



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

2017 年美聯儲政策展望

農銀國際研究部

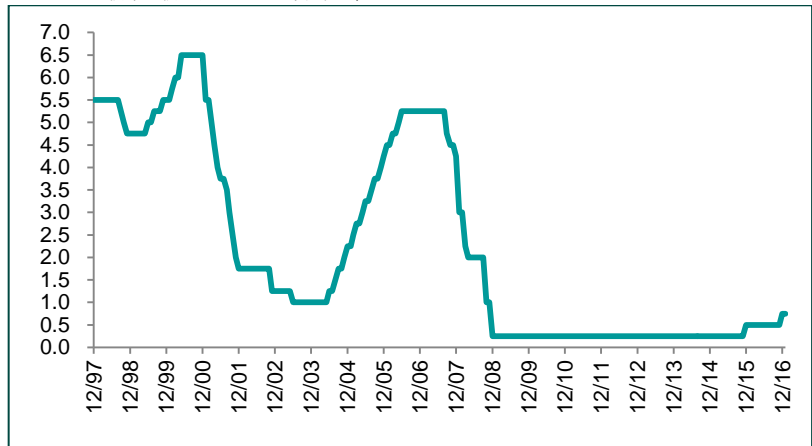
2017 年 2 月 9 日

- 與市場預期一致，美聯儲在 2017 年首次政策會議上維持聯邦基金目標利率區間 0.50-0.75% 不變。
- 有見於強美元或拖累經濟增長，以及通脹仍保持溫和水準，我們預期 2017 年美國僅將加息兩次，低於美聯儲官員所預期的三次加息。
- 特朗普政府實施積極的財政政策如何影響美聯儲利率決定現在還有待觀察。雖然積極的財政政策將加速經濟增長，但亦會擴大財政赤字，因此，要得到國會的支持實屬不易。
- 儘管美聯儲 2017 年或加息，但我們預期香港的最優惠利率今年將維持不變，主要因為港元仍位於強方兌換保證區間，以及總結餘和未償還外匯基金票據及債券繼續保持高位。
- 在美國加息的背景下，我們預期 2017 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 7.20 左右，意味著今年人民幣或有 3.5% 的貶值幅度，而 2016 年貶值 6.5%。在中國政府加強資本專案管制下，資本外流料放緩。

美聯儲 2017 年首次政策會議維持利率不變

與市場預期一致，在 2017 年首次政策會議上美聯儲貨幣政策委員會 10 位官員一致同意維持聯邦基金目標利率區間 0.50-0.75% 不變(圖 1)。美聯儲表示最近消費者和企業的信心有所上升，而 2016 年 12 月的會議並未出現這一表述。美聯儲重申今年將逐步加息，但未有暗示下一次加息的時點。

圖 1: 美聯儲聯邦基金目標利率



來源: 美聯儲, 農銀國際證券

美聯儲在會議聲明中表示勞動力市場持續表現強勁，經濟活動繼續以溫和速度擴張，措辭與去年 12 月會議聲明類似。儘管通脹將在中期內升至 2%，但通脹補償指標仍處低位，較長期通脹預期幾乎未變。會議聲明並未提及特朗普政府的財政和貿易政策將如何影響美聯儲的利率決定，亦未提及最近市場關注的美聯儲資產負債表未來如何變化，包括何時終止到期債券再投資措施。

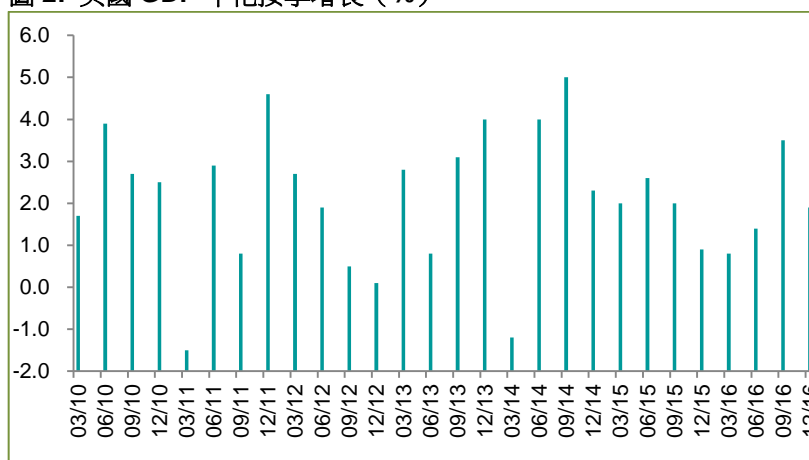
聯邦基金利率期貨在本次政策會議後顯示 2017 年或加息兩次，第一次加息在 6 月，第二次在 12 月。而美聯儲在 2016 年 12 月

