

9月美联储会议解析

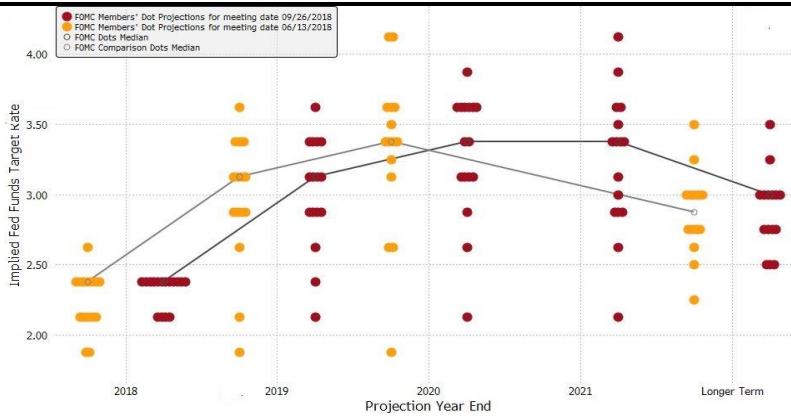
紧缩周期、政策分化与经济衰退

概述：9月26日美联储公开市场委员会将联邦基金利率上调25个基点至2.00-2.25%区间。这是今年的第3次加息，也是2008年金融危机后的第8次加息。由于本次加息的预期已在一个月前被市场完全消化，我们需要关注几个更为重要的问题：（1）怎样理解美联储的声明与其政策取向；（2）美联储未来的加息路径与美国经济的衰退；（3）全球主要央行的政策进一步分化对于全球市场有何影响。

9月美联储货币政策会议解析

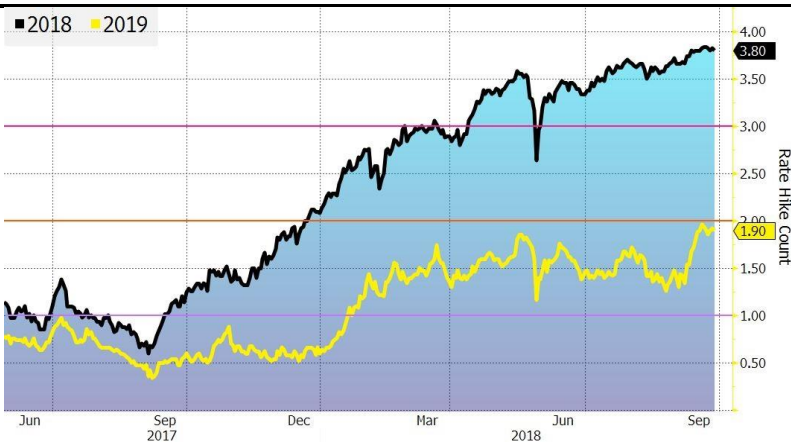
- ❖ **委员会预测中位数指向2019年加息3次、2020年加息1次。**与6月会后的点阵预测对照显示，今年12月再加息1次的几率升高。至于未来3年的加息步伐，委员会内部仍有很大分歧，预测2019年加息2、3、4次的委员均有4位，意味着明年的经济数据对于联储决策至关重要。预测中位数指向2019年加息3次及2020年1次；本次会后对于远期的利率预测由2.875%略提升至3%（图1）。与此同时，市场已经消化的加息预期为今年再加1次和明年2次，低于联储预测值。我们预测2019年美国将有2至3次加息，其节奏取决于财政刺激政策的消退程度及经济的下行速率。

