



每周经济视点 2016年9月29日

研究部联席主管

陈宋恩

电话: 852-21478805

电邮: philipchan@abci.com.hk

分析员

潘泓兴

电话: 852-21478829

电邮: paulpan@abci.com.hk

2017年美国利率展望

- 美国货币政策紧缩步伐比预期慢
- 美联储正在调整市场对加息的预期，从而稳定经济走势
- 美联储预测在2018年前利率将会上涨50个基点到1%，但是市场认为这样的可能性较低
- 失业率在2017-2018年间将会有稍微的改善，并将会在2019年触底反弹
- 通胀率将会在2018年达到2%的目标
- 道指将会在2017年保持目前的升势，但是市场风险将会在2018-2019年间最大化

2017年底的联邦基金利率中位数为1.1%，暗示美联储将会在2018年前将利率提升50个基点。美联储在3月、6月、9月的议息会议中不断调低2016-2018年联邦基金利率的预测，整体的利率曲线向下移动。这意味着未来加息的频率和幅度将会低于预期。我们认为，美联储所释放出的信号是，就算经历了2016-2018年的加息周期，低利率环境仍将会持续。美联储希望通过调整市场的预期，以鼓励企业增加投资和扩张业务，从而支持经济的增长。（图表1）

联邦基金利率在长期的走势将低于3%，比1998-2007年间的均值低78个基点。在9月的议息会议中，美联储预期2016年底的联邦基金利率将会达到0.6%，比2015年底预期的水平低0.8个百分点。美联储同时也预测，联邦基金利率的中位数在2017年底和2018年底将分别为1.1%和1.9%，分别比2015年底的预测值低1.3个百分点和1.4个百分点；长期联邦基金利率将达到2.9%，比2015年底的预测值低0.6个百分点。我们的计算显示，在1998-2007年间（量宽前），联邦基金利率的均值为3.78%，而在1988年到2016年9月之间的均值则为2.23%。因此，最新的长期联邦基金利率预测要比量宽前的均值低。美联储或许是正在向市场间接发出信号，长期联邦基金利率将不会回升到QE前的水平。（图表2-3）

联邦基金利率期货显示市场对利率的看法与美联储的预测不一致。在9月28日，联邦基金利率期货市场显示有53%的机率美联储将会在2016年12月将联邦基金目标利率上调25个基点至0.75%，但只有35%的机率美联储会在2017年底之前将联邦基金利率进一步提升25个基点至1.0%。市场目前对于经济是否足以承受美联储在2017年进一步的加息动作所带来的影响持有不同的观点。

失业率在未来几年内的改善幅度将会逐步减少，显示货币政策对就业市场的影响力正在下降。美联储目前预测今年四季度的平均失业率将会达到4.8%（8月值为4.9%）。而失业率已经从2013年12月的6.7%下降到2014年12月的5.6%，并在2015年12月进一步下降到5.0%。尽管失业率在2016年的改善幅度有所下降，但是美联储仍认为失业率将会在2017年和2018年分别达到4.6%和4.5%。美联储对于长期失业率的预期为4.8%，高于2017和2018年的预期水平。因此，美联储的预测数据显示，美国的失业率将会在2018年探底，并会在之后回升。（图表4-5）



若美联储的预期正确，美国股票市场在 2017 年将延续之前的升势。道指和失业率历史数据显示，当失业率达到周期的低位后，道指则将会达到周期内的高位。美联储目前预期失业率将会在 2018 年达到周期内的低位。因此，我们认为道指将会在 2018 年达到当前周期的高位。（图表 6）

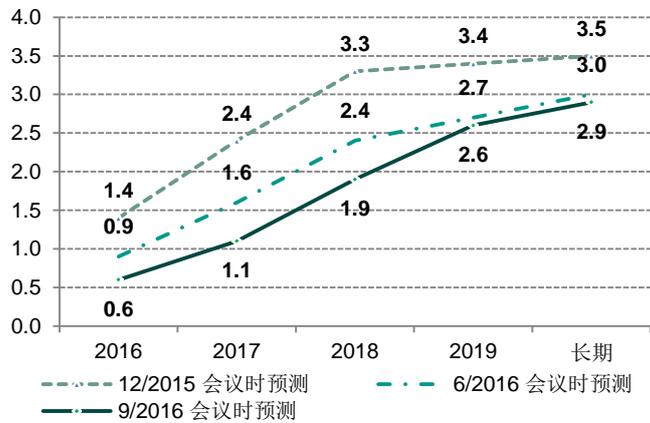
核心 PCE 通胀率在 2018 年将达到 2%。尽管美联储仍保持其 2018 年的通胀预期，但其已经调低了 2017 年的通胀预期。美联储预期核心 PCE 通胀率（剔除食品和能源）将会在 2016 年四季度达到 1.7%，比 2016 年 6 月的 1.61% 高，而在 2017 年 4 季度、2018 年 4 季度、2019 年四季度将会分别达到 1.8%、2.0%、2.0%。美联储的预测显示，通胀率将会在 2018 年达到其预期的 2% 目标，并将在 2019 年维持稳定。换句话说，较为温和的通胀环境使美联储在 2018-2019 年没有加息的依据。（图表 7）

