

## 美聯儲加息週期：近在眼前的告別

❖ **前瞻指引“由鷹轉鴿”，政策立場趨於收斂。**去年12月議息會議以來，幾乎所有聯儲官員的立場均出現了“鴿派”轉向，“耐心”、“基於數據”等詞匯成為了其中的關鍵詞，主要觀點包括：1) 美國經濟增長動能放緩；2) 全球經濟下行風險上升，增速將放緩；3) 美聯儲需要耐心而仔細地評估經濟狀況以做決定；4) 貨幣政策走向將取決於經濟數據 (data dependent)；5) 美國金融條件明顯收緊；6) 加息空間有限，節奏將放緩。

5位立場一貫“偏鷹”官員 (其中4位為2019年票委)，也都強調保持耐心和評估數據的重要性。例如，向來最為鷹派的芝加哥聯儲主席埃文斯 (Charles Evans, 2019年有票權) 也轉向了中立，同意聯邦公開委員會當前需要保持耐心。新年伊始，鷹派票委“鴿聲”不斷對市場進行“前瞻指引”，表明聯儲內部就經濟狀況和中短期風險的評估更加趨於一致；而1月議息會議進一步釋放了美聯儲“暫停加息”的強烈信號。

❖ **美聯儲觀測數據的五個維度：**美國目前的政策利率水平已接近中性利率，在經濟放緩、金融市場波動加劇、政治不確定性仍存的情況下，未來僅餘1-2次的加息空間，何時重啟加息將視經濟數據而定。因此，理解美聯儲反復提到的“基於數據 (data dependent)”尤其重要。研究美聯儲議息會議紀要和決策過程發現，“基於數據”主要涵蓋以下五個維度：

- 1). **就業市場：表現強勁。**次貸危機後的經濟復蘇中，美國的就業狀況持續改善。失業率一度降至半世紀以來最低。1月的ADP非農就業人數為21.3萬，遠高於預期，各個行業的就業都出現明顯增長。鑒於美國就業市場表現依舊十分強勁，預計今年上半年平均薪資增速將穩步提升，並進一步反映在通脹率的提升上。因此，美聯儲在今年完全不再加息、本輪加息戛然而止的可能性仍然較低。
- 2). **通脹：難達聯儲目標。**美聯儲兩大政策目標之一是控制通貨膨脹，近期通脹壓力的下降使得美聯儲連續加息的動力大幅減弱。核心PCE價格指數同比增速僅在去年7月底首次略超2%，其後一直位於聯儲目標下方，主要原因是菲利普斯曲線響應鈍化以及油價的大幅下挫。
- 3). **利率敏感產業 (特別是房地產業)：景氣度明顯回落。**2018年由於美聯儲持續的加息，對高利率敏感的產業表現不佳，特別是房地產業景氣度明顯回落，出現了量價增速齊跌的局面。由於私人住宅市場往往是美國居民的消費能力以及對利率政策和經濟前景判斷的綜合反映，房地產業趨冷成為了美國經濟增長動能衰減的重要證明。
- 4). **金融市場：對加息更加敏感。**美聯儲在2018年“加滿”四次，每次對於美股而言都是壓力的增加。特別是12月經濟出現放緩跡象之後美聯儲仍繼續加息，對美股衝擊更大，12月19日當日標普500指數下跌1.6%，創下了1994年以來美聯儲宣佈加息當日的最大跌幅。當前，企業盈利表現受到多重不利因素拖累，在此情況下若持續加息很可能使得美國的金融條件進一步趨緊。
- 5). **全球經濟：同步放緩。**更多數據進一步確認了全球經濟的同步放緩趨勢。此外，鮑威爾明確提到了英國脫歐、中美貿易談判以及美國政府停擺等懸而未決的風險，說明這些不確定因素亦加劇了美聯儲對於美國所處的內外環境的擔憂。

❖ **美聯儲加息週期接近尾聲。**除就業市場外，其餘四個方面的數據均表現欠佳，對持續加息構成阻力，這也是美聯儲“鷹派轉鴿”的主要依據。美聯儲票委近期的言論表明其立場正趨於一致，1月議息會議聲明正式確認了美聯儲的加息週期進入尾聲。

❖ **對加息預測的調整：**我們預計美聯儲將維持“觀望”態度 (wait-and-see)，在今年上半年將暫停加息，待到下半年擇機加息一次，具體時間取決於以上四重阻力何時改善。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。

