



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2022年3月17日

农银国际政策透视

美联储 3 月 FOMC 会议的 宏观、金融及资本市场分析



政策透视

目录

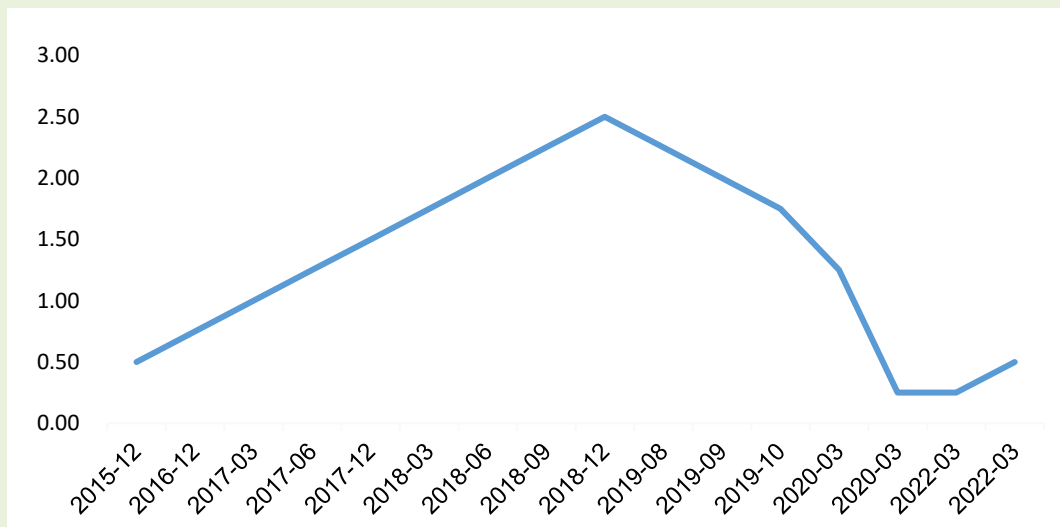
美联储 3 月 FOMC 会议的宏观解读	3
美联储加息对香港金融业的影响	6
美联储启动加息周期对资本市场的影响.....	8

2022年3月17日
经济师：姚少华

美联储3月FOMC会议的宏观解读

与市场预期一致，美联储货币政策委员会 FOMC 的委员会后投票决定，将联邦基金利率的目标区间上调 25 个基点，升至 0.25%到 0.50%(图 1)。这是美联储自 2018 年 12 月以来首次加息。本次会后公布的美联储官员预期未来利率水平点阵图显示，美联储预计今年还将加息六次，明年再加息三次。到今年年底联邦基金利率的目标区间将升至 1.75%-2.00%，明年年底将升至 2.50%-2.75%。

图 1: 美联储联邦基金目标利率 (%)



来源: 美联储, 农银国际证券

经济数据预测方面，美联储下调了今年经济增长预测，同时上调了通胀预测，失业率的预测基本保持不变。与去年 12 月时相比，本次会议美联储委员将 2022 年第 4 季经济增长预期从 4.0%下调至 2.8%，下调了 1.2 个百分点。通胀方面，美联储委员大幅上调 2022 年第 4 季的通胀预期，将 PCE 和核心 PCE 预期各上调 1.7 与 1.4 个百分点，分别达到 4.3%和 4.1%，对明后两年的通胀预测亦分别小幅上调。

