

9月美聯儲會議解析

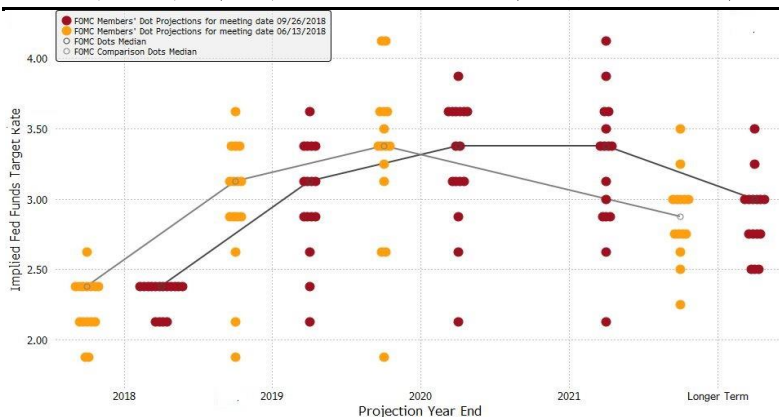
緊縮周期、政策分化與經濟衰退

概述：9月26日美聯儲公開市場委員會將聯邦基金利率上調25個基點至2.00-2.25%區間。這是今年的第3次加息，也是2008年金融危機後的第8次加息。由於本次加息的預期已在一個月內被市場完全消化，我們需要關注幾個更為重要的問題：（1）怎樣理解美聯儲的聲明與其政策取向；（2）美聯儲未來的加息路徑與美國經濟的衰退；（3）全球主要央行的政策進一步分化對於全球市場有何影響。

9月美聯儲貨幣政策會議解析

- ❖ 委員會預測中位數指向2019年加息3次、2020年加息1次。與6月會後的點陣預測對照顯示，今年12月再加息1次的幾率升高。至於未來3年的加息步伐，委員會內部仍有很大分歧，預測2019年加息2、3、4次的委員均有4位，意味著明年的經濟數據對於聯儲決策至關重要。預測中位數指向2019年加息3次及2020年1次；本次會後對於遠期的利率預測由2.875%略提升至3%（圖1）。與此同時，市場已經消化的加息預期為今年再加1次和明年2次，低於聯儲預測值。我們預測2019年美國將有2至3次加息，其節奏取決於財政刺激政策的消退程度及經濟的下行速率。

圖1: 6月及9月點陣圖對比: 中位數指向2019年加息3次、2020年1次



資料來源：美聯儲、招銀國際研究

圖2: 市場已消化的加息預期：2018年4次、2019年僅2次



資料來源：彭博、招銀國際研究

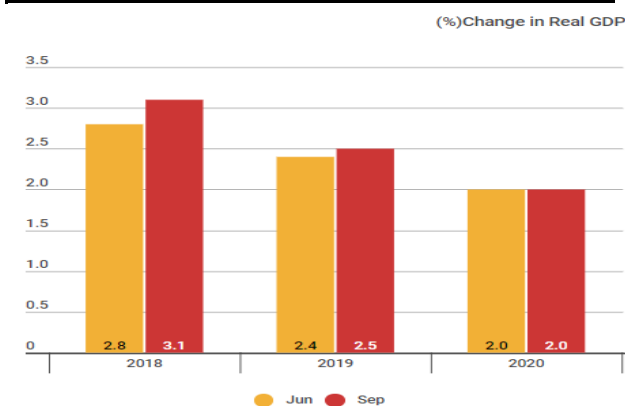
成亞曼, 博士

電話: (852) 3900 0868

郵件: angelacheng@cmbi.com.hk

- ❖ **上調經濟預測顯示委員會對於經濟更具信心。**美國經濟在今年 2 季度實現了 4.2% 的按年 GDP 增速，預計 3 季度也將保持在 3% 以上。強勁的經濟和就業數據顯然給予了委員會成員更大信心，提高了對於 2018 年經濟增長的預測，由 6 月預測的 2.8% 提升至 3.1%。對於美國經濟的樂觀情緒無疑將影響聯儲對於貨幣政策的評估。對於核心通脹（PCE）的預測依然保持在 2018 年 2% 及 2019 年 2.1% 的水平，與聯儲目標大體一致。