譚卓, 博士

電話: (86) 755 8316 7787

郵件: [zhuotan@cmbchina.com](mailto:zhuotan@cmbchina.com)

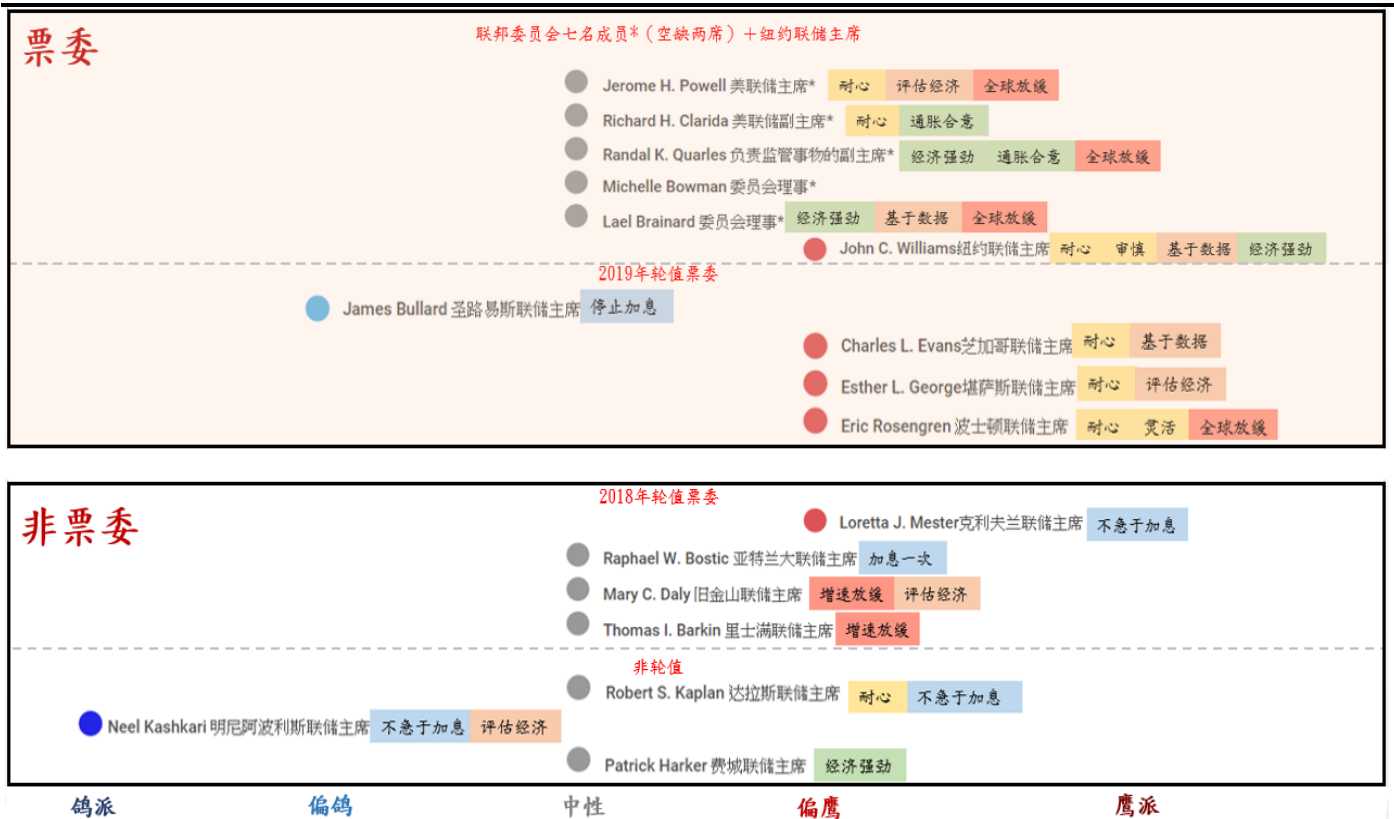
成亞曼, 博士

電話: (852) 3900 0868

郵件: [angelacheng@cmbi.com.hk](mailto:angelacheng@cmbi.com.hk)