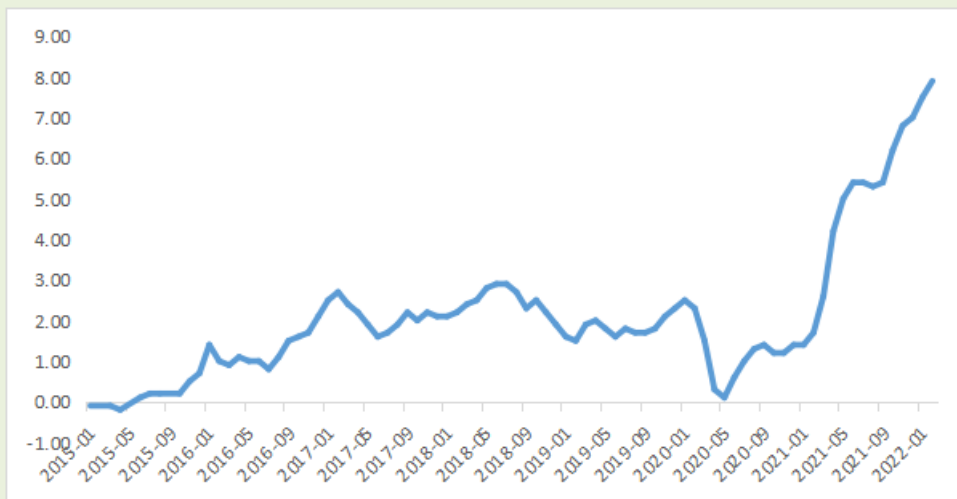
政策透视

缩表方面，FOMC 委员会预计，在将要到来的一次会议上，开始削减对美国国债证券、机构债券和机构 MBS 的持仓。1 月 FOMC 会议后，美联储公布了缩表原则，称美联储属意的减持美债方式主要是，调整再投资系统公开市场账户（SOMA）所持证券收到本金款项的金额，也就是说，并非主动抛售债券。本次会后并未提及修改这一原则。

对整体经济评估方面，会后声明表示经济活动和就业指标继续增强。近几个月就业增长强劲，失业率大幅下降。通胀仍居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的价格压力。相比上次会议，本次美联储在评述经济相关事件时添加了有关俄乌局势的措辞，称俄乌冲突可能对通胀制造了新的上行压力，可能也给经济活动施压。

整体来看，本次美联储货币政策会议相当鹰派，可见控通胀已成为美联储决定货币政策的首要考虑因素。相反，由于就业市场保持强劲，美联储认为较快的加息不会令经济陷入衰退。美国 2 月 CPI 同比上涨 7.9%，增速再次加快，这是自 1982 年 6 月以来的最高水平，同时也高于 1 月的 7.5%（图 2）。这已经是该数据连续十个月达到或高于 5%。2 月 CPI 环比增幅达到 0.8%，1 月增 0.6%。剔除波动较大的食品和能源价格后，2 月核心 CPI 同比上涨 6.4%，也创下 1982 年 8 月以来最大增幅，高于 1 月的 6.0%。从细分指标来看，2 月份能源商品同比上涨 37.9%，食品指数同比上涨了 7.9%，房屋租金同比上涨 4.7%。

图 2: 美国 CPI 同比增长 (%)



来源: Wind、农银国际证券

政策透视

当前的通胀数据显示美国的消费价格是全方位上涨，尤其是占 CPI 权重较高的房屋租金通胀继续升温，从 1 月的 4.4% 进一步上升到 4.7%。房租一旦上涨就很难回落，或为未来通胀带来持久的压力。俄乌军事冲突已推高全球能源价格，加上短期供应链问题或继续延续，我们预计未来数月美国通胀或进一步上升。我们预期美联储将在今年剩余时间再加息 6 次，到今年年底联邦基金利率的目标区间将升至 1.75%-2.00%。缩表将在 5 月开始，根据美联储在 1 月会后公布的缩表原则，缩表可能优先减少 MBS 的持有量，以减少对房地产的资金投入来控制房价和房租进一步上升来减缓通胀压力。

美联储正式步入新一轮加息周期，将对部分经济基本面较差的新兴经济体影响较大，主要可能表现在资本流出、汇率贬值和金融市场联动效应。但我们预计对中国的货币政策影响有限，主要因为中美货币政策所面临的宏观基本面不同。为应对新冠疫情，美国实行了史无前例的货币宽松政策，但中国基本维持了稳健的货币政策。中国 CPI 通胀处于低位，出口仍维持强劲带来人民币汇率贬值压力不大，加上中国经济下行压力仍存在，所以中国的货币政策将选择中性偏松的取向。昨日中国国务院金融委会议表示，关于宏观经济运行，一定要落实党中央决策部署，切实振作一季度经济，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长，我们预计后续中国降息降准的概率会进一步上升。

美联储加息对香港金融业的影响

我们认为，目前香港金融体系主要受四大因素影响，包括国内宏观经济、新冠疫情、美国加息周期及地缘政治发展，而由于港元与美元间的联系汇率系统，美国加息周期对香港金融业的影响尤其明显。预期美国加快加息周期将令香港市场利率带来较预期快的上升压力，为经济环境带来不确定性。

