

全球央行追蹤

降息並提及QE：如何解讀美聯儲的複雜信號

美東時間9月18日，美聯儲FOMC公佈利率決議，繼7月降息25bp之後，將聯邦基金利率再降25bp至1.75-2.00%，符合預期。本次降息在本質上依然是維持擴張、預防風險的“保險式”降息。但美聯儲內部對貨幣政策前景的分歧進一步加大。會後美聯儲主席鮑威爾提及可能早於預期重啟QE。美聯儲是否還將繼續降息，又該如何理解重啟QE的可能性，我們在本報告中給出了深入分析：

- **美聯儲對經濟前景信心增強。**9月的經濟預測表反映美聯儲對於今後三年的經濟增速更有信心。美聯儲對2019年GDP增速預測提升0.1pct至2.2%。美聯儲對美國私人消費更為樂觀；而對美國商業投資的評估變得更加悲觀，加入了美國出口已經減弱的判斷，折射出貿易摩擦對美國經濟的負面影響。
- **解析美聯儲內部的分歧：**此次會議上美聯儲委員的觀點分歧進一步加劇，但票委的觀點分佈並不明確，使得未來的政策前景愈發模糊。表面上看，美聯儲委員的觀點進一步分化：一方面，此次利率決議的反對票數增加，10位票委當中3人投出反對票；另一方面，FOMC委員會內部分歧加大，17位官員中有7位認為在今年年底前還需再降息一次，有5位支持本次降息但認為應在今年維持當前利率，另有5位認為應加息回到7月的利率水平。但值得注意的是在參與點陣圖調查的17位官員當中，僅有10人在今年有利率決議投票權。因此，僅基於點陣圖的信息，並不能排除更多票委傾向於進一步降息的可能性：與6月點陣圖相比，認為今年底利率位於1.5%-1.75%（年內再降息一次）的人數已從0升至7。因此，四季度再降息一次的可能性依然存在。
- **未來貨幣政策將“一會一議”。**美聯儲此輪“週期中調整”是否結束，取決於兩個維度。一是“數據”：由於美聯儲重新強調“基於數據”，貨幣政策決策中經濟數據的權重上升，若經濟數據向好，則進一步降息概率下降；二是“風險”：若未來中美經貿磋商進展順利，美聯儲“風險管理”的必要性以及所面臨的政治壓力都將大幅下降，此輪降息很可能在本次會議上就已經畫上句號。此次會議之後美聯儲進一步降息的概率大幅下降，但基於當前信息，美國經濟下行趨勢未變，且中美貿易關係仍舊充滿不確定性，我們預測本輪預防式降息難言終結，今年四季度或明年一季度再降息一次（25bp）的可能性仍然存在。
- **鮑威爾暗示“有機擴張”但不考慮負利率。**鮑威爾在發佈會上表示美聯儲可能提早恢復資產負債表的“有機增長”（resuming organic growth of the balance sheet），即刻引發美股上漲，美元下跌。在利率水平距離“零下限”空間尚存的情況下，鮑威爾重提“擴張”很可能是為了“校準”商業銀行的儲備金規模，修復商業銀行體系的流動性，而非刺激經濟。本周美國貨幣市場短期資金面趨緊，短期借貸利率出現異常飆升，紐約聯儲因此不得不開展十年來首次隔夜回購操作，9月17-19日共計向市場釋放短期流動性超過2,000億美元。美聯儲在9月會議上還決定下調超額準備金利率（IOER）和隔夜逆回購利率（ON RRP）。至於其他政策工具，鮑威爾不認為美聯儲會優先考慮使用負利率。

表1：美聯儲會議聲明內容對比（2019年7月與9月）

內容類型	2019年7月聲明	2019年9月聲明
經濟狀況	雖然家庭支出的增速相對於今年早些時候開始提升，但商業固定投資的增長卻一直疲軟。	雖然家庭支出一直在快速增長，但商業固定投資和出口已經減弱。
結束縮表	委員會將於8月份結束系統公開市場賬戶中減少總證券持有量的操作，比之前表明的時間表提前了兩個月。	（刪除）
利率決定	聯邦基金利率區間降至“2.00%-2.25%”	聯邦基金利率區間降至“1.75%-2.00%”
投票情況	投票反對這一決議的是堪薩斯城聯儲主席Esther L. George和波士頓聯儲主席Eric S. Rosengren，他們在本次会议中傾向於將聯邦基金利率的目標範圍維持在2.25至2.50%。	投票反對這一行動的是聖路易聯儲行長James Bullard，他在本次會議上傾向於將聯邦基金利率的目標範圍降至1.5至1.75%；以及堪薩斯城聯儲主席Esther L. George和波士頓聯儲主席Eric S. Rosengren，他們傾向於將目標範圍保持在2%至2.25%。

