

美联储加息周期：近在眼前的告别

❖ **前瞻指引“由鹰转鸽”，政策立场趋于收敛。**去年 12 月议息会议以来，几乎所有联储官员的立场均出现了“鸽派”转向，“耐心”、“基于数据”等词汇成为了其中的关键词，主要观点包括：1) 美国经济增长动能放缓；2) 全球经济下行风险上升，增速将放缓；3) 美联储需要耐心而仔细地评估经济状况以做决定；4) 货币政策走向将取决于经济数据 (data dependent)；5) 美国金融条件明显收紧；6) 加息空间有限，节奏将放缓。

5 位立场一贯“偏鹰”官员 (其中 4 位为 2019 年票委)，也都强调保持耐心和评估数据的重要性。例如，向来最为鹰派的芝加哥联储主席埃文斯 (Charles Evans, 2019 年有票权) 也转向了中立，同意联邦公开委员会当前需要保持耐心。新年伊始，鹰派票委“鸽声”不断对市场进行“前瞻指引”，表明联储内部就经济状况和中短期风险的评估更加趋于一致；而 1 月议息会议进一步释放了美联储“暂停加息”的强烈信号。

❖ **美联储观测数据的五个维度：**美国目前的政策利率水平已接近中性利率，在经济放缓、金融市场波动加剧、政治不确定性仍存的情况下，未来仅余 1-2 次的加息空间，何时重启加息将视经济数据而定。因此，理解美联储反复提到的“基于数据 (data dependent)”尤其重要。研究美联储议息会议纪要和决策过程发现，“基于数据”主要涵盖以下五个维度：

- 1). **就业市场：表现强劲。**次贷危机后的经济复苏中，美国的就业状况持续改善。失业率一度降至半世纪以来最低。1 月的 ADP 非农就业人数为 21.3 万，远高于预期，各个行业的就业都出现明显增长。鉴于美国就业市场表现依旧十分强劲，预计今年上半年平均薪资增速将稳步提升，并进一步反映在通胀率的提升上。因此，美联储在今年完全不再加息、本轮加息戛然而止的可能性仍然较低。
- 2). **通胀：难达联储目标。**美联储两大政策目标之一是控制通货膨胀，近期通胀压力的下降使得美联储连续加息的动力大幅减弱。核心 PCE 价格指数同比增速仅在去年 7 月底首次略超 2%，其后一直位于联储目标下方，主要原因是菲利普斯曲线响应钝化以及油价的大幅下挫。
- 3). **利率敏感产业 (特别是房地产业)：景气度明显回落。**2018 年由于美联储持续的加息，对高利率敏感的产业表现不佳，特别是房地产业景气度明显回落，出现了量价增速齐跌的局面。由于私人住宅市场往往是美国居民的消费能力以及对利率政策和经济前景判断的综合反映，房地产业趋冷成为了美国经济增长动能衰减的重要证明。
- 4). **金融市场：对加息更加敏感。**美联储在 2018 年“加满”四次，每次对于美股而言都是压力的增加。特别是 12 月经济出现放缓迹象之后美联储仍继续加息，对美股冲击更大，12 月 19 日当日标普 500 指数下跌 1.6%，创下了 1994 年以来美联储宣布加息当日的最大跌幅。当前，企业盈利表现受到多重不利因素拖累，在此情况下若持续加息很可能使得美国的金融条件进一步趋紧。
- 5). **全球经济：同步放缓。**更多数据进一步确认了全球经济的同步放缓趋势。此外，鲍威尔明确提到了英国脱欧、中美贸易谈判以及美国政府停摆等悬而未决的风险，说明这些不确定因素亦加剧了美联储对于美国所处的内外环境的担忧。

❖ **美联储加息周期接近尾声。**除就业市场外，其余四个方面的数据均表现欠佳，对持续加息构成阻力，这也是美联储“鹰派转鸽”的主要依据。美联储票委近期的言论表明其立场正趋于一致，1 月议息会议声明正式确认了美联储的加息周期进入尾声。

❖ **对加息预测的调整：**我们预计美联储将维持“观望”态度 (wait-and-see)，在今年上半年将暂停加息，待下半年择机加息一次，具体时间取决于以上四重阻力何时改善。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，美元的支撑则将进一步趋弱。