具体来说，由于美国跟香港的经济并不一致，从实际需求上美国加息并不等于香港需要加息，但联系汇率及资金自由流动令投资者可以利用两地利差套利，从而令到利差收窄。例如在港元的利息低于美国利息时，投资者可以借港元，买美元资产，赚取差价。而在借港元需求逐步增加的情况下，银行之间港元的数量减少令拆息上升。拆息上升令借港元成本增加，最终由于对港元的需求减少，令两地利率回归平衡。

而对香港金融机构来说，资金来源大致可分为三种，一是客户存款，现时香港客户存款利率处于低水平，短期来说客户基础较强的大型金融机构在这方面较具优势，但长期如果市场资金变得紧拙，较小的金融机构不排除会提高存款利率令竞争加剧。

二是在银行同业市场借款，相关利率根据香港银行同业拆息(HIBOR)计算，在过去周期可以看到，HIBOR 的变动与美国利率变动有着正面关系。以 2018 年为例，美国 FOMC 利率从 2018 年 3 月 22 日的 1.75% 上升 75 个基点至 2018 年 12 月 20 日的 2.5%，同期 1MHIBOR，3MHIBOR 及 6MHIBOR 则分别从 0.86% 至 1.46% 上升 103 至 149 个基点至 2.35% 至 2.49%，反映在实际需求下银行同业市场利率波动性较 FOMC 大，这对同业市场中净借出的银行明显有利。值得注意的是，近期 HIBOR 趋势已经开始反映市场对于加息的预期，截至 2022 年 3 月 17 日 1MHIBOR，3MHIBOR 及 6MHIBOR 已攀升至 0.28%、0.55% 及 0.94%。然而市场预期 FOMC 利率在 2022 年第四季平均值为 1.9%，现时 HIBOR 尚未充分反映，估计未来 HIBOR 趋势大概率上行。

政策透视

图 1: 1MHIBOR, 3MHIBOR 及 6MHIBOR 趋势图



来源: 彭博

三是向金管局借钱。金管局会以贴现窗利率向银行放贷，贴现窗利率参考 FOMC 利率及 1MHIBOR 计算。以 2018 年为例，美国 FOMC 利率从 2018 年 3 月 22 日的 1.75% 上升 75 个基点至 2018 年 12 月 20 日的 2.5%，同期金管局贴现窗基本利率由 2.0% 上升 75 个基点至 2.75%，与 FOMC 升幅一致。

尽管在利率上升周期金融机构资金成本将会上升，从过去经验看，香港金融机构较有能力将成本借着提高借贷利率转嫁消费者。因此银行净息差在利率上升周期有滞后性但普遍上升。现时香港金融机构一般以 HIBOR 或最优惠利率(P)来定价，其中以 HIBOR 为主。由于不同银行使用的 P 有所不同，以下我们以大型银行的 P 作出讨论。相比 2018 年美国 FOMC 利率从 2018 年 3 月 22 日的 1.75% 上升 75 个基点至 2018 年 12 月 20 日的 2.5%，同期香港大型银行的 P 稳定在 5.0%，这反映银行倾向不频繁调整 P，而是以调整上下浮利率幅度更有弹性地控制实际利率。这意味着对于一些以 P 定价的旧有贷款，除非银行对 P 作出调整，否则加息影响轻微。这包括近年的按揭贷款，其中多以 HIBOR 上浮定价但以 P 下浮封顶。

美联储启动加息周期对资本市场的影响

主要关注重点

至少两年的加息周期，重点是实际利率在加快上升周期。美联储对联邦基金利率的最新预测表明，利率上行周期将至少持续两年至 2023 年，并在 2024 年开始企稳，因为美联储预计 2022-23 年通胀压力仍将居高但续渐回落。随着名义利率上升和通胀压力缓解，这意味着实际利率在加快上升。因此，企业或投资者将经历至少 2 年的名义利率和实际利率上升周期。2020-21 年，企业经历低名义利率和通胀率上升周期，即实际利率在加快下降周期。2022-23 年实际利率进入加快上行周期，2020-21 年消费和投资增长趋势将逆转是大概率事。