資料來源：美聯儲、招銀國際研究

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

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

相關報告

1. 歐央行降息並重啟QE，負利率時代“放水”杯水車薪（9月16日）
2. 憤怒的特朗普，無力的美聯儲－鮑威爾Jackson Hole央行年會講話點評（8月26日）
3. 美國將中國認定為“匯率操縱國”點評（8月7日）
4. “鷹派”降息對資本市場的影響（8月1日）
5. 市場“綁架”美聯儲－2019年7月鮑威爾國會證詞點評（7月11日）

美東時間9月18日，美聯儲公開市場委員會公佈利率決議，繼7月降息25個基點之後，將聯邦基金利率再降25個基點至1.75-2.00%，符合預期。但美聯儲內部對貨幣政策前景的分歧進一步加大。會後美聯儲主席鮑威爾提及可能早於預期重啟QE。美聯儲是否還將繼續降息，又如何理解重啟QE的可能性，我們在本報告中給出了深入分析和前瞻預測。

符合預期的第二次“保險式”降息

本次會議決定下調聯邦基金利率25bp至1.75-2%區間，符合預期。美聯儲於7月末進行了金融危機之後的首次降息。儘管彼時美國經濟表現良好(favorable)，但隨著中美貿易摩擦迅速升級、美國國債收益率曲線倒掛、德國衰退風險激增等重大事件，美聯儲決定下調利率以進行“風險管理”(risk management)。近期貿易戰等全球風險有緩和跡象，且美國私人消費、薪資增速等多項數據顯示經濟仍然穩健，因此本次降息在本質上依然是維持擴張、預防風險的“保險式”降息。由於此次25bp的降息已被充分預期，市場更為關注的是美聯儲對未來經濟前景和利率路徑的前瞻指引(forward guidance)。

美聯儲對經濟前景信心增強

9月的經濟預測表反映出美聯儲對於今後三年的經濟增速更有信心。其中，在2019年，美聯儲對GDP增速預測提升0.1pct至2.2%；對通脹/核心通脹的預測維持1.5%/1.8%；唯上調2019年失業率預測0.1pct至3.7%。美聯儲預計2019-2020年PCE和核心PCE通脹將逐年走高，於2021年達到2.0%的通脹目標。具體地看，美聯儲對美國私人消費更為樂觀，在會議聲明中的表述從7月的“有所提升”(pick up)變為9月的“強勁增長”(rise at strong pace)；而對美國商業投資的評估變得更加悲觀，加入了美國出口已經減弱的判斷，折射出貿易摩擦對美國經濟的負面影響。

表2：美聯儲經濟預測變化

經濟指標	時間	2019	2020	2021	2022	長期
實際GDP增速	2019-09	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
	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
失業率	2019-09	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
	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
PCE通脹	2019-09	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
	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
核心PCE通脹	2019-09	1.8	1.9	2.0	2.0	-
	2019-06	1.8	1.9	2.0	-	-
	2019-03	2.0	2.0	2.0	-	-
	2018-12	2.0	2.0	2.0	-	-
利率中位數預測	2019-09	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5
	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

資料來源：美聯儲、招銀國際研究（相較前值，綠色數據為下降，紅色為上升，黑色持平）

模糊的政策立場：分化還是收斂？

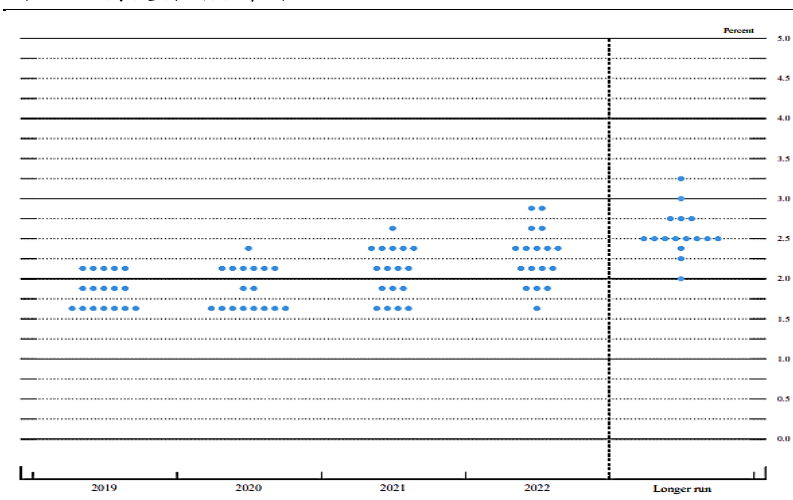
在此次會議上，美聯儲委員的觀點分歧進一步加劇，但票委的觀點分佈並不明確，使得未來的政策前景愈發模糊。表面上看，美聯儲委員的觀點進一步分化：