## 一、前瞻指引“由鷹轉鴿”，政策立場趨於收斂

圖 1：美聯儲官員政策立場及近期言論要點



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究（圖中圓點對應坐標軸為2018年底該官員的政策立場，名尾詞條提取了2019年1月該官員的發言表態關鍵詞）

去年12月議息會議以來，幾乎所有聯儲官員的立場均出現了“鴿派”轉向，“耐心”、“基於數據”等詞匯成為了他們言論中的關鍵字，主要觀點包括：

**（一）美國經濟增長動能放緩。**紐約聯儲主席威廉姆斯（John Williams）認為2019年美國經濟增長將較上年有所放緩，維持2%至2.5%的增速，通脹疲弱，而利率已接近中性水平。

**（二）全球經濟下行風險上升，增速將放緩。**美聯儲主席鮑威爾（Jerome Powell）、理事布雷納德（Lael Brainard）、波士頓聯儲主席羅森格倫（Eric Rosengren，2019年有票權）等官員相繼強調了全球經濟放緩的負面影響，擔心中國經濟增速放緩、英國脫歐僵局、聯邦政府停擺風波等下行風險會進一步對消費者信心、商業情緒乃至實體經濟產生負面影響。

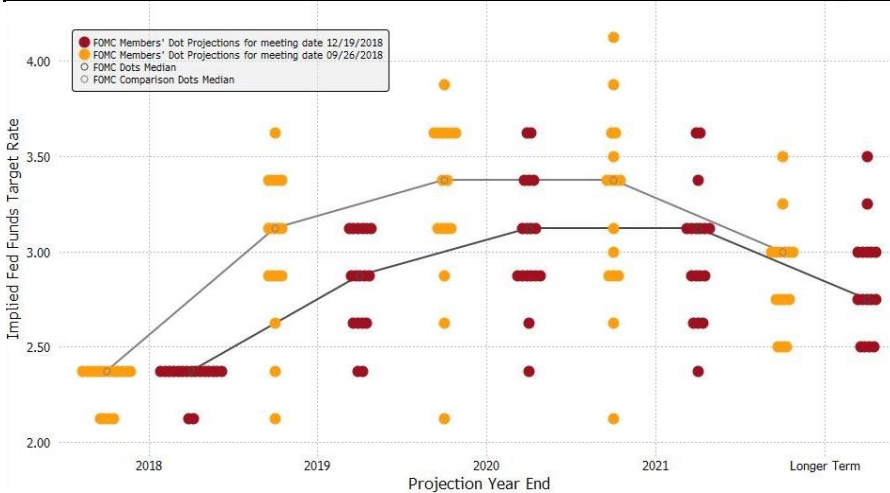
**（三）美聯儲需要耐心而仔細地評估經濟狀況以做決定。**“耐心”成為了今年1月聯儲官員最常提及的關鍵詞，亦出現在1月的美聯儲會議紀要中。鮑威爾在1月10日的演講中四次提到“耐心”，而副主席克拉裡達（Richard Clarida）亦坦言對於現階段的利率來說，“耐心是一種美德”。達拉斯聯儲主席卡普蘭（Robert Kaplan，2019年無票權）認為保持耐心需要數周甚至數月。

**（四）貨幣政策走向將取決於經濟數據（data dependent）。**有著很強政策影響力的聯儲委員會理事布雷納德和紐約聯儲主席威廉姆斯等人，在1月先後強調了經濟數據對現階段貨幣政策走向的重要性。鮑威爾在1月議息會議後的發佈會上也表示，美聯儲將保持多久的“耐心”完全取決於數據（depend entirely on the data）。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。

**(五) 美國金融條件明顯收緊。**鮑威爾、聯儲副主席誇爾斯、波士頓聯儲主席羅森格倫（2019年有票權）和克利夫蘭聯儲主席梅斯特（Loretta Mester，2019年無票權）等均表示留意到金融收緊帶給資本市場的壓力，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。

**(六) 加息空間有限，節奏將放緩。**部分聯儲官員直接或間接表達了對於加息次數的看法。亞特蘭大聯儲主席波斯蒂奇（Raphael Bostic，2019年無票權）認為可能只需再加息一次即可完成此輪貨幣政策正常化過程。堪薩斯城聯儲主席喬治（Esther George，2019年有票權）認為前幾輪加息產生的影響尚未完全體現、當前暫停貨幣政策正常化進程將保證有更多時間評估經濟效果。聖路易斯聯儲主席布拉德（James Bullard，2019年有票權）認為今年的任何加息都會被證明是多餘的，且將會把美國經濟推向衰退。在去年12月的議息會議上，認為2019年加息不超過兩次的聯儲官員已過半數。

