

降息窗口開啟，觀望政策時機

2019年6月美聯儲會議點評

概要。美東時間6月19日，美聯儲發布6月議息會議聲明，維持聯邦基金利率目標範圍2.25%至2.50%不變，但聲明用詞、對經濟及通脹的預測、利率點陣圖均釋放出政策趨於靈活的強烈寬鬆信號。移除“耐心”(patient)措辭，轉而強調“不確定性”(uncertainties)，意味著過去半年的“按兵不動”政策即將終結，“降息”周期將在貿易談判前景不明朗和美國經濟放緩的情況下加速開啓。會後，美元指數短綫略有下跌，美債收益率全綫走弱。我們對於此次聲明的要點及其政策意義的分析如下：

■ **美聯儲放棄“耐心”立場，強調“不確定性”。**從基調上看，6月FOMC議息會議聲明和美聯儲主席鮑威爾在會後新聞發布會上的表態較今年5月有了明顯的變化，主要表現在以下幾個方面：

- (1) **移除“耐心”措辭。**“耐心”(patient)是美聯儲從2018年底開始與市場溝通的關鍵詞，亦出現在了今年1月和3月的FOMC會議通稿之中。此次刪除該詞，意味著過去半年“按兵不動”的政策立場即將改變，美聯儲將在合適時機採取寬鬆政策支撐經濟。
- (2) **會議聲明對經濟增長的表述由今年5月的“穩固”(solid)調整為“溫和”(moderate)。**鮑威爾指出美國製造業生產下滑嚴重，商業投資疲軟，同時也強調美聯儲不會因為個別數據或短期情緒而調整政策，需要全面的評估以獲取足夠的判讀依據。
- (3) **強調“不確定性”(uncertainties)。**美聯儲認為，在5月議息會議之後經濟環境出現了一系列重要變化：一是全球經濟出現了更多的下行迹象，進而拖累商業信心，預計將在之後的經濟數據當中進一步體現；二是特朗普在5月初宣布提高對中國商品的加征關稅；三是金融市場的風險偏好迅速轉差。這些重大變化使得美聯儲官員必須開始考慮在合適時候對貨幣政策進行寬鬆調整，多重不確定因素令市場更難捕捉政策調整時機。
- (4) **下調通脹預測。**6月會議聲明強調總體通脹和核心通脹(剔除食品和能源等波動項)同比增速均持續處於聯儲目標2%下方。美國通脹水平自去年7月以來趨勢性下行，今年4月PCE和核心PCE通脹僅為1.51%、1.57%，較2%的通脹目標相距甚遠。由於短期內通脹提升的動力不足，美聯儲進一步下調了對於今明兩年的通脹預測，PCE通脹由1.8%和2.0%下調至1.5%和1.9%，核心PCE通脹分別下調至1.8%和1.9%。通脹持續疲軟也為美聯儲降息提供了條件和動力。

■ **美聯儲票委意見分化，主張降息人數大幅上升，貿易談判和收益率曲綫倒挂成爲重要關注問題。**6月美聯儲預期2019年底的聯邦基金利率中位數仍為2.375%，與3月持平。但6月的點陣圖顯示，美聯儲內部意見相較3月發生了劇烈分化。主張降息的人數從0升至8位，其中7位委員認為今年應降息2次，1位認為應降息1次；主張加息的人數從6位降至1位；主張利率不變的人數從11位降至8位。值得一提的是，6月利率決議并非一致通過，最爲鴿派的聖路易斯聯儲主席James Bullard投下了反對票，認為應當降息25個百分點。實際上近一個月以來，美聯儲官員的言論強調美國經濟風險增加，密切關注貿易戰的負面影響，關注債券市場以及美債收益率曲綫的倒挂，一系列更加鴿派的表態強調貨幣政策的開放性(openness)和靈活性(flexibility)，爲降息打開窗口。美聯儲票委表示已知悉市場對降息的期待，還需要更多時間觀察數據才可決定何時降息。

成亞曼, 博士
 (852) 3900 0868
 angelacheng@cmbi.com.hk

譚卓, 博士
 (86) 755 8316 7787
 zhuotan@cmbchina.com

美國聯邦基金利率和貨幣政策



資料來源：美聯儲、招銀國際研究

相關報告

1. 中美關係專題：步入持久戰，應對新常態 - 2019年6月5日
2. 4月海外宏觀月報：全球經濟步入“微妙時刻” - 2019年4月18日
3. 停加息止縮表，美國貨幣政策全面轉向 - 2019年3月21日

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商
 投票網址，投下您對招銀國際
 研究團隊信任的一票：