圖 3：上調對經濟增長的預測顯示美聯儲信心增加



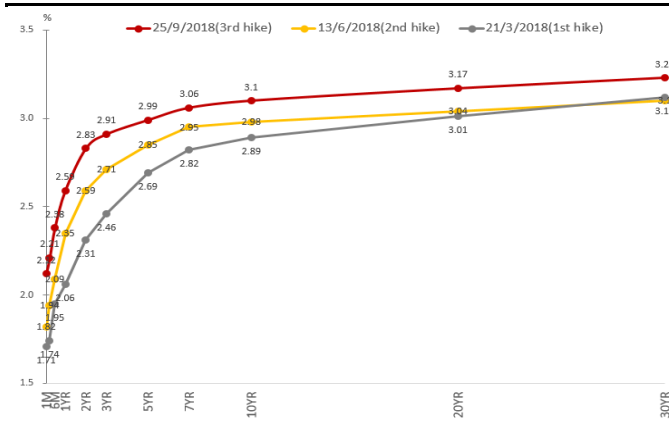
資料來源：美聯儲、招銀國際研究

- ❖ **會議聲明刪除“寬鬆”的意義：**貨幣政策聲明中的實質性改動在於，美聯儲去除了一向沿用的“寬鬆”措辭：“貨幣政策立場保持寬鬆，從而支持強勁就業市場並將通脹率穩定在 2% 水平。”儘管有分析將此處改動理解為美聯儲的鴿派表態，但我們認為這是過度解讀。很可能正如聯儲主席鮑威爾回應所言，刪除“寬鬆”並不意味著利率路徑改變。我們認為美聯儲此舉主要意在表明強勁的美國經濟已不適合再用危機後寬鬆貨幣政策提振，而美聯儲更需要做的是儲存政策“彈藥”以備下次衰退。由於美聯儲內部對於明年之後的加息路徑仍有很大分歧，委員會成員更多地將會根據之後的經濟數據做出判斷，而非在當下確定立場傾向。

未來加息路徑及美國的經濟衰退

- ❖ **收益率曲線趨平值得跟進觀察。**今年美聯儲的 3 次加息伴隨著公債收益率曲線的不斷趨平。3 月和 6 月會前的 10 年美債收益率分別為 2.89% 和 2.98%，到 9 月 25 日升至 3.1%，但短端利率正以更快幅度上升。由於收益率曲線趨平是預測經濟衰退的較為可靠的參考指標之一，對於美國經濟衰退的討論已然很有必要。如果美聯儲加息使得短端利率站上 3% 水平而美國經濟又無法承受超過 4% 的長端利率，那麼到時就會出現收益率曲線水平亦或倒挂的情況。觀察收益率曲線的意義還在於，在加息周期的後段，收益率曲線對於貨幣政策的牽制作用就愈發明顯，是理解與預測美聯儲貨幣政策的有效工具。