谭卓, 博士

电话: (86) 755 8316 7787

邮件: zhuotan@cmbchina.com

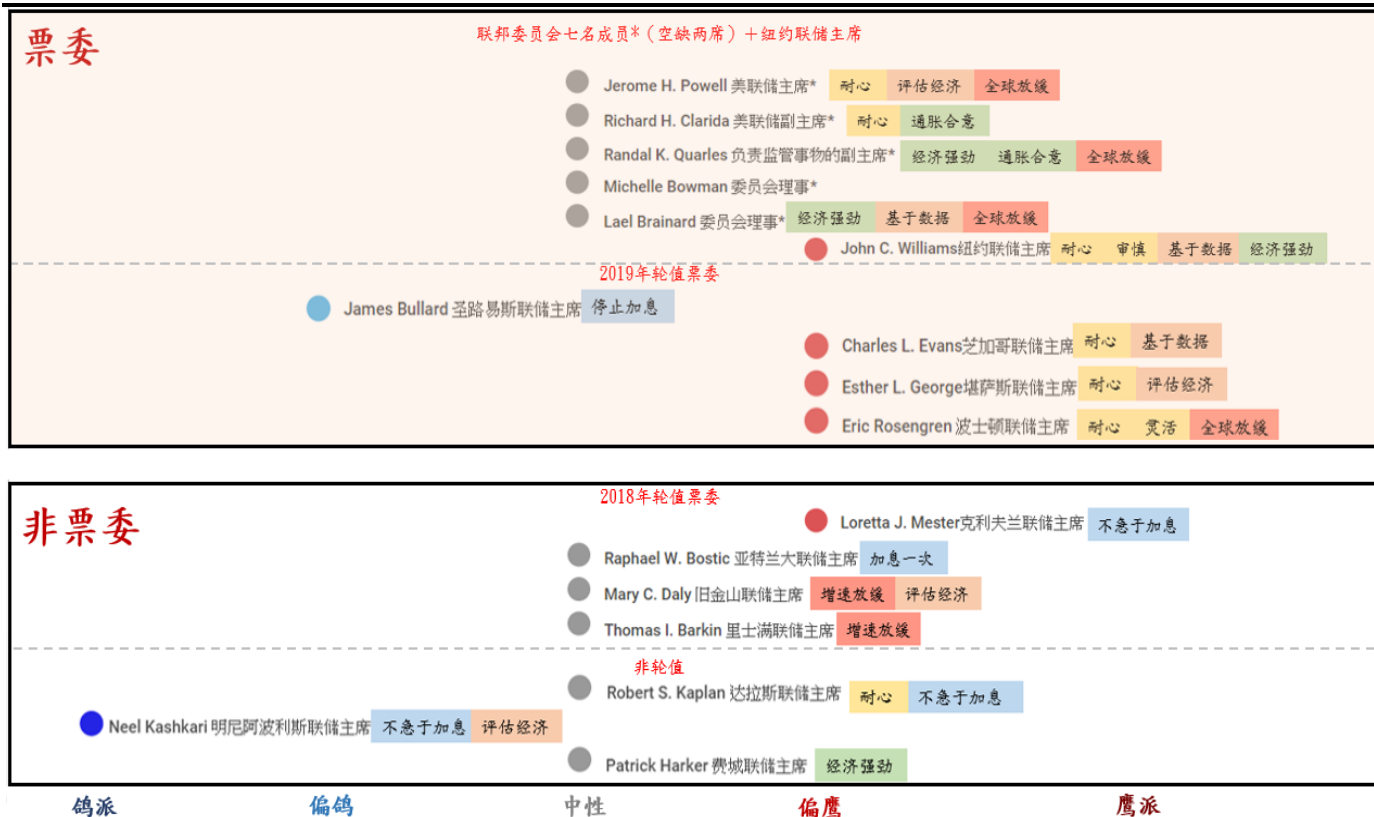
成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

一、前瞻指引“由鹰转鸽”，政策立场趋于收敛

图 1：美联储官员政策立场及近期言论要点



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究（图中圆点对应坐标轴为 2018 年底该官员的政策立场，名尾词条提取了 2019 年 1 月该官员的发言表态关键词）