政策會議上預期 2017 年加息 3 次。

2017 年美聯儲政策展望

有見於強美元或拖累經濟增長，以及通脹仍保持溫和水準，我們預期 2017 年美國僅將加息兩次，低於美聯儲官員所預期的三次加息。實際上，2016 年第 4 季美國實質 GDP 年化按季增長放緩至 1.9%(圖 2)，低於第 3 季 3.5% 的增速，亦慢於市場所預期的 2.2% 的增速。第 4 季經濟增速下滑主要受累于美元強勢所導致的淨出口惡化。2016 年全年美國經濟僅實質增長 1.6%，為 2011 年來最慢，亦低於 2011 年至 2015 年平均 2.1% 的增速。

圖 2: 美國 GDP 年化按季增長 (%)



來源: 彭博, 農銀國際證券

通脹亦受控。剔除食品和能源價格後的核心 PCE 通脹，亦是美聯儲最看重的通脹指標，在 2016 年僅上升 1.6%，低於美聯儲 2% 的通脹目標。最新的資料顯示 1 月美國平均每小時工資按年僅增長 2.5%，不僅低於預期，此前數月的資料亦被調低。鑒於全球經濟增長仍疲弱以及美元維持強勢，我們預期 2017 年核心 PCE 通脹或保持溫和。

特朗普政府宣稱實施積極的財政政策，包括將企業所得稅由 35% 下調至 15% 以及增加基建開支，此政策如何影響美聯儲利率決定現在還有待觀察。雖然積極的財政政策將加速經濟增長，但亦會擴大財政赤字，因此，要得到國會的支持實屬不易。儘管共和黨對參眾兩院擁有控制權，但共和黨在過去數年堅持反對財政赤字。故特朗普首先需在共和黨內凝聚共識。然而，迄今為止市場對特朗普當選美國總統反映正面，道瓊斯指數自 2016 年 11 月特朗普大選獲勝後累計上升超過 8%。

儘管美聯儲 2017 年或加息，但我們預期香港的最優惠利率¹今年將維持不變，主要因為美元利率料將以漸進式提高的方式發展。

¹自 2008 年 11 月至今滙豐、恒生及中銀香港的最優惠利率為 5.0%，渣打為 5.25%



雖然 1 個月 HIBOR 在過去 3 個月有明顯升幅，但衡量銀行體系流動性的指標總結餘仍處於 2600 億港元的高位，未償還外匯基金票據及債券亦高達 9600 億港元。港元兌美元仍徘徊在 7.75 附近，位於強方兌換保證區間，說明未有大量資產流出香港。

在美國加息的背景下，我們預期 2017 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 7.20 左右，意味著今年人民幣或有 3.5% 的貶值幅度，而 2016 年貶值 6.5%。在中國政府加強資本專案管制下，資本外流料放緩。



中國經濟資料

	2015		2016											
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
實際國民生產總值 (同比%)	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8
以美元計出口增長 (同比%)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)
以美元計進口增長 (同比%)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1
貿易餘額 (美元/十億)	54.1	60.9	63.3	32.6	29.9	45.6	50.0	48.1	52.3	52.1	42.0	49.1	44.6	40.8
零售額 (同比%)	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9
工業增加值 (同比%)	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0
製造業 PMI (%)	49.6	49.7	49.4	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4
非製造業 PMI (%)	53.6	54.4	53.5	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5	53.7	53.7	51.2	50.9	51.9
固定資產投資 (累計同比%)	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1
消費物價指數 (同比%)	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.1
生產者物價指數 (同比%)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)	0.1	0.1	1.2	3.3	5.5
廣義貨幣供應量 (同比%)	13.7	13.3	14.0	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	11.5	11.5	11.6	11.4	11.3
新增貸款 (人民幣/十億)	709	598	2510	727	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040
總社會融資 (人民幣/十億)	1020	1815	3425	825	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630