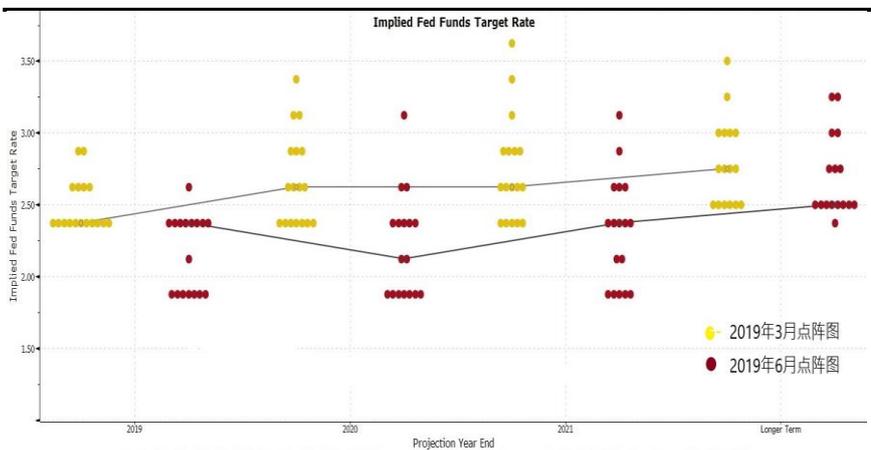
<https://euromoney.com/brokers>

圖 2: 美聯儲官員的經濟預測

经济指标	时间	2019	2020	2021	长期
实际GDP增速	2019-06	2.1	2.0	1.8	1.9
	2019-03	2.1	1.9	1.8	1.9
	2018-12	2.3	2.0	1.8	1.9
	2018-09	2.5	2.0	1.8	1.8
失业率	2019-06	3.6	3.7	3.8	4.2
	2019-03	3.7	3.8	3.9	4.3
	2018-12	3.5	3.6	3.8	4.4
	2018-09	3.5	3.5	3.7	4.5
PCE通胀	2019-06	1.5	1.9	2.0	2.0
	2019-03	1.8	2.0	2.0	2.0
	2018-12	1.9	2.1	2.1	2.0
	2018-09	2.0	2.1	2.1	2.0
核心PCE通胀	2019-06	1.8	1.9	2.0	-
	2019-03	2.0	2.0	2.0	-
	2018-12	2.0	2.0	2.0	-
	2018-09	2.1	2.1	2.1	-
利率中位数预测	2019-06	2.4	2.1	2.4	2.5
	2019-03	2.4	2.6	2.6	2.8
	2018-12	2.9	3.1	3.1	2.8
	2018-09	3.1	3.4	3.4	3.0

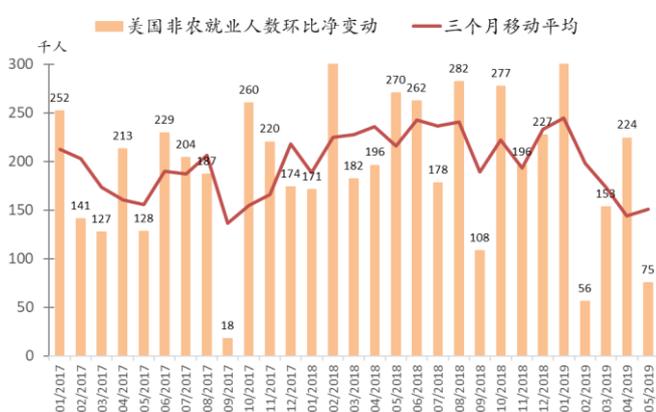
資料來源：美聯儲、招商銀行研究院、招銀國際研究（標紅數據相對前值增大，標綠數據相對前值減小）

圖 3: 2019年3月與6月美聯儲利率點陣圖對比



資料來源：美聯儲、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 4: 美國就業市場仍強勁但增速邊際趨緩