去年 12 月议息会议以来，几乎所有联储官员的立场均出现了“鸽派”转向，“耐心”、“基于数据”等词汇成为了他们言论中的关键字，主要观点包括：

（一）美国经济增长动能放缓。纽约联储主席威廉姆斯（John Williams）认为 2019 年美国经济增长将较上年有所放缓，维持 2%至 2.5%的增速，通胀疲弱，而利率已接近中性水平。

（二）全球经济下行风险上升，增速将放缓。美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）、理事布雷纳德（Lael Brainard）、波士顿联储主席罗森格伦（Eric Rosengren，2019 年有票权）等官员相继强调了全球经济放缓的负面影响，担心中国经济增速放缓、英国脱欧僵局、联邦政府停摆风波等下行风险会进一步对消费者信心、商业情绪乃至实体经济产生负面影响。

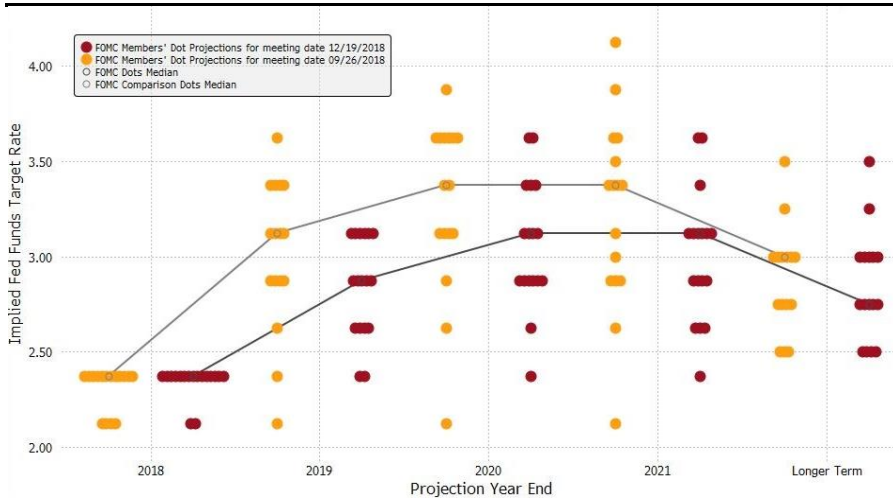
（三）美联储需要耐心而仔细地评估经济状况以做决定。“耐心”成为了今年 1 月联储官员最常提及的关键词，亦出现在 1 月的美联储会议纪要中。鲍威尔在 1 月 10 日的演讲中四次提到“耐心”，而副主席克拉里达（Richard Clarida）亦坦言对于现阶段的利率来说，“耐心是一种美德”。达拉斯联储主席卡普兰（Robert Kaplan，2019 年无票权）认为保持耐心需要数周甚至数月。

（四）货币政策走向将取决于经济数据（data dependent）。有着很强政策影响力的联储委员会理事布雷纳德和纽约联储主席威廉姆斯等人，在 1 月先后强调了经济数据对现阶段货币政策走向的重要性。鲍威尔在 1 月议息会议后的发布会上也表示，美联储将保持多久的“耐心”完全取决于数据（depend entirely on the data）。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数据表现将很大程度上左右美联储何时“重启”加息。

(五) 美国金融条件明显收紧。鲍威尔、联储副主席夸尔斯、波士顿联储主席罗森格伦（2019年有票权）和克利夫兰联储主席梅斯特（Loretta Mester，2019年无票权）等均表示留意到金融收紧带给资本市场的压力，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。

(六) 加息空间有限，节奏将放缓。部分联储官员直接或间接表达了对于加息次数的看法。亚特兰大联储主席波斯蒂奇（Raphael Bostic，2019年无票权）认为可能只需再加息一次即可完成此轮货币政策正常化过程。堪萨斯城联储主席乔治（Esther George，2019年有票权）认为前几轮加息产生的影响尚未完全体现、当前暂停货币政策正常化进程将保证有更多时间评估经济效果。圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard，2019年有票权）认为今年的任何加息都会被证明是多余的，且将会把美国经济推向衰退。在去年12月的议息会议上，认为2019年加息不超过两次的联储官员已过半数。