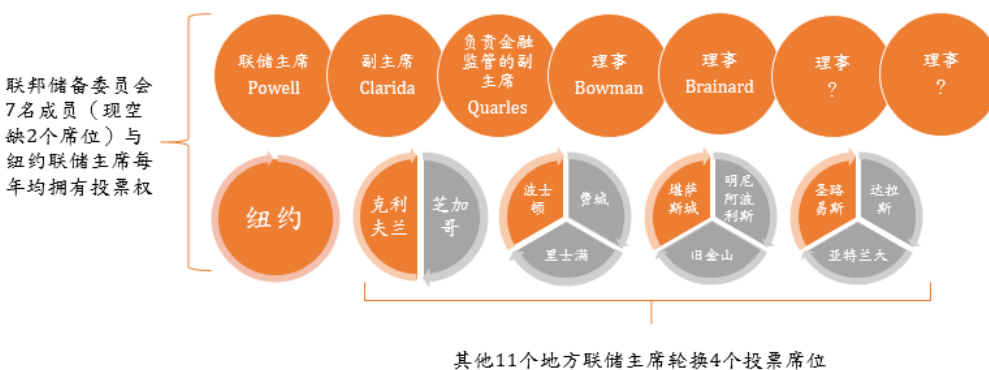
**圖 2：加息點陣圖：2018年12月票委立場（紅色）相較9月（黃色）顯著收斂**



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究（黃色點為9月點陣圖，紅色點為12月點陣圖，折線連接中位數）

值得一提的是，5位立場一貫“偏鷹”官員（其中4位為2019年票委），也都強調保持耐心和評估數據的重要性。例如，向來最為鷹派的芝加哥聯儲主席埃文斯（Charles Evans，2019年有票權）也轉向了中立，同意聯邦公開委員會當前需要保持耐心，必要時需要非常耐心。

**圖 3：美聯儲公開市場委員會輪換機制**



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

新年伊始，鷹派票委“鴿聲”不斷對市場進行“前瞻指引”，表明聯儲內部就經濟狀況和中短期風險的評估更加趨於一致。1月議息會議進一步釋放了美聯儲“暫停加息”的強烈信號。會議聲明對美國經濟的判斷從之前的“強勁”（strong）調整為“穩步”（solid），同時刪除了去年12月關於“進一步漸進加息”（some further gradual increases）的表述。

圖 4：2018 年 12 月與 2019 年 1 月美聯儲會議聲明對比

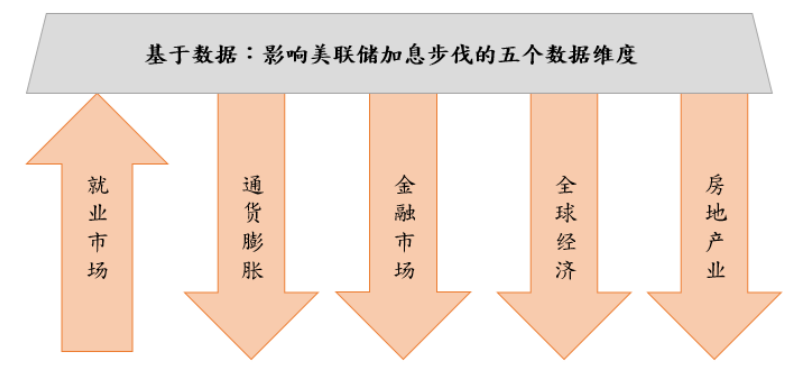
2018年12月声明	2019年1月声明
经济在强劲增长	经济在稳步增长
(不适用)	尽管近几个月基于市场的通胀补偿指标已经走低，但基于调查的长期通胀预期几乎没有变化
委员会判断进一步调高联邦基金利率的目标范围符合经济持续扩张的走势	委员会仍然认为持续的经济增长、强劲就业和通胀维持在2%目标水平仍是最可能出现的结果。
委员会认为，经济前景的风险大致平衡，但将继续监测全球经济和金融市场走势，并评估其对经济前景的影响。	鉴于全球经济和金融市场近期的发展，以及通胀压力的缓和，委员会将耐心等待，以确定联邦基金利率的目标范围
鉴于已实现和预期的劳动力市场状况和通胀走势，委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高至2.25至2.5%。	(不适用)