圖 4：2018 年 3 次加息伴隨收益率曲線進一步趨平

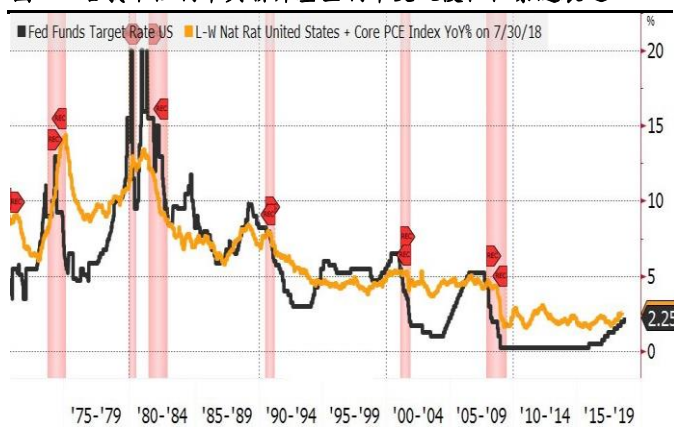


資料來源：美聯儲、招銀國際研究

- ❖ **中性利率與美國經濟的衰退。**美國的經濟復蘇已經持續了9年時間，是戰後持續時間第二長的經濟擴張期。為了判斷美聯儲此輪加息的剩餘空間以及預測美國經濟和金融市場的衰退，政策制定者和市場都在關注自然利率（中性利率）。雖然美聯儲仍難以確定自然利率的準確位置，普遍的共識是美國的實際中性利率在2%以下，我們認為大致在1.50-1.75%（參見6月27日報告《美國何時進入衰退》），加上2%的通脹預期，3.50-3.75%就是本輪加息的上限。當然，由於金融市場會提前反應加息預期，美聯儲很有可能未達此水平即決定停止加息周期，而這個時間大致在2020年。

圖5從歷史角度提供了關聯佐證：名義中性利率的大致估算值（LW模型測算的實際中性利率加上通脹率）與聯邦基金利率一旦交叉，往往緊隨著經濟的衰退。儘管有不少人堅信“此次不同”，我們依舊需要密切留意美國經濟衰退的跡象。我們維持美國經濟正在見頂的預測，並認為2019年下半年將是主要的轉折點。

圖 5：名義中性利率與聯邦基金利率交叉後往往緊隨衰退

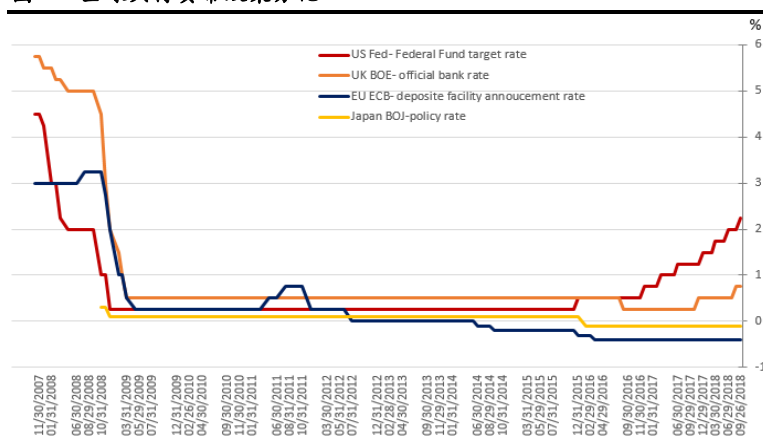


資料來源：彭博、招銀國際研究

全球央行貨幣政策分化對金融市場的影響

- ❖ **全球央行貨幣政策分化給金融市場增添風險和不確定性。**金融危機已過去10年，美聯儲、歐洲央行、英國央行和日本央行等全球主要央行正在或計劃收緊貨幣政策，但節奏已經出現明顯分化。圖6和圖7顯示美聯儲正走在緊縮周期的最前列。各大央行的貨幣政策不同步將創造更多的套利機會，例如投資者更傾向於在日本或是德國借貸去投資收益更高的美國資產。也就是說，央行政策分化意味著金融市場將面臨更大的不確定性，新興市場貨幣承受的壓力也將增加。土耳其、香港等地的銀行已經開始上調利率以應對不斷加大的資本外流壓力。

圖 6：全球央行貨幣政策分化



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 7：美聯儲在全球央行緊縮周期當中領先



資料來源：招銀國際研究

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）發表于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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。

本報告基于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，任何機構或個人于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。接收本報告之行爲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。