美联储正在调低 2016-2017 年经济增长的预期。我们认为，这是美联储在考量未来就业市场的改善幅度将逐步减少之后的合理调整。在 9 月，美联储预期今年四季度 GDP 增长将达到 1.8%，比上年 12 月所做的预测低 0.6 个基点；2017 年四季度 GDP 增长预期也从上年 12 月预测的 2.2% 下调到目前预测的 2.0%；长期 GDP 增长速度为 1.8%，比上年 12 月的预测值低 0.2 个百分点。

通胀压力的降低和失业率的轻微改善将使货币政策在 2017 年的紧缩程度低于及缓于预期。美联储的经济预测显示，当通胀率在 2018-2019 年达到 2% 的目标水平和失业率见底之后，美国经济将面临较大的下行风险。从长远来看，美国的经济将会保持略低于 2% 的增速。



图表 1: 联邦基金利率曲线 (年末中位数), (%)



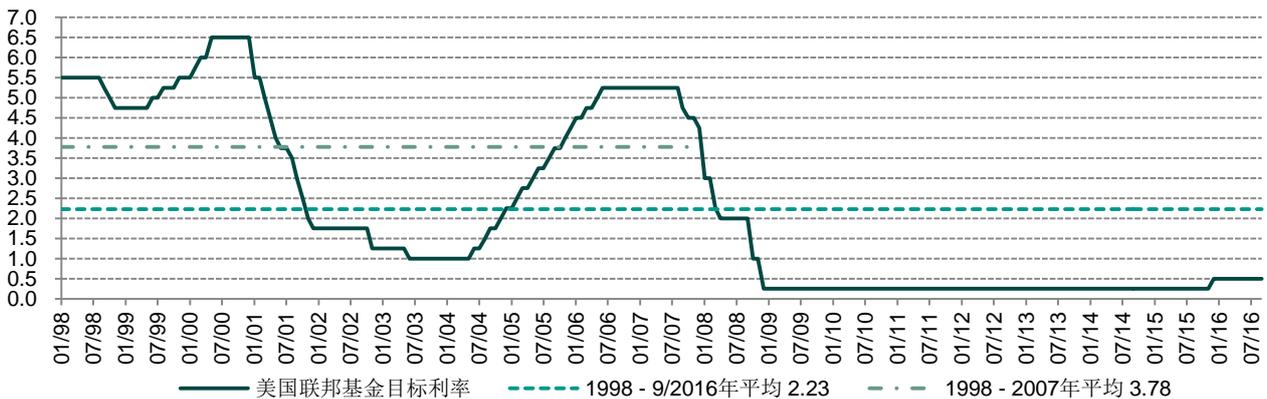
来源: 美国联邦储备理事会理事、农银国际证券

图表 2: 联邦基金利率预测 (年末中位数), (%)



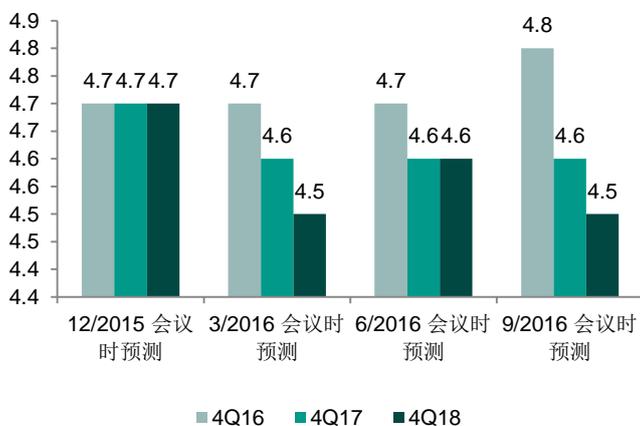
来源: 美国联邦储备理事会理事、农银国际证券

图表 3: 美国联邦基金目标利率 (%)