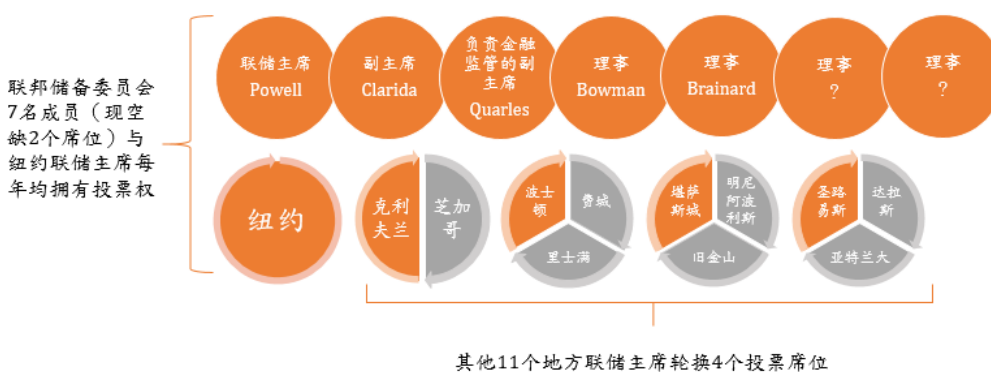
图2：加息点阵图：2018年12月票委立场（红色）相较9月（黄色）显著收敛



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究（黄色点为9月点阵图，红色点为12月点阵图，折线连接中位数）

值得一提的是，5位立场一贯“偏鹰”官员（其中4位为2019年票委），也都强调保持耐心和评估数据的重要性。例如，向来最为鹰派的芝加哥联储主席埃文斯（Charles Evans，2019年有票权）也转向了中立，同意联邦公开委员会当前需要保持耐心，必要时需要非常耐心。

图3：美联储公开市场委员会轮换机制



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

新年伊始，鹰派票委“鸽声”不断对市场进行“前瞻指引”，表明联储内部就经济状况和中短期风险的评估更加趋于一致。1月议息会议进一步释放了美联储“暂停加息”的强烈信号。会议声明对美国经济的判断从之前的“强劲”（strong）调整为“稳步”（solid），同时删除了去年12月关于“进一步渐进加息”（some further gradual increases）的表述。

图 4：2018 年 12 月与 2019 年 1 月美联储会议声明对比

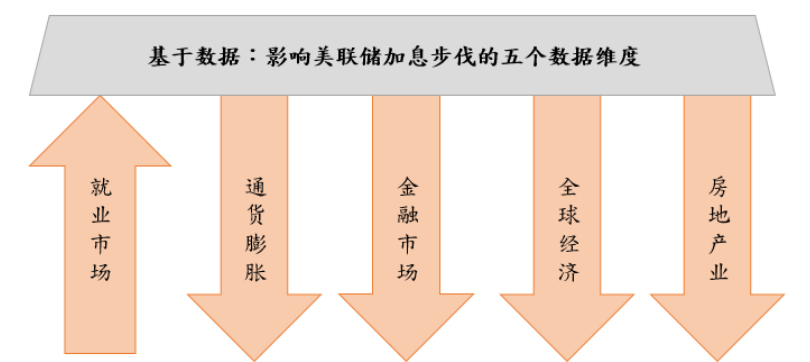
2018年12月声明	2019年1月声明
经济在强劲增长	经济在稳步增长
(不适用)	尽管近几个月基于市场的通胀补偿指标已经走低，但基于调查的长期通胀预期几乎没有变化
委员会判断进一步调高联邦基金利率的目标范围符合经济持续扩张的走势	委员会仍然认为持续的经济增长、强劲就业和通胀维持在2%目标水平仍是最可能出现的结果。
委员会认为，经济前景的风险大致平衡，但将继续监测全球经济和金融市场走势，并评估其对经济前景的影响。	鉴于全球经济和金融市场近期的发展，以及通胀压力的缓和，委员会将耐心等待，以确定联邦基金利率的目标范围
鉴于已实现和预期的劳动力市场状况和通胀走势，委员会决定将联邦基金利率的目标范围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

资料来源：美联储、招商银行研究院、招银国际研究

二、美联储观测数据的五个维度

如何理解美联储反复强调的“基于数据（data-dependent）”？研究美联储议息会议纪要和决策过程发现，“基于数据”主要涵盖五个维度：（1）劳动力市场表现；（2）通胀压力和通胀预期；（3）利率敏感产业走势；（4）金融市场表现；（5）全球经济走势。据此五维度分析，去年 12 月美联储加息之后，除劳动力市场依旧保持强劲增长外，其余四项的发展均对进一步加息构成阻力。