图1: 6月及9月点阵图对比: 中位数指向2019年加息3次、2020年1次



资料来源：美联储、招银国际研究

图2: 市场已消化的加息预期: 2018年4次、2019年仅2次



资料来源：彭博、招银国际研究

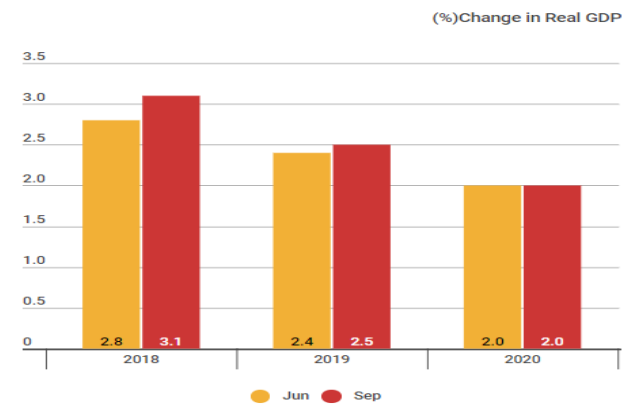
成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

- ❖ **上调经济预测显示委员会对于经济更具信心。**美国经济在今年2季度实现了4.2%的按年GDP增速，预计3季度也将保持在3%以上。强劲的经济和就业数据显然给予了委员会成员更大信心，提高了对于2018年经济增长的预测，由6月预测的2.8%提升至3.1%。对于美国经济的乐观情绪无疑将影响联储对于货币政策的评估。对于核心通胀（PCE）的预测依然保持在2018年2%及2019年2.1%的水平，与联储目标大体一致。

图3：上调对经济增长的预测显示美联储信心增加



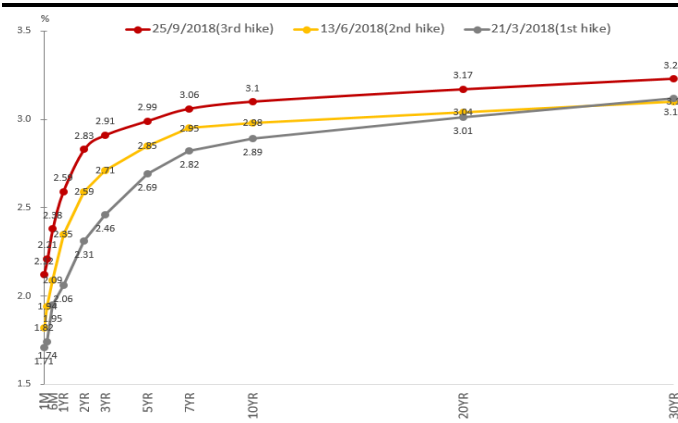
资料来源：美联储、招银国际研究

- ❖ **会议声明删除“宽松”的意义：**货币政策声明中的实质性改动在于，美联储去除了一向沿用的“宽松”措辞：“货币政策立场保持宽松，从而支持强劲就业市场并将通胀率稳定在2%水平。”尽管有分析将此处改动理解为美联储的鸽派表态，但我们认为这是过度解读。很可能正如联储主席鲍威尔回应所言，删除“宽松”并不意味着利率路径改变。我们认为美联储此举主要意在表明强劲的美国经济已不适合再用危机后宽松货币政策提振，而美联储更需要做的是储存政策“弹药”以备下次衰退。由于美联储内部对于明年之后的加息路径仍有很大分歧，委员会成员更多地将会根据之后的经济数据做出判断，而非在当下确定立场倾向。

未来加息路径及美国的经济衰退

- ❖ **收益率曲线趋平值得跟进观察。**今年美联储的3次加息伴随着公债收益率曲线的不断趋平。3月和6月会前的10年美债收益率分别为2.89%和2.98%，到9月25日升至3.1%，但短端利率正以更快幅度上升。由于收益率曲线趋平是预测经济衰退的较为可靠的参考指标之一，对于美国经济衰退的讨论已然很有必要。如果美联储加息使得短端利率站上3%水平而美国经济又无法承受超过4%的长端利率，那么到时就会出现收益率曲线水平亦或倒挂的情况。观察收益率曲线的意义还在于，在加息周期的后段，收益率曲线对于货币政策的牵制作用就愈发明显，是理解与预测美联储货币政策的有效工具。