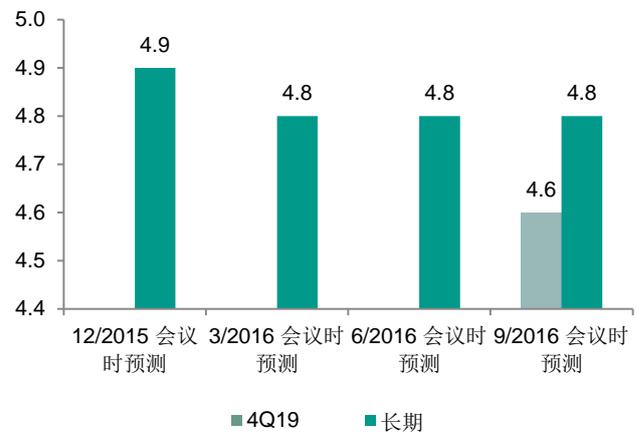
来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 美联储在各个 FOMC 会议对于失业率预测 (每年第 4 季度的平均), (%)



来源: 美国联邦储备理事会理事、农银国际证券

图表 5: 美联储在各个 FOMC 会议对于失业率预测 (每年第 4 季度的平均), (%)



来源: 美国联邦储备理事会理事、农银国际证券

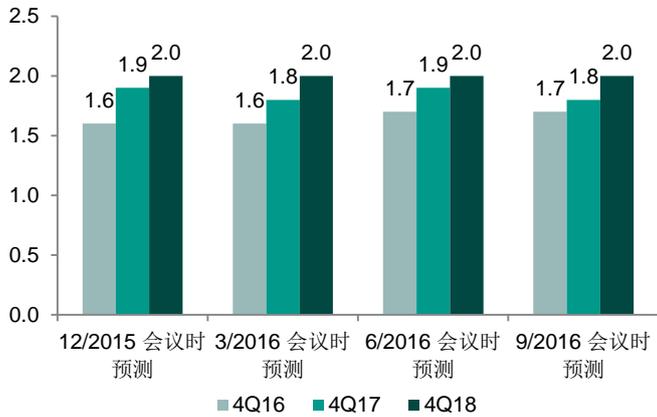


图表 6: 道琼斯指数 VS 美国失业率 (失业率触底后, 指数开始见顶)



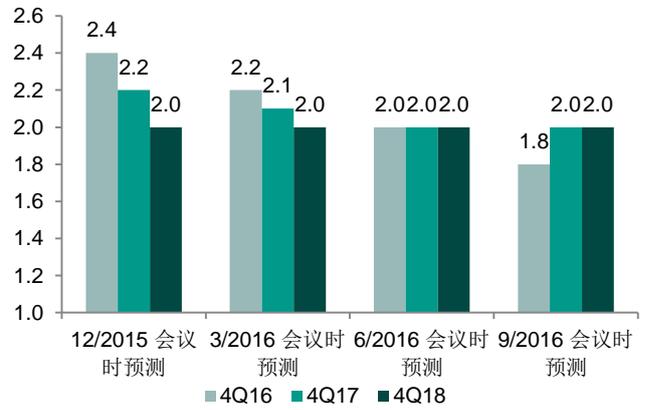
来源: 彭博、农银国际证券

图表 7: 核心 PCE 通胀率 (即剔除食品和能源) (同比增长%)



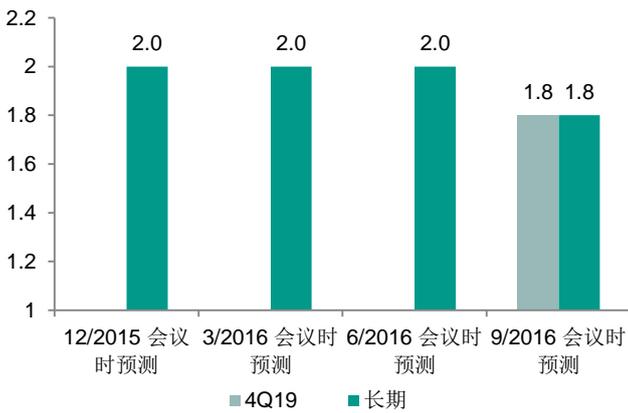
来源: 美国联邦储备理事会理事、农银国际证券

图表 8: GDP 预测 (各年第四季度, 同比增长%)



来源: 美国联邦储备理事会理事、农银国际证券

图表 9: 长期 GDP 预测 (各年第四季度, 同比增长%)



来源: 美国联邦储备理事会理事、农银国际证券



中国经济数据

	2015						2016							
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
实际国民生产总值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---
出口增长 (同比%)	(8.3)	(5.5)	(3.7)	(6.9)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)
进口增长 (同比%)	(8.1)	(13.8)	(20.4)	(18.8)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5
贸易余额 (美元/十亿)	43.0	60.2	60.3	61.6	54.1	60.1	63.3	32.6	29.9	45.56	49.98	48.11	52.31	52.05
零售额 (同比%)	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6
工业增加值 (同比%)	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3
制造业 PMI (%)	50.0	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4
非制造业 PMI (%)	53.9	53.4	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	52.7	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5
固定资产投资(累计同比%)	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1
消费物价指数 (同比%)	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3
生产者物价指数 (同比%)	(5.4)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.9)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)
广义货币供应量 (同比%)	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4
新增贷款 (人民币/十亿)	1,480	809.6	1,050	513.6	708.9	597.8	2,510	726.6	1,370	555.6	985.5	1,380	463.6	948.7
总社会融资 (人民币/十亿)	742	1,082	1,300	476.7	1,020	1,815.1	3,425.3	824.5	2404.0	751.0	659.9	1,629.3	487.9	1470.0