图 5：美联储观测数据的五个维度



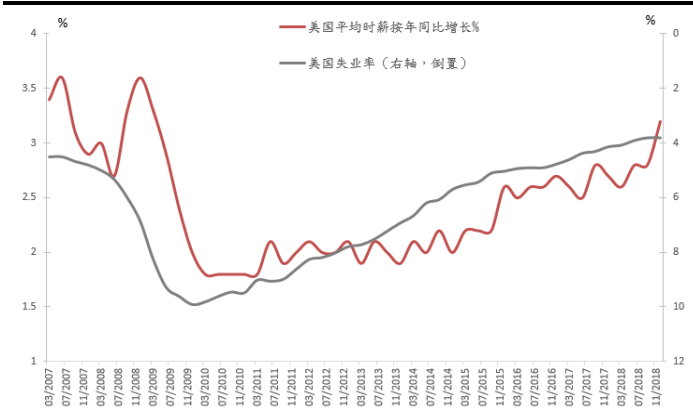
资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

（一）就业市场表现强劲

次贷危机后的经济复苏中，美国的就业状况持续改善。2018 年底，失业率一度降至 3.7%，为半世纪以来最低。1 月的 ADP 非农就业人数为 21.3 万，远高于预期的 18.1 万，且各个行业的就业都出现明显增长，制造业新增就业人数更是达到近四年来最快增速。

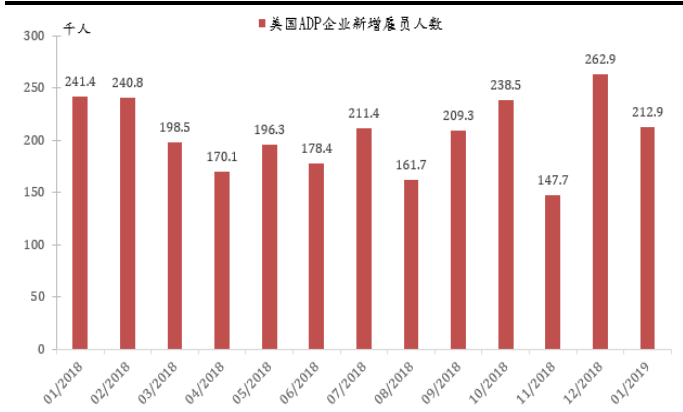
鉴于美国就业市场的强劲表现，预计今年上半年平均薪资增速仍将稳步提升，并有可能反映在通胀上。因此，美联储在今年完全不再加息、本轮加息戛然而止的可能性仍然较低。

图 6: 美国失业率和平均时薪同比增速



资料来源: 彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 7: ADP 新增就业人数显示劳动力市场保持强劲增长



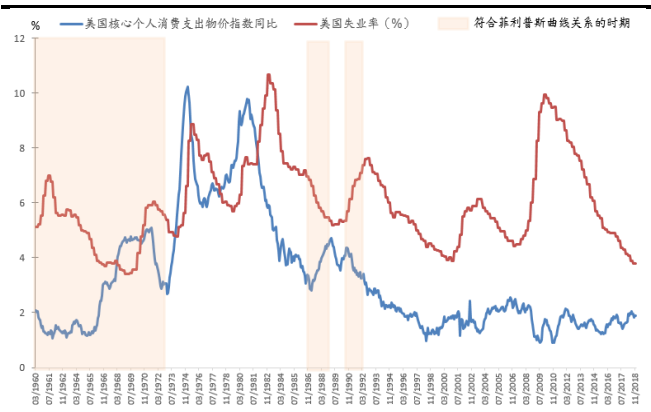
资料来源: 彭博、招商银行研究院、招银国际研究

(二) 通胀难达联储目标

美联储两大政策目标之一是控制通货膨胀，近期通胀压力的下降使得美联储连续加息的动力大幅减弱。美联储所重视的核心 PCE 价格指数同比增速仅在去年 7 月底首次略超 2%，其后一直位于联储目标下方，主要原因有二：

