

“渐进加息”暂停，“定量缩表”待定

—— 2019年1月美联储会议点评

美东时间1月30日，美联储发布1月议息会议声明。议息会议结束后，美股和美元大幅走高，美元指数快速下跌。我们分析了此次声明的要点及其政策意义：

- ❖ **美联储认为美国经济增长动能减弱，不确定性悬而未决 (unresolved)。**从基调上看，1月FOMC议息会议声明和鲍威尔在会后新闻发布会上的表态较去年12月有了明显的反转，主要表现在以下几个方面：
 - (1) 会议声明对经济增长的表述由去年12月的“强劲”(strong)调整为“稳固”(solid)，鲍威尔也指出近期企业和消费者信心有所回落，2019年的经济增速将较上年有所放缓。
 - (2) 考虑到全球经济增长放缓与油价下挫，1月会议声明表示通胀压力“减弱”(muted)。2018年8月以来，美国核心PCE价格指数同比增速已连续4个月位于2%联储目标的下方。
 - (3) 鲍威尔在会后的新闻发布会上表示去年4季度以来金融条件明显收紧(tightened considerably)，指向近期美国金融市场的波动对美联储加息决策造成了影响。
 - (4) 鲍威尔指出，美国经济增长面临的风险/不确定性包括英国脱欧、中美贸易谈判以及美国政府停摆。美国政府刚刚于1月25日暂时结束了创纪录的35天停摆，将开门三周，但若在此期间国会与特朗普未能就边境安全问题达成一致，美国政府或将于2月中再度“关门”。
- ❖ **美联储加息按下暂停键，未来进程将“基于数据”(data-dependent)。**“耐心”(patient)是美联储近期与市场沟通的关键词，亦出现在了1月FOMC会议的通稿之中。考虑到就业市场依旧表现强劲，未来通胀、全球经济增长以及金融市场的表现将很大程度上左右美联储何时“重启”加息。综合来看，在目前美国利率水平已趋近中性利率的大背景下，我们预计美联储2019年上半年加息概率极低，或将于下半年择机加息一次。
- ❖ **美联储合意资产负债表规模很可能将高于预期。**此次会议美联储亦表现了对其“定量缩表”计划超预期的灵活性，单独发布声明表示已有准备(prepared to)鉴于经济和金融形势的发展调整缩表的进程。**从声明来看，美联储对缩表的调整的主要考量是合意的银行储备规模，而非刺激经济。**声明首先提到，美联储仍然希望在储备充足的环境中(ample supply of reserves)施行货币政策。目前美联储的资产规模由4.52万亿美元的峰值降至4.05万亿，收缩约4,700亿美元；而由于流通中现金的增长，储备收缩的规模大幅高于美联储总资产，达到1.0万亿。**储备规模的急剧收缩意味着未来“定量缩表”的力度/持续时间很可能大幅低于此前预期。**
- ❖ **总体来看，1月美联储议息会议在“加息”和“缩表”两大货币政策操作上均释放了强烈的“鸽派”信号。这有助于修复全球金融市场的风险偏好，对风险资产形成利好，美元的支撑将进一步趋弱。中国的货币政策操作也将因此获得更大空间。**

图1：2018年12月与2019年1月美联储会议声明对比

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)

资料来源：美联储、招银国际研究

谭卓, 博士

电话: (86) 755 8316 7787

邮件: zhuotan@cmbchina.com

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

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于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。

招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银证券")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

本报告期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。招银证券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。招银证券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证券编写，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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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。招银证券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)2000年英国不时修订之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，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。