資料來源：美聯儲、招商銀行研究院、招銀國際研究

## 二、美聯儲觀測數據的五個維度

如何理解美聯儲反復強調的“基於數據（data-dependent）”？研究美聯儲議息會議紀要和決策過程發現，“基於數據”主要涵蓋五個維度：（1）勞動力市場表現；（2）通脹壓力和通脹預期；（3）利率敏感產業走勢；（4）金融市場表現；（5）全球經濟走勢。據此五維度分析，去年12月美聯儲加息之後，除勞動力市場依舊保持強勁增長外，其餘四項的發展均對進一步加息構成阻力。

圖 5：美聯儲觀測數據的五個維度



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

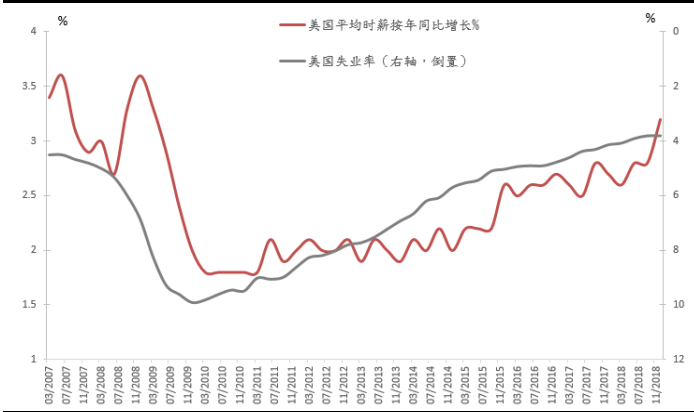
### （一）就業市場表現強勁

次貸危機後的經濟復蘇中，美國的就業狀況持續改善。2018年底，失業率一度降至3.7%，為半世紀以來最低。1月的ADP非農就業人數為21.3萬，遠高於預期的18.1萬，且各個行業的就業都出現明顯增長，製造業新增就業人數更是達到近四年來最快增速。

鑒於美國就業市場的強勁表現，預計今年上半年平均薪資增速仍將穩步提升，並有可能反映在通脹上。因此，美聯儲在今年完全不再加息、本輪加息戛然而止的可能性仍然較低。



圖 6: 美國失業率和平均時薪同比增速



資料來源: 彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 7: ADP 新增就業人數顯示勞動力市場保持強勁增長



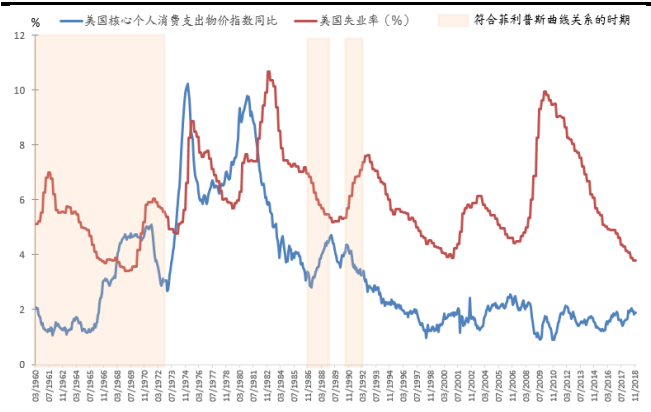
資料來源: 彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

**(二) 通脹難達聯儲目標**

美聯儲兩大政策目標之一是控制通貨膨脹，近期通脹壓力的下降使得美聯儲連續加息的動力大幅減弱。美聯儲所重視的核心 PCE 價格指數同比增速僅在去年 7 月底首次略超 2%，其後一直位於聯儲目標下方，主要原因有二：