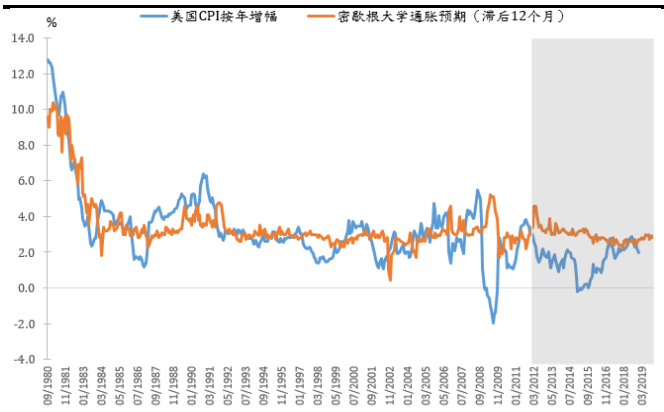
(1) 菲利普斯曲线响应钝化。经典的菲利普斯曲线表明，通胀率和失业率之间存在此消彼长的关系，低失业率通常伴随较高的通货膨胀率。然而，此轮美国经济复苏中薪资和通胀增速并未跟随就业市场的景气度而快速提升。平均时薪直至 2018 年底才开始有所反弹。通胀迟滞于“强就业”的原因包括全要素生产率的降低、劳动参与率的降低以及新招工产业技术含量偏低等。

图 8: 美国的菲利普斯曲线响应钝化



资料来源: 彭博、招商银行研究院、招银国际研究

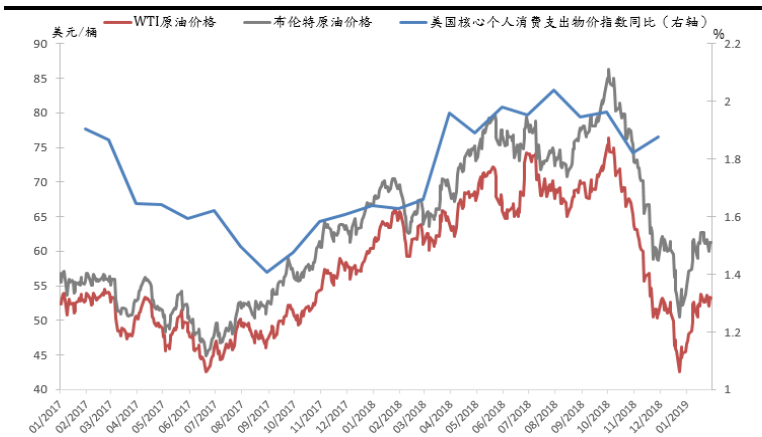
图 9: 美国通胀表现疲弱



资料来源: 美联储、招商银行研究院、招银国际研究

(2) 油价大幅下跌减轻通胀压力：自 2018 年 10 月初以来，由于供应过剩和全球需求下降，油价大幅下跌了三分之一。去年 12 月美国 PPI 环比下降 0.2%，创两年多以来最大降幅，主要也是受到能源产品成本骤降的拖累。在全球供给端不出现重大变化的基准情境下，国际油价在 2019 年将向长期均衡价靠拢，布伦特原油价格中枢预计在每桶 60 至 65 美元附近，WTI 原油价格预计在 50 至 55 美元附近。油价对于美国通胀的提升作用将大幅减弱。