世界經濟/金融資料

股指			大宗商品				債券收益率及主要利率					
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)				
美國			能源									
道瓊斯工業平均指數	20,054.34	(0.09)	18.49	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	52.58	(2.32)	543,618	美國聯邦基金目標利率	0.75	0.00	
標準普爾 500 指數	2,294.67	(0.12)	21.09	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	55.41	(2.46)	308,363	美國基準借貸利率	3.75	0.00	
納斯達克綜合指數	5,682.45	0.28	33.53	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.17	3.56	155,493	美國聯邦儲備銀行貼現窗口借款率	1.25	0.00	
MSCI 美國指數	2,187.08	(0.11)	21.63	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	美元/公噸	61.80	N/A	N/A	美國 1 年期國債	0.4970	2.03	
歐洲			普通金屬									
富時 100 指數	7,188.82	0.01	50.68	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,830.00	0.45	9,230	美國 5 年期國債	1.8254	(8.42)	
德國 DAX30 指數	11,543.38	(0.93)	17.70	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,847.50	0.71	27,094	美國 10 年期國債	2.3469	(11.8)	
法國 CAC 40 指數	4,766.60	(1.22)	23.06	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,879.50	2.07	8,163	日本 10 年期國債	0.0870	(1.30)	
西班牙 IBEX 35 指數	9,329.70	(1.41)	22.79	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,895.00	2.13	34,994	中國 10 年期國債	3.4500	2.70	
義大利 FTSE MIB 指數	18,771.78	(1.80)	54.51	貴金屬								
Stoxx 600 指數	363.94	(0.04)	26.14	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,241.90	1.73	213,457	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,093.02	0.11	52.05	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.75	1.52	59,028	美國 1 月期銀行同業拆借固定利率	0.7728	(0.28)	
MSCI 法國指數	135.84	(1.22)	21.46	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	1,019.00	1.22	12,328	美國 3 月期銀行同業拆借固定利率	1.0382	0.42	
MSCI 德國指數	146.17	(0.82)	18.48	農產品								
MSCI 義大利指數	52.30	(1.89)	30.65	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	369.25	1.10	161,055	隔夜上海同業拆借利率	2.2720	5.40	
亞洲												
日經 225 指數	18,907.67	(0.06)	22.40	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	430.50	0.06	77,751	1 月期上海同業拆借利率	3.9839	10.78	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,664.62	0.77	25.47	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	20.76	(1.66)	76,935	香港 3 月期銀行同業拆借固定利率	0.9704	(2.54)	
恒生指數	23,557.12	1.85	13.05	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	1,053.25	2.56	122,522	公司債券 (穆迪)			
恒生中國企業指數	10,076.95	4.07	8.32							Aaa	3.96	(8.00)
滬深 300 指數	3,389.91	0.76	15.21							Baa	4.64	(9.00)
上證綜合指數	3,174.96	1.11	18.29									
深證綜合指數	1,952.21	2.22	44.38									
MSCI 中國指數	63.82	2.31	13.98									
MSCI 香港指數	12,921.15	1.18	14.95									
MSCI 日本指數	916.26	0.63	18.93									

附注:

- 資料來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新於報告發布日期)
- 為發熱量 5500 大卡/千克動力煤的價格

外匯

	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣-12 個月無本金交割遠期
匯率	1.0676	1.2508	0.7624	112.23	0.9966	6.8695	7.7588	7.0990
周變化	(0.99)	0.19	(0.73)	0.34	(0.36)	(0.03)	(0.02)	(0.01)



(%)

權益披露

分析員，姚少華，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

股價風險的定義

評級	定義
很高	2.6 \leq 180 天波動率/180 天基準指數波動率
高	1.5 \leq 180 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 2.6
中等	1.0 \leq 180 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場訊息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2017 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183