

美国经济

美联储如期降息，短期可能观望

美联储下调政策利率 25 个基点至 3.75%-4%，12 月 1 日开始停止 QT，符合市场预期。鲍威尔记者会偏鹰派，表示联储内部对政策路径有较大分歧，12 月是否降息存在较大不确定性，就业走弱但有劳工供应减少影响，关税对通胀作用将是一次性的，如果关键数据继续缺失，联储将在 12 月会议上更加谨慎行事。目前货币市场对 12 月降息概率预测为 72%。我们认为未来数月联储仍会更侧重于就业风险，就业市场进一步大幅走弱将是 12 月降息的充分必要条件。目前数据显示就业市场正缓慢走弱，但仍在稳健区间。我们维持美联储今年只有两次降息的预测，由于经济韧性仍强，12 月联储可能出于谨慎而暂停降息，年末联邦基金利率将在 3.8% 左右（目标区间 3.75%-4%）。明年随着经济增速走平和通胀回落，美联储可能进一步降息两次，年末联邦基金利率目标降至 3.25%-3.5%。短期内，美债收益率下降空间可能有限，美元指数可能小幅回落。

- **美联储会议声明变化：**将政策利率目标下降 25 个基点至 3.75%-4%；从 12 月 1 日开始停止 QT；对目前经济的表述仍是“扩张速度放缓”；对就业市场表述为“新增就业放缓，失业率小幅升高但仍在历史低位”；对通胀表述仍是“今年以来小幅上升并保持高位”。值得注意的是，本次会议有两张反对票，分别是美联储理事 Miran 主张降息 50 个基点和堪萨斯联储主席 Schmid 主张维持利率不变，显示联储票委间的分化加大。
- **鲍威尔记者会偏鹰派：**1) 鲍威尔尝试修正市场对 12 月降息的过度乐观预期，提到票委目前对政策路径有较大分歧，12 月降息远不是板上钉钉，继续强调“数据依赖”。2) 就业市场风险成为联储关注重点，鲍威尔提到“就业市场正在放缓，下行风险在近月有所上升”。他认为就业需求已明显走弱，所以选择降息以支持就业市场稳定。但也有票委认为就业市场走弱主要原因是劳动力供给的下降，降息的帮助有限。3) 鲍威尔再次表示关税对通胀的影响将是一次性的，“目前通胀水平离美联储目标并不算远”。他认为由于就业市场不再紧张和通胀预期仍然稳定，不太担心通胀会失控式反弹。4) 鲍威尔提到如果主要经济数据继续缺失，美联储在下次会议上会更加谨慎行事(driving in heavy fog)。
- **美联储降息路径：**预计未来数月联储仍会更侧重于就业风险，就业市场进一步大幅走弱将是 12 月降息的充分必要条件。目前数据显示就业市场正缓慢走弱，但仍在稳健区间。新增就业放缓，企业裁员和雇佣率保持低位，首次领取失业金人数未见大幅上升。美国经济韧性好于预期，3 季度 GDP 环比年化增速可能 3% 左右，消费保持强劲，显示就业市场走弱存在供给端原因。通胀走平，一方面关税和劳动力供给下降将推升核心通胀，另一方面能源价格大幅下跌限制整体通胀上行幅度。我们维持美联储今年只有两次降息的预测，由于经济韧性仍强，12 月联储可能出于谨慎而暂停降息，年末联邦基金利率将在 3.8% 左右（目标区间 3.75%-4%）。明年随着经济增速走平和通胀回落，美联储可能进一步降息两次，年末联邦基金利率目标降至 3.25%-3.5%。短期内，美债收益率下降空间可能有限，美元指数可能小幅回落。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

图 1: 联储会议声明变化

Recent Available indicators suggest that ~~growth of~~ economic activity ~~moderated in the first half of the year has been expanding at a moderate pace~~. Job gains have slowed ~~this year~~, and the unemployment rate has edged up but ~~remains remained~~ low: ~~through August; more recent indicators are consistent with these developments~~. Inflation has moved up ~~since earlier in the year~~ and remains somewhat elevated.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that downside risks to employment ~~have risen~~ ~~rose in recent months~~.

In support of its goals and in light of the shift in the balance of risks, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to ~~3-3/4~~ to ~~4-1/4~~ percent. In considering 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 ~~will continue reducing~~ ~~decided to conclude the reduction of its holdings of Treasury aggregate securities and agency debt and agency mortgage-backed securities holdings on December 1~~. 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; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; ~~Jeffrey R. Schmid~~; and Christopher J. Waller. Voting against this action ~~was were~~ Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/2 percentage point at this meeting: ~~and Jeffrey R. Schmid, who preferred no change to the target range for the federal funds rate at this meeting~~.

资料来源: 美联储官网, 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风险。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。