



每周經濟視點

2016年9月29日

研究部聯席主管

陳宋恩

電話: 852-21478805

電郵: philipchan@abci.com.hk

分析員

潘泓興

電話: 852-21478829

電郵: paulpan@abci.com.hk

2017年美國利率展望

- 美國貨幣政策緊縮步伐比預期慢
- 美聯儲正在調整市場對加息的預期，從而穩定經濟走勢
- 美聯儲預測在 2018 年前利率將會上漲 50 個基點到 1%，但是市場認為這樣的可能性較低
- 失業率在 2017-2018 年間將會有稍微的改善，並將會在 2019 年觸底反彈
- 通脹率將會在 2018 年達到 2%的目標
- 道指將會在 2017 年保持目前的升勢，但是市場風險將會在 2018-2019 年間最大化

2017 年底的聯邦基金利率中位數為 1.1%，暗示美聯儲將會在 2018 年前將利率提升 50 個基點。美聯儲在 3 月、6 月、9 月的議息會議中不斷調低 2016-2018 年聯邦基金利率的預測，整體的利率曲線向下移動。這意味著未來加息的頻率和幅度將會低於預期。我們認為，美聯儲所釋放出的信號是，就算經歷了 2016-2018 年的加息周期，低利率環境仍將會持續。美聯儲希望通過調整市場的預期，以鼓勵企業增加投資和擴張業務，從而支持經濟的增長。(圖表 1)

聯邦基金利率在長期的走勢將低於 3%，比 1998-2007 年間的均值低 78 個基點。在 9 月的議息會議中，美聯儲預期 2016 年底的聯邦基金利率將會達到 0.6%，比 2015 年底預期的水平低 0.8 個百分點。美聯儲同時也預測，聯邦基金利率的中位數在 2017 年底和 2018 年底將分別為 1.1%和 1.9%，分別比 2015 年底的預測值低 1.3 個百分點和 1.4 個百分點；長期聯邦基金利率將達到 2.9%，比 2015 年底的預測值低 0.6 個百分點。我們的計算顯示，在 1998-2007 年間（量寬前），聯邦基金利率的均值為 3.78%，而在 1988 年到 2016 年 9 月之間的均值則為 2.23%。因此，最新的長期聯邦基金利率預測要比量寬前的均值低。美聯儲或許是正在向市場間接發出信號，長期聯邦基金利率將不會回升到 QE 前的水平。(圖表 2-3)

聯邦基金利率期貨顯示市場對利率的看法與美聯儲的預測不一致。在 9 月 28 日，聯邦基金利率期貨市場顯示有 53%的機率美聯儲將會在 2016 年 12 月將聯邦基金目標利率上調 25 個基點至 0.75%，但只有 35%的機率美聯儲會在 2017 年底之前將聯邦基金利率進一步提升 25 個基點至 1.0%。市場目前對於經濟是否足以承受美聯儲在 2017 年進一步的加息動作所帶來的影響持有不同的觀點。

失業率在未來幾年內的改善幅度將會逐步減少，顯示貨幣政策對就業市場的影響力正在下降。美聯儲目前預測今年四季度的平均失業率將會達到 4.8%（8 月值為 4.9%）。而失業率已經從 2013 年 12 月的 6.7% 下降到 2014 年 12 月的 5.6%，並在 2015 年 12 月進一步下降到 5.0%。儘管失業率在 2016 年的改善幅度有所下降，但是美聯儲仍認為失業率將會在 2017 年和 2018 年分別達到 4.6%和 4.5%。美聯儲對於長期失業率的預期為 4.8%，高於 2017 和 2018 年的預期水平。因此，美聯儲的預測數據顯示，美國的失業率將會在 2018 年探底，並會在之後回升。(圖表 4-5)



若美聯儲的預期正確，美國股票市場在 2017 年將延續之前的升勢。道指和失業率歷史數據顯示，當失業率達到周期的低位後，道指則將會達到周期內的高位。美聯儲目前預期失業率將會在 2018 年達到周期內的低位。因此，我們認為道指將會在 2018 年達到當前周期的高位。(圖表 6)

