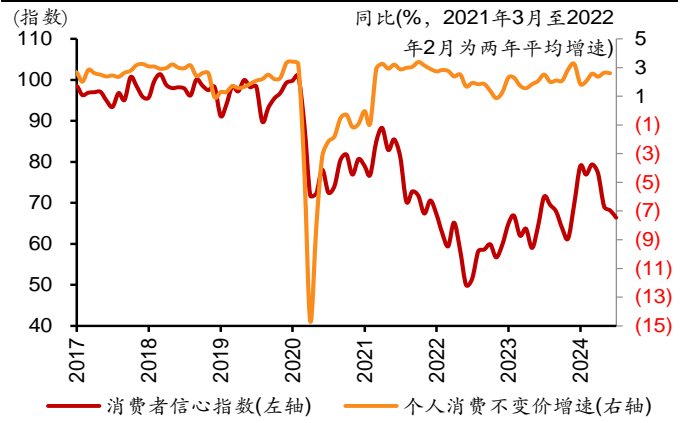
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 金融条件与经济增速



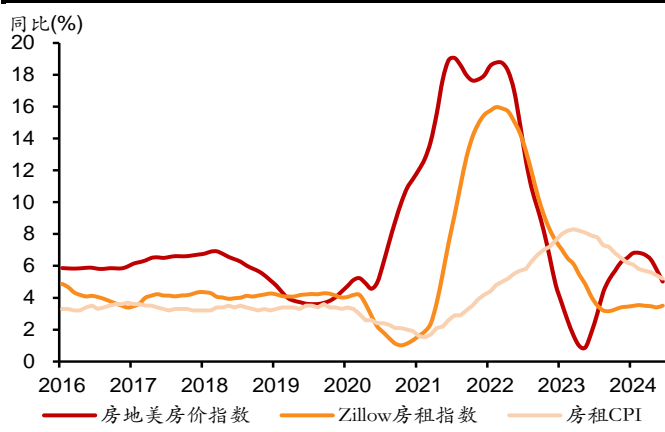
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 消费者信心指数与消费不变价增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 房价与房租同比增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: RJ/CRB 商品价格指数与盈亏平衡通胀



资料来源: Wind, 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错误、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。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。