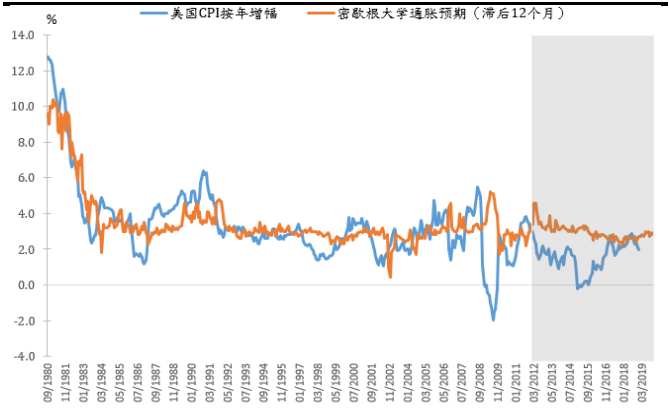
(1) **菲利普斯曲線響應鈍化**。經典的菲利普斯曲線表明，通脹率和失業率之間存在此消彼長的關係，低失業率通常伴隨較高的通貨膨脹率。然而，此輪美國經濟復蘇中薪資和通脹增速並未跟隨就業市場的景氣度而快速提升。平均時薪直至 2018 年底才開始有所反彈。通脹遲滯於“強就業”的原因包括全要素生產率的降低、勞動參與率的降低以及新招工產業技術含量偏低等。

圖 8: 美國的菲利普斯曲線響應鈍化



資料來源: 彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 9: 美國通脹表現疲弱



資料來源: 美聯儲、招商銀行研究院、招銀國際研究

(2) **油價大幅下跌減輕通脹壓力**：自 2018 年 10 月初以來，由於供應過剩和全球需求下降，油價大幅下跌了三分之一。去年 12 月美國 PPI 環比下降 0.2%，創兩年多以來最大降幅，主要也是受到能源產品成本驟降的拖累。在全球供給端不出現重大變化的基準情境下，國際油價在 2019 年將向長期均衡價靠攏，布倫特原油價格中樞預計在每桶 60 至 65 美元附近，WTI 原油價格預計在 50 至 55 美元附近。油價對於美國通脹的提升作用將大幅減弱。

**圖 10: 2018 年四季度油價大幅下跌之後，通脹壓力進一步降低**

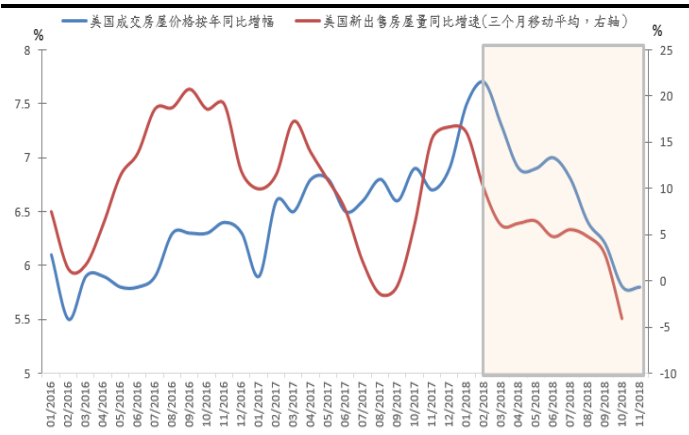


資料來源: 彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

**(三) 利率敏感產業 (特別是房地產) 景氣度明顯回落**

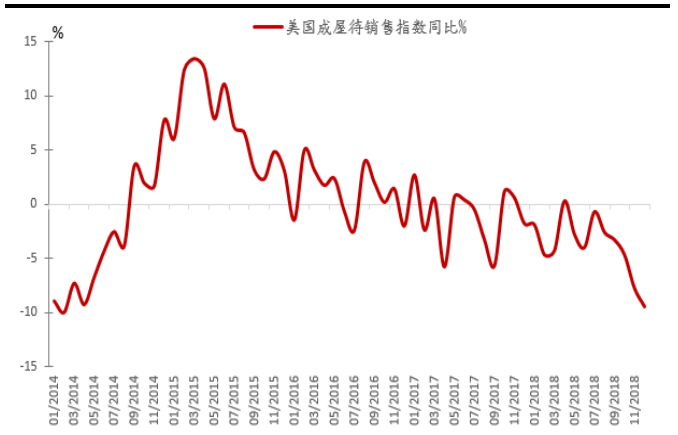
2018 年由於美聯儲持續的加息，對高利率敏感的產業表現不佳，特別是房地產景氣度明顯回落，出現了量價增速齊跌的蕭條局面。由於私人住宅市場往往是美國居民的消費能力以及對利率政策和經濟前景判斷的綜合反映，房地產趨冷成為了美國經濟增長動能衰減的重要證明。