利率期货市场在很大程度上反映了美联储今年的最新利率展望。美联储预计 2022 年第四季度联邦基金利率将升至 1.9%，2023 年第四季度升至 2.8%。利率期货反映市场预期 2022 年 12 月联邦基金利率为 1.94%。参考图 1。

债券市场可能未充分反映。美国 1 年期和 2 年期国债收益率目前分别为 1.27% 和 1.92%，其收益率远低于美联储预期的 2022 年末和 2023 年末联邦基金利率。5 年期和 10 年期国债收益率目前分别为 2.16% 和 2.16%，也远低于美联储预期的长期联邦基金利率 2.4%。如果美联储预测正确，债券价格仍有下行压力。美国国债价格进一步下跌将进一步加重全球固定收益和股票市场的下行压力。参考图 2。

市场预期通胀仍高。尽管市场预期美联储将持续加息，但国库通胀保护证券（Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS）市场反映金融市场预计通胀将在 2022-24 年保持高位。目前，TIPS 市场预计 1 年和 2 年通胀率将分别为 5.54% 和 4.42%。这表明市场当前预期未来的加息幅度不足以大幅抑制通胀。参考图 3。

大多数发达国家在 2022 年进入名义利率上升周期。根据利率期货市场和利率掉期市场，欧洲和澳大利亚在 2022-23 年也处于利率上升周期。参考图 4-5。

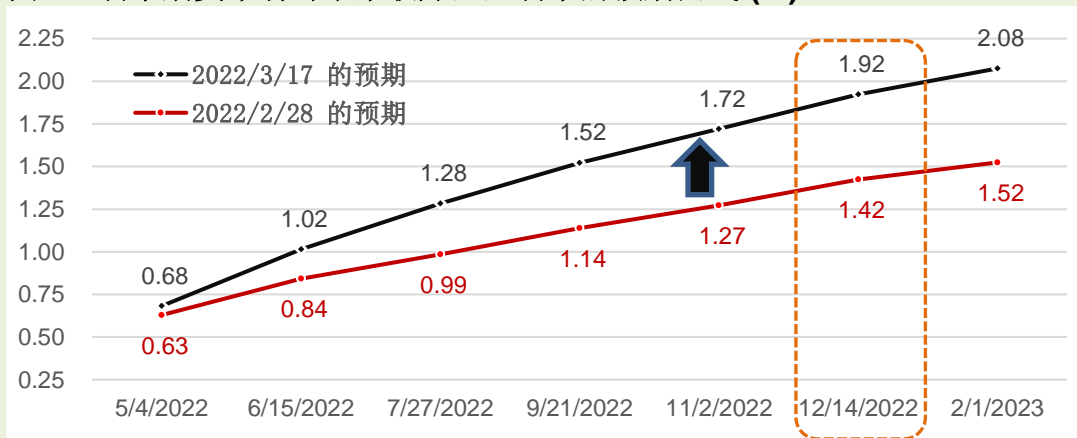
在名义利率上升周期和实际利率快速上升背景下的投资主题。在 2020-21 年实际利率快速下降的周期中，基金经理在投资组合中减少了现金头寸，消费和投资相关行业的公司是成长股的来源。在 2022-23 年实际利率快速上升的周期中，高利润增长股将是稀有供应，

政策透视

投资组合投资者将增加现金头寸，价值股可能会跑赢大盘。2022-23年，发达国家货币政策收紧，政府要平息经济波动，就需要放宽财政政策。因财政资源有限，受益于财政政策宽松的行业也应成为关注焦点。在未来长达两年的货币政策紧缩周期中，加杠杆投资或高杠杆行业将成为投资风险的来源。此外，债券市场或许还没有完全反映预期的利率上行周期，固定收益市场的下行风险不容小觑。

