

“鷹派”降息對資本市場的影響

2019年7月美聯儲議息會議點評

概要。2019年7月31日，美聯儲議息會議結束并發布聲明，將聯邦基金利率目標區間下調25個基點至2%-2.25%，為2008年底以來首次降息；同時，在8月提前結束縮表（原定時間為9月）。我們對於本次降息的性質、原因和對國內資本市場的影響判斷如下：

- **符合預期的“保險式”降息。**本次降息是金融危機之後美聯儲首次下調聯邦基金利率。鑒於此前的預期管理，此次美聯儲降息25bp已被市場充分預期。美聯儲強調了此次降息的三大理由：一是為了應對全球經濟放緩以及貿易不確定因素帶給美國經濟的下行風險，二是中性利率有所下降，三是為了促進通脹儘快達到2%的目標水平。在美國經濟前景尚好（favorable）的背景下，本次降息顯然屬維持擴張、預防風險的“保險式”降息（insurance cut）。美聯儲決定於8月1日提前兩個月結束縮表，意味著縮表整體幅度小於預期。目前美聯儲的資產規模由2015年1月4.5萬億美元的峰值已降至3.6萬億美元。
- **“鷹派”降息：“周期中調整”而非長周期拐點。**宣布降息的同時，美聯儲却給出了不明朗的前瞻指引，較為矛盾地釋放了偏鷹的信號。形容此次降息是“周期中的調整”（mid-cycle adjustment），而非一個降息長周期（long series of rate cuts / long cutting cycle）的起點。鮑威爾承認目前美國經濟并非嚴重衰退的狀態，并不需要美聯儲連續大幅降息，却同時強調“勿以為我們不會再度加息”，表示美聯儲必要時將運用所有工具，相信是美聯儲為了防止市場對寬鬆政策的預期過度而做的表態。偏鷹的言論一出即引發了美股大幅震蕩，而我們在7月11日的報告中已經預警，“金融市場對降息預期已過分反應、押注過高，7月美聯儲降息後對於市場提振將有限，更值得提防的是美聯儲貨幣政策立場不達市場預期後所引發的回調風險。”
- **美聯儲在今年政策急劇轉向的背後，是其與日俱增的政治壓力。**在多次批評美聯儲加息過度後，特朗普對此次僅僅25bp的降息表示非常失望。鮑威爾模糊的表態、美聯儲內部的分歧，均折射出政治高壓下美聯儲的獨立性正遭遇空前的挑戰。
- **“周期中調整”可能繼續，料更多央行跟隨。**巴西等國的央行緊隨其後宣布降息，香港金管局也決定將基準利率下調25個基點。我們預計美聯儲未來還將降息1-2次，年內可能再降息1次（25bp）。但由於全球經濟趨勢性放緩疊加貿易摩擦，此次保險式降息對經濟主體信心的提振可能不及以往。對我國貨幣政策而言，美聯儲7月降息帶來的影響偏弱，未來國內貨幣政策仍是“以我為主”。
- **A股短期內將處寬幅震蕩的態勢。**美聯儲降息決議宣布後，美股跌幅顯著，這既是市場對經濟基本面預期的體現，也是市場對後續降息預期的調整。美聯儲降息對國內資本市場短期影響有限。近期A股上行動能較弱，板塊間出現了創業板強勁上行、上證50弱勢調整的分化現象，原因主要源自創業板7月業績預期的改善。前瞻性的看，隨著市場對政治局會議結果、中美貿易磋商進程的定價，近期需持續關注8月上市公司中報業績披露情況，以及外圍風險對A股市場的傳導影響。若2Q19業績不達預期，A股板塊的分化現象或將延續，料股市短期內仍處寬幅震蕩的態勢。
- **國內債市：當前牛市基調未完結。**預計下半年我國央行仍會在結構性貨幣政策方向上發力。中長期而言，未來降息路徑并不明確，對國內貨幣政策影響仍具有一定程度的不確定性。中美利差相對高位，有利於外資流入國內債市。目前中美10年期國債利差在114bp左右，高於80-100bp的“舒適”區間，對外資而言，國內債券仍具有不錯的吸引力。