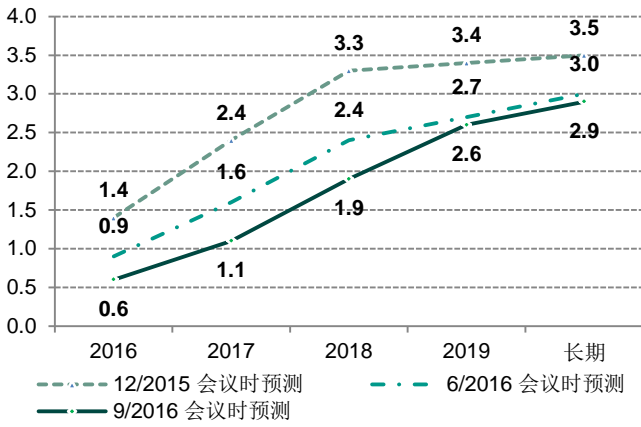
核心 PCE 通脹率在 2018 年將達到 2%。儘管美聯儲仍保持其 2018 年的通脹預期，但其已經調低了 2017 年的通脹預期。美聯儲預期核心 PCE 通脹率（剔除食品和能源）將會在 2016 年四季度達到 1.7%，比 2016 年 6 月的 1.61% 高，而在 2017 年 4 季度、2018 年 4 季度、2019 年四季度將會分別達到 1.8%、2.0%、2.0%。美聯儲的預測顯示，通脹率將會在 2018 年達到其預期的 2% 目標，並將在 2019 年維持穩定。換句話說，較為溫和的通脹環境使美聯儲在 2018-2019 年沒有加息的依據。(圖表 7)

美聯儲正在調低 2016-2017 年經濟增長的預期。我們認為，這是美聯儲在考量未來就業市場的改善幅度將逐步減少之後的合理調整。在 9 月，美聯儲預期今年四季度 GDP 增長將達到 1.8%，比上年 12 月所做的預測低 0.6 個基點；2017 年四季度 GDP 增長預期也從上年 12 月預測的 2.2% 下調到目前預測的 2.0%；長期 GDP 增長速度為 1.8%，比上年 12 月的預測值低 0.2 個百分點。

通脹壓力的降低和失業率的輕微改善將使貨幣政策在 2017 年的緊縮程度低于及緩于預期。美聯儲的經濟預測顯示，當通脹率在 2018-2019 年達到 2% 的目標水平和失業率見底之後，美國經濟將面臨較大的下行風險。從長遠來看，美國的經濟將會保持略低于 2% 的增速。

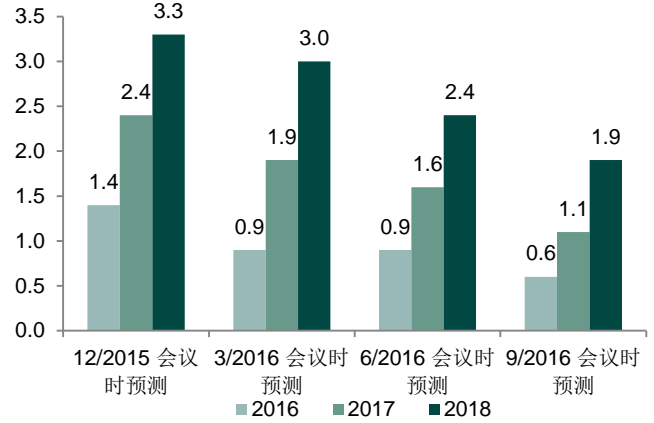


圖表 1: 聯邦基金利率曲線 (年末中位數), (%)



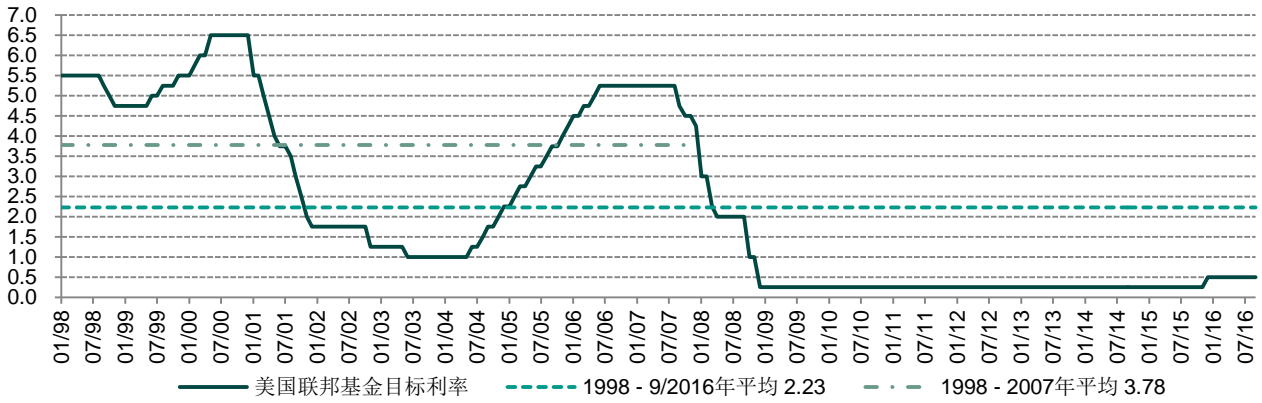
來源：美國聯邦儲備理事會理事、農銀國際證券

圖表 2: 聯邦基金利率預測 (年末中位數), (%)