一方面，此次利率決議的反對票數增加，10位票委當中3人投出反對票。7月會議上，罕見的有兩位票委投出了反對票，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，出於對資產泡沫的擔心，他們主張維持利率不變。9月這兩位票委仍然對降息投下了反對票。此外，歷來鴿派的聖路易斯聯儲主席 James Bullard 認為應當直接降息 50bp，亦投下反對票。

另一方面，FOMC 委員會內部分歧加大。點陣圖顯示，2019 年底聯邦基金利率預測中位數為 1.625%，17 位官員當中有 7 位投票者認為在今年底前還需再降息一次，有 5 位支持本次降息但認為應當在今年維持當前利率，另有 5 位認為之後應加息回到 7 月的利率水平。但值得注意的是，在參與點陣圖調查的 17 位美聯儲官員當中，僅有 10 人為今年的票委（有利率決議投票權）。假設 5 位支持年內重啟加息的官員中，今年的票委僅有此次投出反對票的 George 和 Rosengren 兩人，那麼其餘八位票委的立場均介於維持現有利率和繼續降息一次之間。

因此，僅基於點陣圖的信息，並不能排除更多票委傾向於進一步降息的可能性：與 6 月點陣圖相比，認為今年底利率位於 1.5%-1.75%（美聯儲進一步降息一次）的人數已從 0 升至 7。因此，四季度再降息一次的可能性依然存在。

圖 1：9 月美聯儲點陣圖



資料來源：美聯儲、招銀國際研究

未來貨幣政策將“一會一議”

由於對美國經濟前景總體樂觀，本次發佈會上鮑威爾提到“風險管理”（risk management）的次數大幅下降，而強調此前被逐漸淡化的“基於數據”（data dependent）原則。這表明未來貨幣政策決策中經濟數據的權重將上升。以當前的經濟表現外推，美聯儲未來進一步降息的概率將相應下降，貨幣政策的不確定性因此上升。鮑威爾在發佈會上表示，“我們沒有預設路徑，未來貨幣政策決策將‘一會一議’”（We are not on a pre-set course, we are going to be making decisions meeting by meeting）。

政策不確定性的來源：數據、內外壓力和貿易

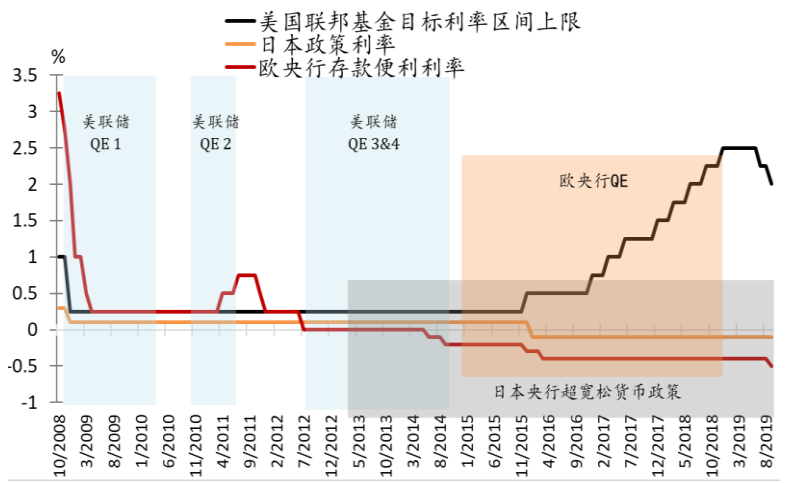
近期美聯儲的預測和官員的表態變化頻繁，主要原因有三：

一是並非所有美國經濟數據都表現良好，美聯儲對經濟表現難以作出一致性評價。

二是美聯儲貨幣政策決策內外部壓力與日俱增，外部壓力來自於全球央行特別是歐洲央行的政策寬鬆；內部壓力則主要來源於特朗普所施加的政治壓力。此次會議後，特朗普進一步對美聯儲施壓。

三是貿易不確定性引發了貨幣政策的不確定性。美聯儲近期的研究指出貿易不確定性將在未來一年拖累商業投資並拖累經濟增長一個百分點。若貿易摩擦進一步惡化，美聯儲有必要通過減輕利息負擔鼓勵消費，創造更加寬鬆的金融條件鼓勵投入支出，提振家庭和企業信心。但貿易談判本身就充滿了不確定性。