图 10: 2018 年四季度油价大幅下跌之后，通胀压力进一步降低

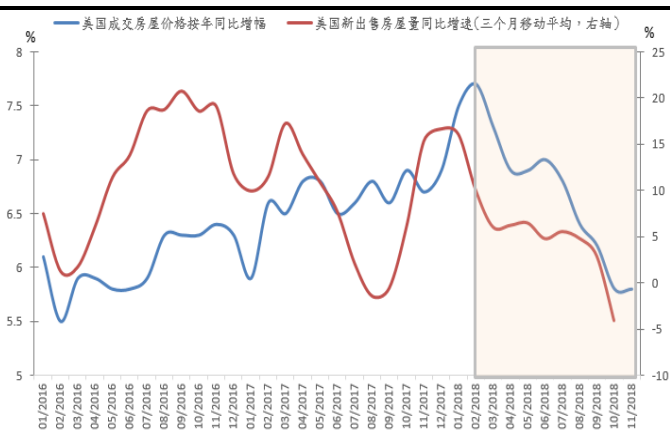


资料来源: 彭博、招商银行研究院、招银国际研究

(三) 利率敏感产业（特别是房地产业）景气度明显回落

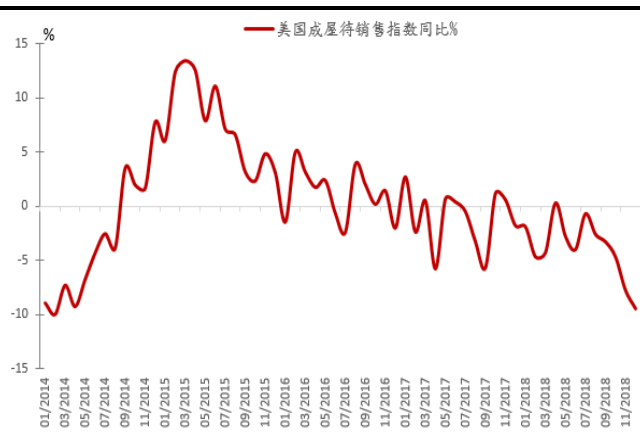
2018 年由于美联储持续的加息，对高利率敏感的产业表现不佳，特别是房地产业景气度明显回落，出现了量价增速齐跌的萧条局面。由于私人住宅市场往往是美国居民的消费能力以及对利率政策和经济前景判断的综合反映，房地产业趋冷成为了美国经济增长动能衰减的重要证明。

图 11: 美国房地产行业“量价齐跌”



资料来源: 彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 12: 美国成屋销售增速下滑



资料来源: 彭博、招商银行研究院、招银国际研究

(四) 金融市场对加息更加敏感

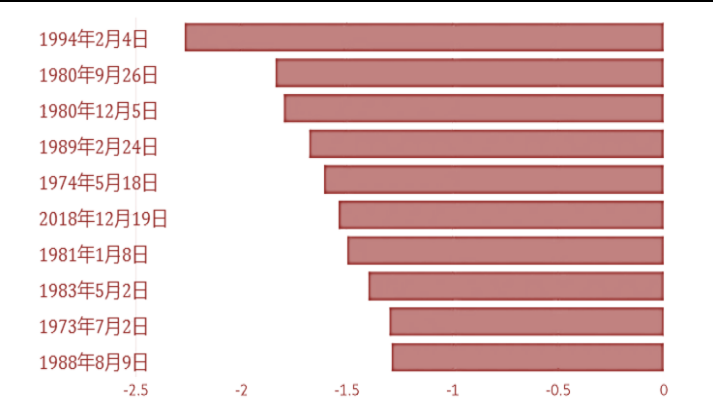
美联储在 2018 年“加满”四次，每次对于美股而言都是压力的增加。特别是 12 月经济出现放缓迹象之后美联储仍继续加息，对美股冲击更大，12 月 19 日当日标普 500 指数下跌 1.6%，创下了 1994 年以来美联储宣布加息当日的最大跌幅。当前，企业盈利表现受到多重不利因素拖累，在此情况下若持续加息很可能使得美国的金融条件进一步趋紧。

图 13: 去年四次加息之后美股均下跌，特别是 12 月下挫幅度更大



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 14: 12 月的美联储加息引发标普 500 指数自 1994 年以来的最激烈反应