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

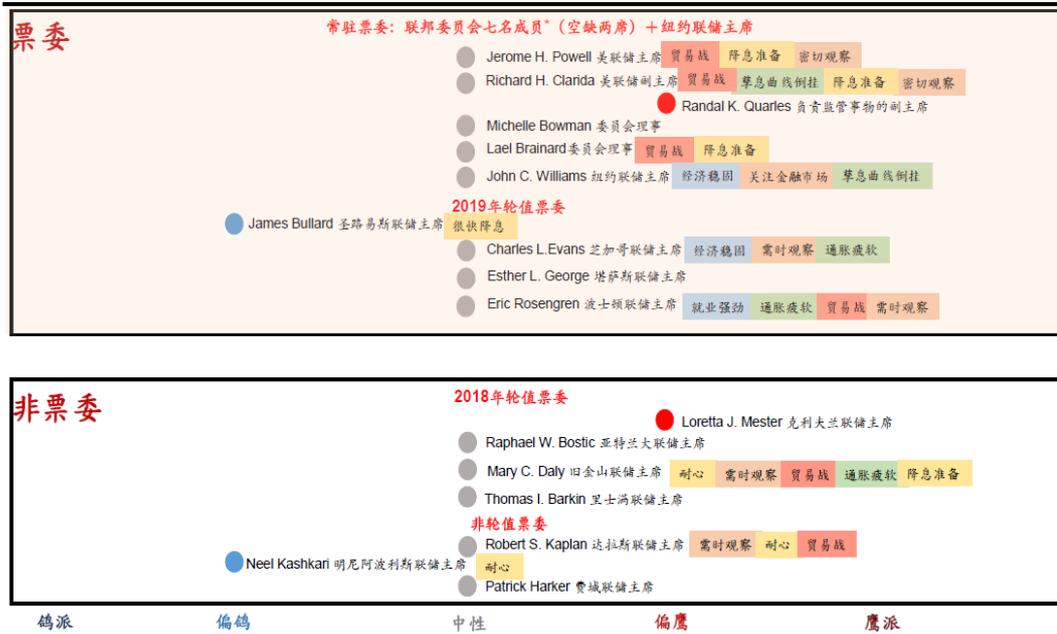
圖 5: 美國製造業景氣度迅速下滑



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

美聯儲官員近期關於降息條件的密集討論

圖 6：美聯儲官員近期政策立場及 2019 年 6 月言論要點



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究（圖中圓點對應坐標為 2019 年 5 月該官員的政策立場，名尾詞條提取 2019 年 6 月該官員的發言表態關鍵詞）

在上一次的美聯儲公開市場委員會政策會議上（4 月 30 日至 5 月 1 日），官員們普遍認為當時按兵不動的立場是適宜的；但那是在貿易戰突然升級之前。特朗普出乎市場預料於 5 月 5 日宣布對 2,000 億美元中國商品徵收 25% 關稅，使得去年 G20 會議以來逐漸修復的風險偏好急轉直下，也使得美聯儲面對的經濟前景出現了重大變化。

在此背景下，美聯儲官員近一個月來的言論表態出現了十分顯著的轉向，貿易戰上升為主要關切問題，對經濟前景的取態趨於保守，孛息曲綫倒挂問題得到更多關注，“降息”相關的討論出現頻率迅速提升，特別是美聯儲主席鮑威爾（Jerome Powell）和副主席克拉裏達（Richard Clarida）都表示正在密切跟踪近期的變化對美國經濟前景的影響，稱美聯儲將採取適當行動支撐擴張。

我們的“美聯儲觀點跟踪系統”匯總出 6 月以來美聯儲票委和非票委的主要觀點如下：

- （一）美國經濟增長穩定但風險增加。**紐約聯儲主席 William 認為美國經濟仍較好，但認識到風險在迅速上升，達拉斯聯儲主席 Kaplan 也認為下行風險已經顯著增大。很明顯，在貿易戰升級的情況下，美聯儲對於經濟狀況的描述已趨於謹慎，樂觀的情緒在減少。
- （二）密切關注(closely monitor)貿易戰的負面影響。**貿易戰顯然加大了美聯儲官員判斷經濟增長和價格走勢的難度。美聯儲主席 Powell 和副主席 Clarida 均表示將密切關注貿易戰對於美國經濟前景的影響，並在適當時候採取必要措施維持經濟持續增長。波士頓聯儲主席 Rosengren 認為貿易戰可能加速通脹達到目標的過程，但也會使消費者削減開支，這對於接近十年的美國經濟擴張勢頭來說是一個顯著風險；他認為由於貿易戰風險仍在潛伏，貨幣政策的下一步走向還難以確定。聖路易聯儲主席 Bullard 則認為應當儘快降息以對沖貿易戰帶給經濟的下行風險。
- （三）關注債券市場以及孛息曲綫的倒挂。**美聯儲副主席 Clarida 和芝加哥聯儲主席 Evans 均表示十分重視國債收益率曲綫倒挂的信號意義和之後可能的衰退風險，將在制定美聯儲下一步行動時參考該指標以及債券市場的變化。

- (四) **知悉投資者對降息的期待。**紐約聯儲主席 William 表示，美聯儲官員已充分瞭解到投資者對於美聯儲降息的期待。雖然金融市場并非美聯儲決策的首要考慮，但這種表態也意味著市場濃厚的降息預期將成為重要的政策參考。
- (五) **需要更多時間觀察數據才可決定是否降息。**大部分對於降息已經表態的美聯儲官員（例如達拉斯聯儲主席 Kaplan 和舊金山聯儲主席 Daly 等）均認為現在決定是否降息還為時過早，需要多些時間來確定決策的正確性和時機的準確性。當然也有偏鴿派的 Bullard 認為當前需要很快降息來提升通脹，並對沖不斷升級的貿易戰帶來的經濟下行風險。

總體來看，美聯儲官員仍未就降息的時機和力度形成一致判斷，仍在觀望經濟數據以及貿易談判的進展。

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45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，並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，並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並不時自行及/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。