**圖 11: 美國房地產行業“量價齊跌”**



資料來源: 彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 12: 美國成屋銷售增速下滑**

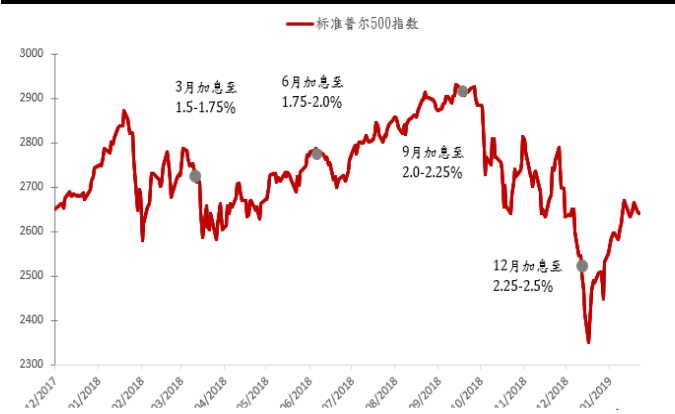


資料來源: 彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

**(四) 金融市場對加息更加敏感**

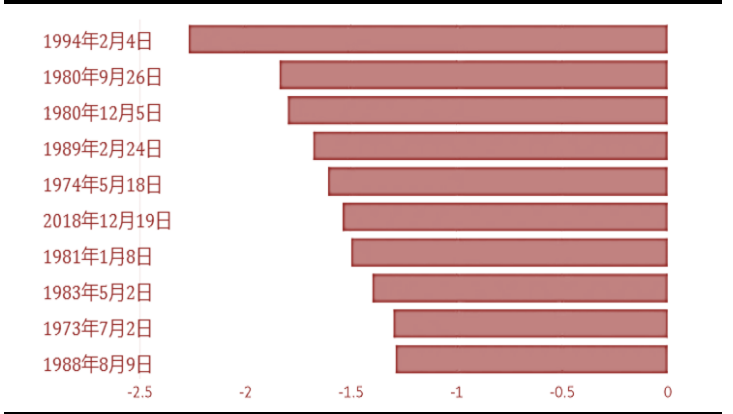
美聯儲在 2018 年“加滿”四次，每次對於美股而言都是壓力的增加。特別是 12 月經濟出現放緩跡象之後美聯儲仍繼續加息，對美股衝擊更大，12 月 19 日當日標普 500 指數下跌 1.6%，創下了 1994 年以來美聯儲宣佈加息當日的最大跌幅。當前，企業盈利表現受到多重不利因素拖累，在此情況下若持續加息很可能使得美國的金融條件進一步趨緊。

圖 13: 去年四次加息之後美股均下跌，特別是 12 月下挫幅度更大



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 14: 12 月的美聯儲加息引發標普 500 指數自 1994 年以來的最激烈反應