图4：2018年3次加息伴随收益率曲线进一步趋平

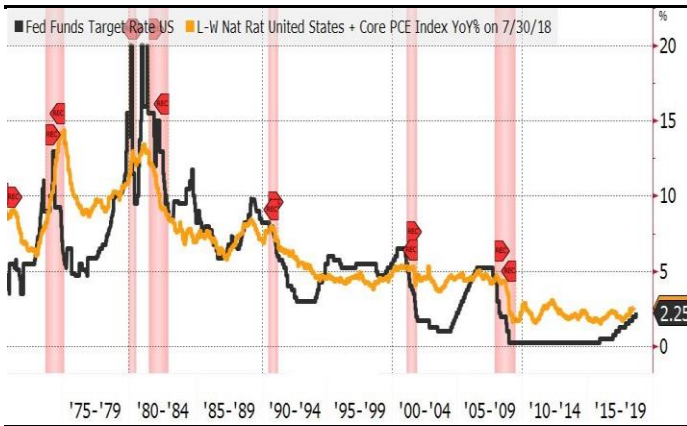


资料来源：美联储、招银国际研究

❖ **中性利率与美国经济的衰退。**美国的经济复苏已经持续了9年时间，是战后持续时间第二长的经济扩张期。为了判断美联储本轮加息的剩余空间以及预测美国经济和金融市场的衰退，政策制定者和市场都在关注自然利率（中性利率）。虽然美联储仍难以确定自然利率的准确位置，普遍的共识是美国的实际中性利率在2%以下，我们认为大致在1.50-1.75%（参见6月27日报告《美国何时进入衰退》），加上2%的通胀预期，3.50-3.75%就是本轮加息的上限。当然，由于金融市场会提前反应加息预期，美联储很有可能未达此水平即决定停止加息周期，而这个时间大致在2020年。

图5从历史角度提供了关联佐证：名义中性利率的大致估算值（LW模型测算的实际中性利率加上通胀率）与联邦基金利率一旦交叉，往往紧随着经济的衰退。尽管有不少人坚信“此次不同”，我们依旧需要密切留意美国经济衰退的迹象。我们维持美国经济正在见顶的预测，并认为2019年下半年将是主要的转折点。

图 5：名义中性利率与联邦基金利率交叉后往往紧随衰退

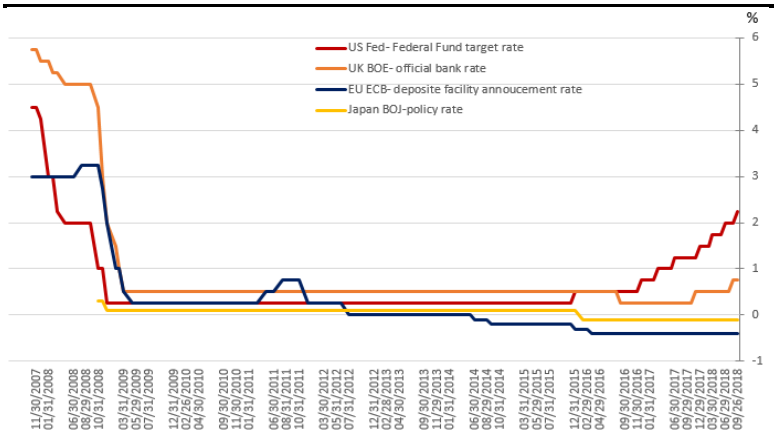


资料来源：彭博、招银国际研究

全球央行货币政策分化对金融市场的影响

❖ **全球央行货币政策分化给金融市场增添风险和不确定性。**金融危机已过去10年，美联储、欧洲央行、英国央行和日本央行等全球主要央行正在或计划收紧货币政策，但节奏已经出现明显分化。图6和图7显示美联储正走在紧缩周期的最前列。各大央行的货币政策不同步将创造更多的套利机会，例如投资者更倾向于在日本或是德国借贷去投资收益更高的美国资产。也就是说，央行政策分化意味着金融市场将面临更大的不确定性，新兴市场货币承受的压力也将增加。土耳其、香港等地的银行已经开始上调利率以应对不断加大的资本外流压力。

图 6：全球央行货币政策分化



资料来源：彭博，招银国际研究

图 7：美联储在全球央行紧缩周期当中领先



资料来源：招银国际研究

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。