圖 2：美歐日央行政策利率變化



資料來源：彭博、招銀國際研究

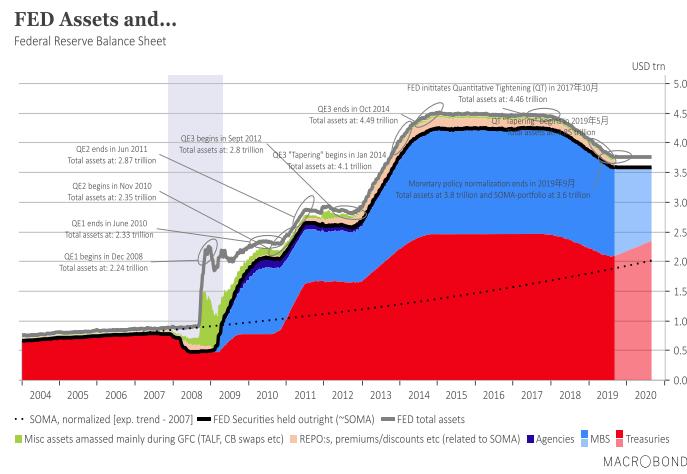
鮑威爾暗示“有機擴表”但不考慮負利率

鮑威爾在發佈會上表示，美聯儲可能提早恢復資產負債表的“有機增長”（resuming organic growth of the balance sheet），即刻引發美股上漲，美元下跌。除此之外，鮑威爾並未提及關於重啟QE的更多信息，包括規模和以何種方式實施。

與之相關的背景是，金融系統流動性危機已成為美聯儲當前必須面對的重大問題。本周美國貨幣市場短期資金面全面趨緊，短期借貸利率出現異常飆升，一度升破 4.7%，遠超 2.25% 的目標利率區間上限。紐約聯儲因此不得不開展十年來首次隔夜回購操作，9月17-19日共計向市場釋放短期流動性超過 2,000 億美元。

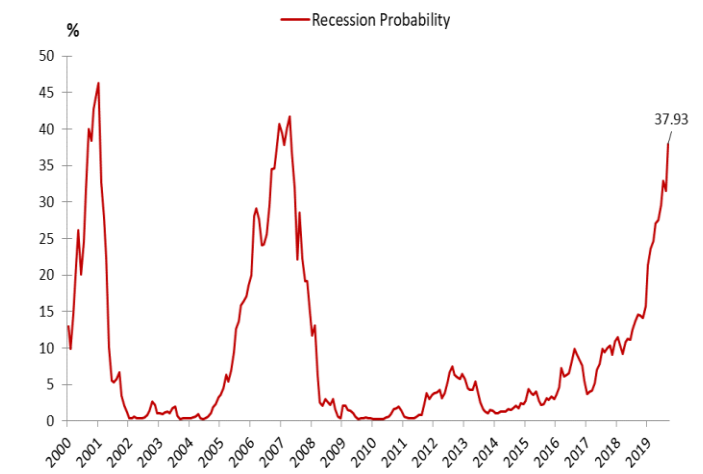
隔夜市場的“錢荒”主要是由於國債拍賣的結算和企業繳稅等季節性因素導致，但鮑威爾也承認美聯儲對於商業銀行準備金的合理規模評估存在偏差。為應對流動性危機，美聯儲在 9 月會議上還決定下調超額準備金利率（IOER）30bp，下調隔夜逆回購利率（ON RRP）30bp。基於以上信息，考慮到利率工具一直是美聯儲長期以來的優先選項，鮑威爾重提“擴表”很可能是為了“校準”商業銀行的儲備金規模，而非刺激經濟。關於其他政策工具，鮑威爾不認為美聯儲會優先考慮使用負利率。

圖 3: 美聯儲資產負債表



資料來源: Macrobond、招銀國際研究

圖 4: 美國經濟衰退風險



資料來源: 紐約聯儲、招銀國際研究

結論：政策不確定性上升，“週期中調整”或並未結束

總結而言，美聯儲此輪“週期中調整”是否結束，取決於兩個維度。一是“數據”：由於美聯儲重新強調“基於數據”，美聯儲貨幣政策決策中經濟數據的權重上升，若經濟數據向好，則進一步降息概率下降；二是“風險”：若未來中美經貿磋商進展順利，美聯儲“風險管理”的必要性以及所面臨的政治壓力都將大幅下降，此輪降息很可能在本次會議上就已經畫上句號。

總體來看，此次會議之後，美聯儲進一步降息的概率大幅下降。但基於當前信息，美國經濟下行趨勢未變，且中美貿易關係仍舊充滿不確定性，我們預測本輪預防式降息難言終結，今年四季度或明年一季度再降息一次（25bp）的可能性仍然存在。最後，在利率水平距離“零下限”空間尚存的情況下，美聯儲“有機擴表”的目的大概率是為修復商業銀行體系的流動性，而非刺激經濟。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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 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。