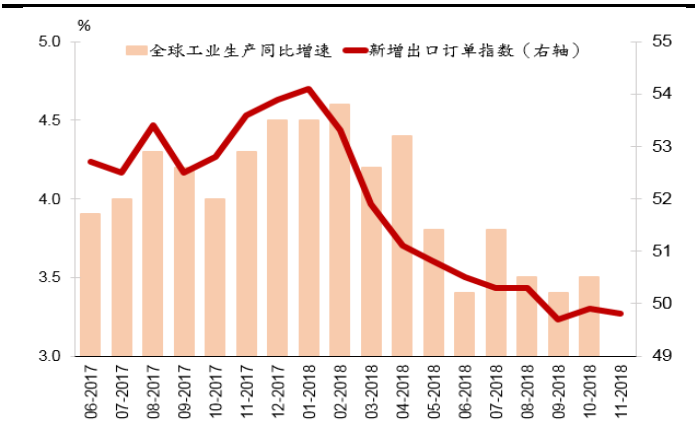


資料來源：金融時報、招商銀行研究院、招銀國際研究

**(五) 全球經濟同步放緩**

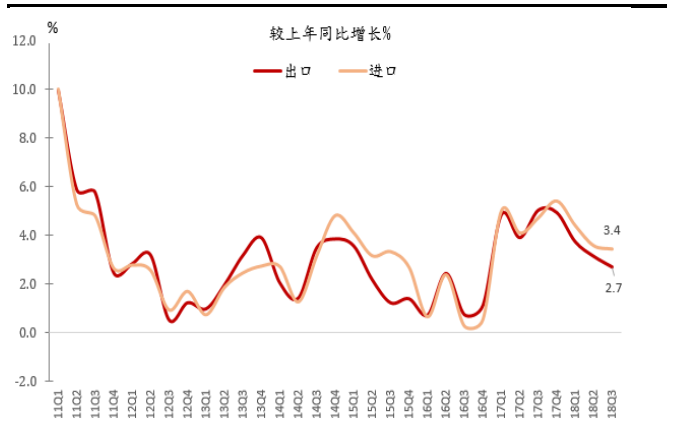
上年 12 月議息會議以來，更多數據進一步確認了全球經濟的同步放緩趨勢。貿易摩擦和週期下行對全球貿易增速的負面影響逐漸顯現，新增出口訂單明顯減少。在此背景下，世界銀行在一月初發佈的《全球經濟展望》半年報中，預計全球經濟增速將從 2018 年的 3% 放緩至 2019 年的 2.9%，預計美國、歐元區和中國在 2019 年的實際 GDP 增長率分別為 2.5%，1.6% 和 6.2%。由於新興市場國家將面臨貿易需求降溫和流動性收緊等複雜外部環境的持續考驗，世行將新興市場和發展中經濟體的 2019 年實際 GDP 增速預測值由之前的 4.7% 下調至 4.2%。國際貨幣基金組織 (IMF) 繼去年 10 月因貿易緊張局勢加劇等因素下調了 2019 年和 2020 年全球經濟增長預期至 3.7% 之後，於 1 月 21 日再次下調今明兩年全球經濟增長預期，分別下調 0.2 和 0.1 個百分點至 3.5% 和 3.6%。此次下調的主要原因是歐元區經濟下行和貿易糾紛持續。此外，鮑威爾在 1 月議息會議之後的發佈會中明確提到了英國脫歐、中美貿易談判以及美國政府停擺等懸而未決 (unresolved) 的風險，說明這些不確定性亦加劇了美聯儲對於美國所處的內外環境的擔憂。

圖 15: 全球需求轉弱，工業生產和出口訂單增速下滑



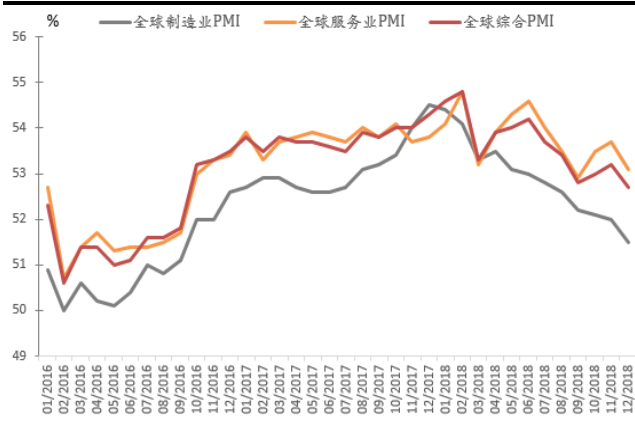
資料來源：世界銀行、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 16: 全球貿易增速放緩



資料來源：聯合國貿發會議、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 17: 全球 PMI 指數顯示經濟增長動力明顯下降



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

從上述五個維度看，去年 12 月美聯儲加息之後，除就業市場外，其餘四項均對持續加息構成阻力，這也是美聯儲強調“耐心”、暫停加息的主要依據。

### 三、一步之遙的加息週期終點

總體來看，美聯儲此輪加息距離終點僅一步之遙。美國目前的政策利率水平（2.25-2.5%）已趨近 3% 的中性利率水平，在經濟放緩、金融市場波動加劇、政治不確定性仍存的情況下，未來美聯儲僅餘 1-2 次的加息空間，何時重啟加息將取決於以上四重阻力特別是通脹前景何時改善。

我們預計美聯儲在今年上半年將暫停加息，或於下半年擇機加息一次。美聯儲加息節奏放緩、空間縮小，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。我國的貨幣政策操作也將因此獲得更大空間。



## 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	: 招銀國際並未給予投資評級

### 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 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责任。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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。