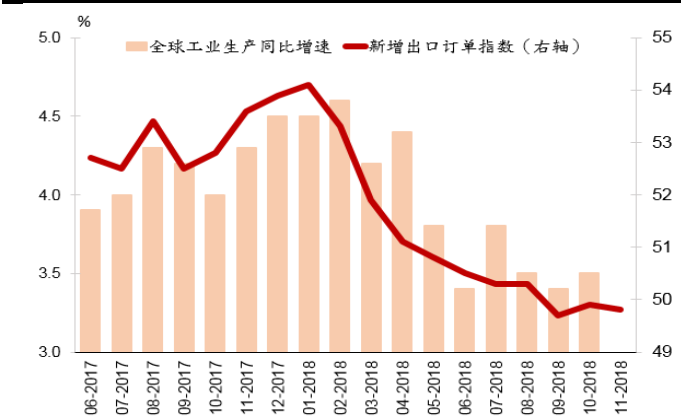


资料来源：金融时报、招商银行研究院、招银国际研究

(五) 全球经济同步放缓

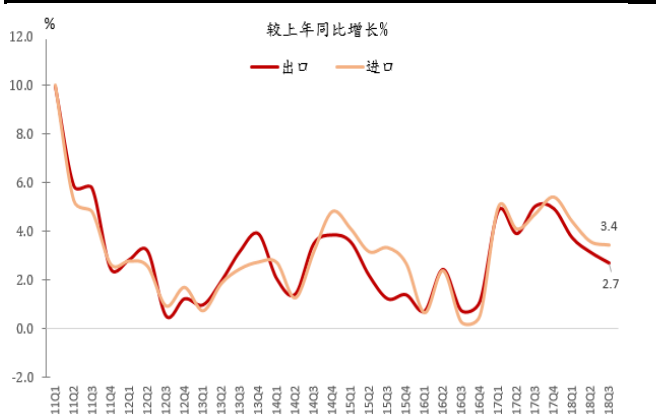
上年 12 月议息会议以来，更多数据进一步确认了全球经济的同步放缓趋势。贸易摩擦和周期下行对全球贸易增速的负面影响逐渐显现，新增出口订单明显减少。在此背景下，世界银行在一月初发布的《全球经济展望》半年报中，预计全球经济增速将从 2018 年的 3% 放缓至 2019 年的 2.9%，预计美国、欧元区和中国在 2019 年的实际 GDP 增长率分别为 2.5%、1.6% 和 6.2%。由于新兴市场国家将面临贸易需求降温 and 流动性收紧等复杂外部环境的持续考验，世行将新兴市场和发展中经济体的 2019 年实际 GDP 增速预测值由之前的 4.7% 下调至 4.2%。国际货币基金组织 (IMF) 继去年 10 月因贸易紧张局势加剧等因素下调了 2019 年和 2020 年全球经济增长预期至 3.7% 之后，于 1 月 21 日再次下调今明两年全球经济增长预期，分别下调 0.2 和 0.1 个百分点至 3.5% 和 3.6%。此次下调的主要原因是欧元区经济下行和贸易纠纷持续。此外，鲍威尔在 1 月议息会议之后的发布会中明确提到了英国脱欧、中美贸易谈判以及美国政府停摆等悬而未决 (unresolved) 的风险，说明这些不确定性亦加剧了美联储对于美国所处的内外环境的担忧。

图 15: 全球需求转弱，工业生产和出口订单增速下滑

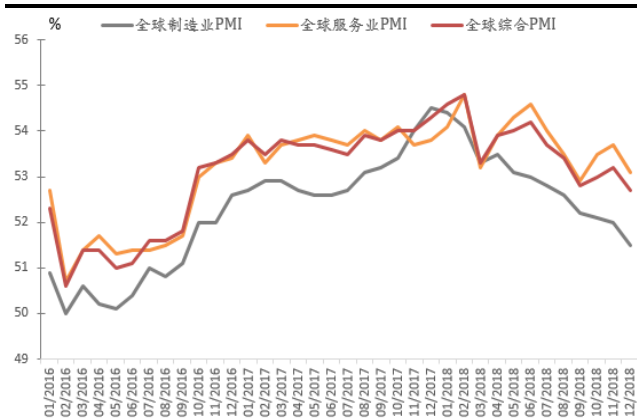


资料来源：世界银行、招商银行研究院、招银国际研究

图 16: 全球贸易增速放缓



资料来源：联合国贸发会议、招商银行研究院、招银国际研究

图 17: 全球 PMI 指数显示经济增长动力明显下降

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

从上述五个维度看，去年 12 月美联储加息之后，除就业市场外，其余四项均对持续加息构成阻力，这也是美联储强调“耐心”、暂停加息的主要依据。

三、一步之遥的加息周期终点

总体来看，美联储此轮加息距离终点仅一步之遥。美国目前的政策利率水平（2.25-2.5%）已趋近 3% 的中性利率水平，在经济放缓、金融市场波动加剧、政治不确定性仍存的情况下，未来美联储仅余 1-2 次的加息空间，何时重启加息将取决于以上四重阻力特别是通胀前景何时改善。

我们预计美联储在今年上半年将暂停加息，或于下半年择机加息一次。美联储加息节奏放缓、空间缩小，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，美元的支撑则将进一步趋弱。我国的货币政策操作也将因此获得更大空间。

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 个月的潜在涨幅在-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 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作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法律责任。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，请与我们联络。

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士。