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

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

朱肖煒
 (86) 0755-83169193
 alphonsezhu@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. 美國二季度 GDP 增速點評（7月29日）
2. 市場“綁架”美聯儲——2019年7月鮑威爾國會證詞點評（7月11日）
3. 靜水流深，峰迴路轉：2019年中期宏觀經濟與資本市場展望（7月4日）
4. 降息窗口開啓，觀望政策時機——2019年6月美聯儲會議點評（6月20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>

一、美聯儲“鷹派”降息：風險管理還是迫於壓力？

（一）符合預期的“保險式”降息

本次降息是金融危機之後美聯儲首次下調聯邦基金利率。回顧此前的貨幣政策路徑，美聯儲於2015年底經濟復蘇之際進入有序加息周期，截至2018年12月共加息九次，將聯邦基金利率由0-0.25%上調至2.25-2.50%的區間。今年1月開始美聯儲態度明顯反轉，對加息緊急“剎車”，強調保持耐心，釋放了強烈的鴿派信號。3月會議大幅下調預期利率。鑒於此前的預期管理，此次美聯儲降息25bp已被市場充分預期。美聯儲強調了此次降息的三大理由：一是為了應對全球經濟放緩以及貿易不確定因素帶給美國經濟的下行風險，二是中性利率有所下降，三是為了促進通脹儘快達到2%的目標水平。在美國經濟前景尚好（favorable）的背景下，本次降息顯然屬維持擴張、預防風險的“保險式”降息（insurance cut）。

同時，美聯儲根據“貨幣政策的一致和簡單性（consistency and simplicity）”，決定於美東時間8月1日提前兩個月結束縮表。美聯儲從今年5月起將每月減持美國國債上限從300億美元降至150億美元，以減緩縮表步伐，原本計劃到9月末停止縮表。此次提前結束縮表意味著縮表整體幅度小於預期。目前美聯儲的資產規模由2015年1月4.5萬億美元的峰值已降至3.6萬億美元。

（二）“鷹派”降息：“周期中調整”而非長周期拐點

宣布降息的同時，美聯儲卻給出了不明朗的前瞻指引，較為矛盾地釋放了偏鷹的信號。鮑威爾認為不應只緊盯此次25bp的降息，而需要整體考慮今年貨幣政策的漸進轉變，形容此次降息是“周期中的調整”（mid-cycle adjustment），而非一個降息長周期（long series of rate cuts / long cutting cycle）的起點。鮑威爾承認目前美國經濟并非嚴重衰退的狀態，并不需要美聯儲連續大幅降息，却同時強調“勿以為我們不會再度加息”，表示美聯儲必要時將運用所有工具，相信是美聯儲為了防止市場對寬鬆政策的預期過度而做的表態。

偏鷹的言論一出即引發了美股大幅震盪，而我們在7月11日的報告中已經預警，“金融市場對降息預期已過分反應、押注過高，7月美聯儲降息後對於市場提振將有限，更值得提防的是美聯儲貨幣政策立場不達市場預期後所引發的回調風險。”

（三）未來政策依據：“基於數據”還是“風險管理”？

美聯儲在今年政策急劇轉向的背後，是其與日俱增的政治壓力。在多次批評美聯儲加息過度後，特朗普對此次僅僅25bp的降息表示非常失望。隨著美國經濟增速放緩和大選臨近，美聯儲受到的政治壓力料會更強。近期特朗普還有意提名兩位支持降息的鴿派經濟學家出任美聯儲理事，通過人事調整影響貨幣政策。

當前，美聯儲內部分歧進一步加大。本次議息會議十名有投票權的委員當中，罕見地有兩位票委投出了反對票，說明美聯儲內部分歧在加大。反對降息的分別是鷹派的堪薩斯聯儲主席 Esther George 和資歷較深的波士頓聯儲主席 Eric Resengren，他們擔心資產泡沫和金融穩定，主張維持利率不變。而明年即將出任票委的克利夫蘭聯儲主席 Loretta Mester 等委員也不贊成本次降息，都意味著對貨幣政策的分歧大概率將持續下去。

鮑威爾表示此次降息的確是從風險管理（risk management）的角度做出的決定，但也否認美聯儲已經拋棄了基於數據（data dependent）的原則。鮑威爾表示之後的利率決策