本周恒生指数估值（以市盈率和市净率衡量）跌至2020年估值区间底部，但目前情况与2020年不同。过去五年，恒生指数估值（以市盈率和市净率衡量）底部是在2020年3月当COVID-19开始全球爆发时。当时恒生指数估值底部在2020年预测市盈率为8.78倍，2020年预测市净率为0.88倍。本周3月15日该指数收盘18415，相当于2022年预测市盈率8.85倍和预测市净率0.93倍，指数在随后连续两天大幅反弹。投资者应注意2020-21年和2022-23年的背景差异。2020年3月，恒生指数估值见底反弹后，全球主要央行纷纷大幅放松货币政策，主要发达国家实际利率呈快速下降趋势。在当前情况下，本周恒生指数估值再次接近2020年估值区间底部，但之后2022-23年主要央行开始收紧货币政策，主要发达国家实际利率呈快速上升趋势。我们参考2020-21年和今年迄今为止的指数估值波动范围，基于恒生指数现有成份股，我们预计2022年第二季度该指数估值区间为2022年预测市净率0.95-1.09倍，相当于18870-21650左右。参考图6-7。

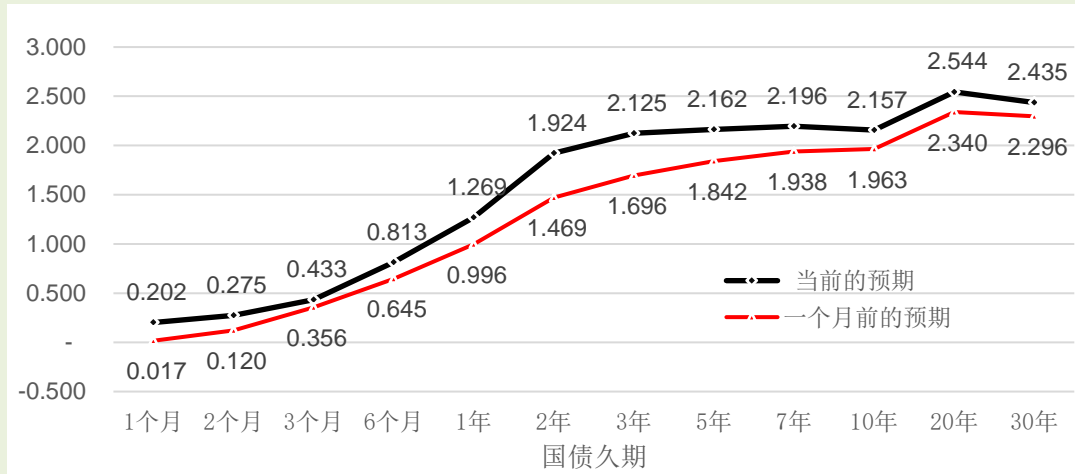
图 1：利率期货市场对未来联邦基金利率的预期曲线 (%)



当前：17/3/2022 香港时段；来源：Chicago Board of Trade、彭博

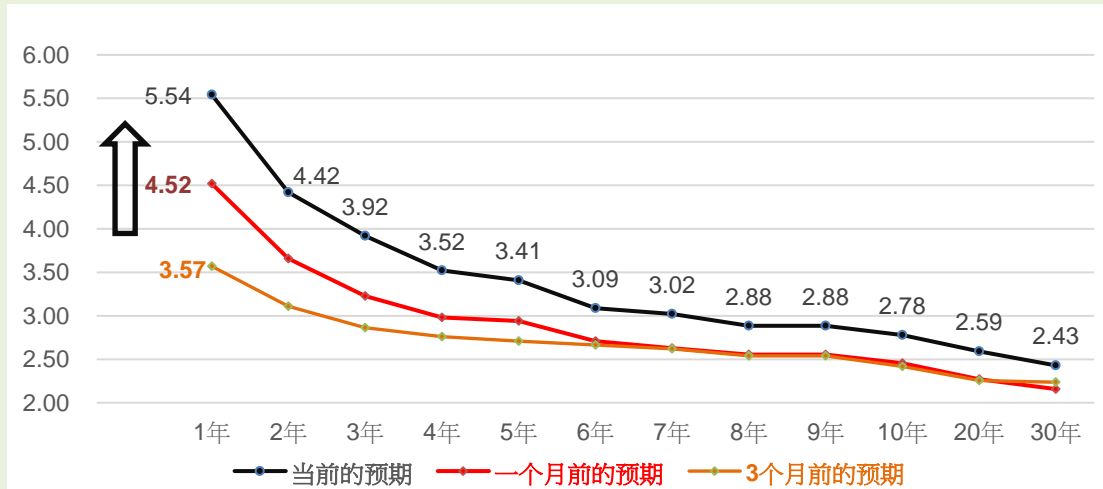
政策透视

图 2: 美国国债收益率曲线图 (%)