世界经济/金融数据

股指			大宗商品					债券收益率及主要利率		
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币		价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)		周变化 (基点)
美国			能源					美国联邦基金目标利率		
道琼斯工业平均指数	18,339.24	0.43	17.65	美元/桶	47.08	5.85	676,830	0.50	0.00	
标准普尔 500 指数	2,171.37	0.31	20.45	美元/桶	48.62	5.95	247,037	3.50	0.00	
纳斯达克综合指数	5,318.55	0.24	41.86	美元/百万英热单位	3.02	2.06	64,893	1.00	0.00	
MSCI 美国指数	2,070.84	0.30	21.10	人民币/公吨	552.00	1.10	N/A	0.1065	3.05	
欧洲			普通金属					美国 1 年期国债		
富时 100 指数	6,849.38	(0.87)	57.57	美元/公吨	1,653.00	1.46	10,456	1.1427	(1.33)	
德国 DAX30 指数	10,438.34	(1.78)	23.61	美元/公吨	1,665.00	1.71	49,677	1.5823	(3.61)	
法国 CAC 40 指数	4,432.45	(1.25)	22.65	美元/磅	4,808.00	(0.70)	7,210	0.1065	3.05	
西班牙 IBEX 35 指数	8,740.40	(0.94)	21.66	美元/公吨	4,818.00	(0.76)	41,330	1.1427	(1.33)	
意大利 FTSE MIB 指数	16,222.21	(1.40)	37.30	美元/公吨	1,328.10	(1.01)	147,938	1.5823	(3.61)	
Stoxx 600 指数	342.57	(0.80)	27.47	美元/蒲式耳	330.75	(1.71)	135,417	0.1065	3.05	
MSCI 英国指数	1,993.95	(0.88)	60.28	美元/蒲式耳	403.50	(0.31)	48,232	1.1427	(1.33)	
MSCI 法国指数	125.78	(1.26)	20.94	美元/蒲式耳	23.78	4.76	77,512	1.5823	(3.61)	
MSCI 德国指数	133.7	(1.55)	23.91	美元/蒲式耳	953.50	(0.16)	120,333	0.1065	3.05	
MSCI 意大利指数	45.9	(1.69)	38.03	美元/蒲式耳	330.75	(1.71)	135,417	1.1427	(1.33)	
亚洲			农产品					美国 5 年期国债		
日经 225 指数	16,699.18	(0.33)	20.79	美元/蒲式耳	403.50	(0.31)	48,232	1.5823	(3.61)	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,465.10	0.62	24.54	美元/蒲式耳	23.78	4.76	77,512	0.1065	3.05	
恒生指数	23,694.92	0.04	12.81	美元/蒲式耳	953.50	(0.16)	120,333	1.1427	(1.33)	
恒生中国企业指数	9,777.18	(0.19)	8.38	美元/蒲式耳	330.75	(1.71)	135,417	1.5823	(3.61)	
沪深 300 指数	3,250.39	(0.77)	14.98	美元/蒲式耳	403.50	(0.31)	48,232	0.1065	3.05	
上证综合指数	3,003.40	(1.01)	17.44	美元/蒲式耳	23.78	4.76	77,512	1.1427	(1.33)	
深成指	10,527.50	(0.77)	31.98	美元/蒲式耳	953.50	(0.16)	120,333	1.5823	(3.61)	
MSCI 中国指数	64.22	(0.77)	14.01	美元/蒲式耳	330.75	(1.71)	135,417	0.1065	3.05	
MSCI 香港指数	13,309.32	(0.05)	15.36	美元/蒲式耳	403.50	(0.31)	48,232	1.1427	(1.33)	
MSCI 中国指数	800.05	(1.61)	16.91	美元/蒲式耳	953.50	(0.16)	120,333	1.5823	(3.61)	

附注:

- 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日日期)
- 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12个月无本金交割远期
汇率	1.1228	1.3026	0.7695	101.33	0.9707	6.6704	7.7536	6.8310
周变化 (%)	0.02	0.46	0.94	(0.31)	(0.03)	(0.02)	0.04	0.37



权益披露

分析员, 陈宋恩以及潘泓兴, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数指恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2016 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183