將參照經濟數據和前景風險審時度勢 (contemplate) 決定。鮑威爾模糊的表態、美聯儲內部的分歧，均折射出政治高壓下美聯儲的獨立性正遭遇空前的挑戰。

(四) “周期中調整”可能繼續，料更多央行跟隨

鮑威爾在記者會上多次建議參照以往的“周期中調整”作為例子，而我們認為美聯儲最有可能參照的是上世紀 90 年代的保險式降息（例如 1995 年和 1998 年的做法），當時失業率和通脹都大致運行在合理水平，為應對短期經濟壓力，美聯儲降息 75bp，經濟增速和企業盈利均得到一定程度的改善。

我們預計美聯儲未來還將降息 1-2 次，年內可能再降息 1 次 (25bp)。但由於全球經濟趨勢性放緩疊加貿易摩擦，此次保險式降息對經濟主體信心的提振可能不及以往。

美聯儲降息之後，阿聯酋、沙特、巴西等國的央行緊隨其後宣布降息，香港金管局也決定將基準利率下調 25 個基點至 2.50%。全球寬鬆浪潮下，我國貨幣政策仍將“以我為主”，在監測市場利率水平和實際貸款利率的基礎上，引導利率市場化，降低實體經濟融資成本。

二、對國內資本市場影響：短期有限，中長期仍具不確定性

(一) A 股短期內將處寬幅震蕩的態勢

降息決議宣布後，美股為何跌幅顯著？我們認為這既是市場對經濟基本面預期的體現，也是市場對後續降息預期的調整。從最新美國經濟數據來看，7 月 Markit PMI 由上月 50.6 回落至 50.0，芝加哥 PMI 由上月 49.7 下探至 44.4，均指向經濟景氣度的放緩。鮑威爾類比了美聯儲在 1995 年和 1998 年的兩輪降息，這與我們在《美聯儲降息可以避免“熊的咆哮”嗎？——歷次降息與美股走勢考》中的觀點“倘若 7 月美聯儲決定降息，那麼我們更傾向於認為本次降息將類似 1995 或 1998 年的保險式降息”一致。

短期來看，美股已經對 7 月末的降息預期進行了充分定價，後續需關注美聯儲降息的幅度和次數。中長期來看，美國經濟似乎沒有發生經濟危機的風險，假設貿易摩擦等問題未帶來系統性風險，那麼美股或許難見大跌。

對於 A 股而言，近期 A 股上行動能較弱，板塊間出現了創業板強勁上行、上證 50 弱勢調整的分化現象。我們認為分化的原因主要源自創業板 7 月業績預期的改善。前瞻性的看，隨著市場對政治局會議結果、中美貿易磋商進程的定價，近期需持續關注 8 月上市公司中報業績披露情況，以及外圍風險對 A 股市場的傳導影響。若 2Q19 業績不達預期，A 股板塊的分化現象或將延續，料股市短期內仍處寬幅震蕩的態勢。

(二) 當前債市牛市基調未完結

短期而言，此次美聯儲降息對我國貨幣政策的影響或有限。從美聯儲主席鮑威爾的表態上來看，7 月降息操作屬□保險式，並不是衰退式，意味著此輪降息空間有限。對我國貨幣政策而言，美聯儲 7 月降息帶來的影響偏弱，未來國內貨幣政策仍是“以我為主”，預計下半年央行仍會在結構性貨幣政策方向上發力。

中長期而言，未來降息路徑并不明確，對國內貨幣政策影響仍具有一定程度的不確定性。從美聯儲的表態上來看，未來降息路徑存在不確定性，如果年內美聯儲繼續降息 1-2 次，那麼我國貨幣政策操作空間也有可能增大。

中美利差相對高位，有利於外資流入國內債市。目前中美10年期國債利差在114bp左右，高於80-100bp的“舒適”區間，對外資而言，國內債券仍具有不錯的吸引力。若年內美聯儲降息次數增多，中美利差走闊，則外資流入規模會加大，利好國內債券市場。

當前債市牛市基調未完結。宏觀環境總體利好債市，儘管經濟數據可能會出現反復，但整體趨勢仍是向下。同時，伴隨著經濟下行，貨幣政策會迎來一定的空間，債券短端利率或有下行，長端利率的交易空間也會出現。不過考慮到經濟失速下行風險可控，債券長端利率下行空間或有限，交易時需要注意安全邊際。

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。