当前: 17/3/2022 香港时段, 来源: 彭博

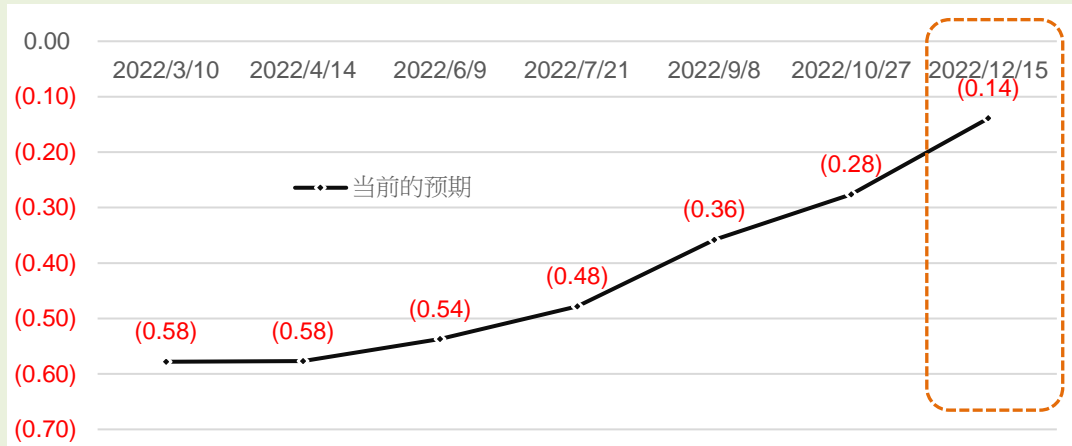
图 3: TIPS 债券市场反映市场对美国通胀预期 (%)



当前: 16/3/2022 美国时段, 来源: 彭博

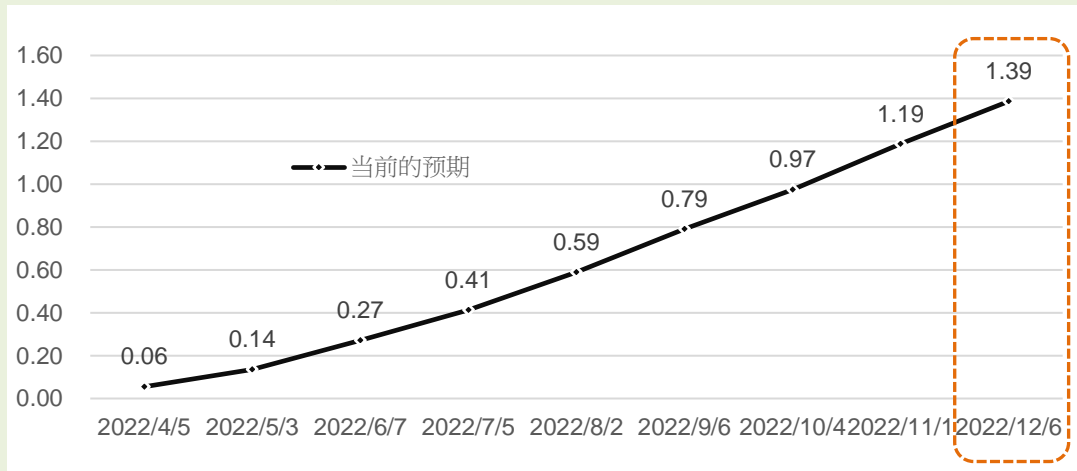
政策透视

图 4：欧元区目标利率的预期曲线（%）



当前：16/3/2022，来源：彭博

图 5：澳大利亚目标利率的预期曲线（%）



当前：16/3/2022，来源：彭博

政策透视

图 6：恒生指数预测市净率 (P/B) 过去五年波动范围



来源: 彭博

图 7：恒生指数预测市盈率(PE)过去五年波动范围



来源: 彭博



权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒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。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报(约 10%)
持有	负市场回报 (约-10%) ≤ 股票投资回报 < 市场回报(约 10%)
卖出	股票投资回报 < 负市场回报(约-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2009 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2009-21 年间平均增长率为 9.2%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

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使用者的投资目标，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 2022 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