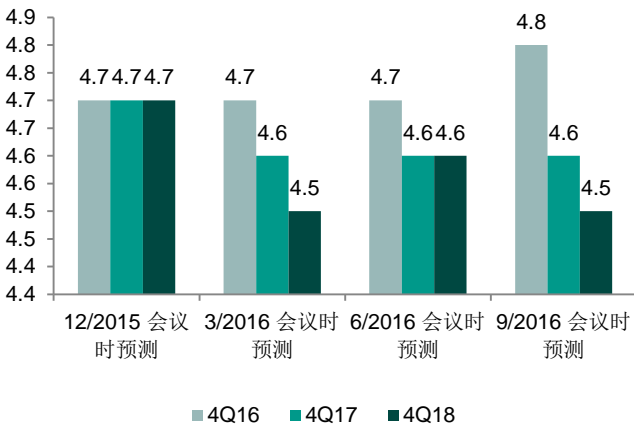
來源：美國聯邦儲備理事會理事、農銀國際證券

圖表 3: 美國聯邦基金目標利率 (%)



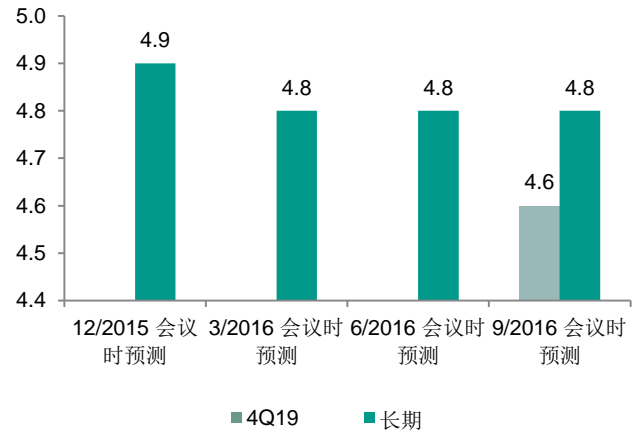
來源：彭博、農銀國際證券

圖表 4: 美聯儲在各個 FOMC 會議對於失業率預測 (每年第 4 季度的平均), (%)



來源：美國聯邦儲備理事會理事、農銀國際證券

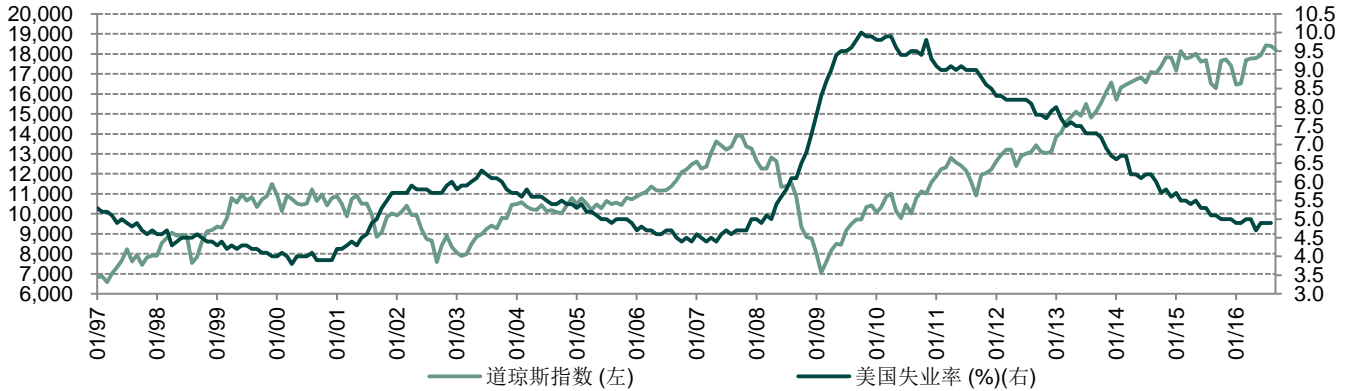
圖表 5: 美聯儲在各個 FOMC 會議對於失業率預測 (每年第 4 季度的平均), (%)



來源：美國聯邦儲備理事會理事、農銀國際證券

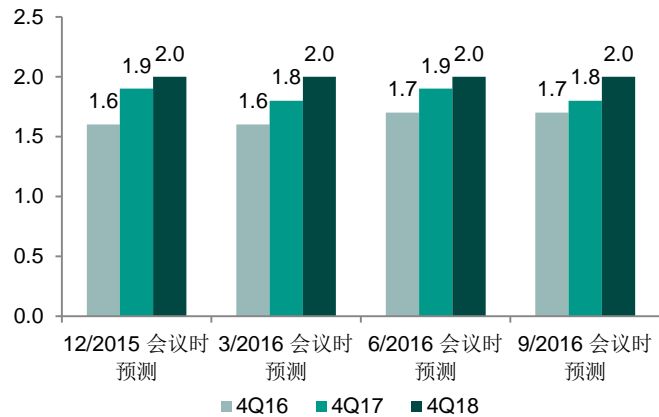


圖表 6: 道瓊斯指數 VS 美國失業率 (失業率觸底後, 指數開始見頂)



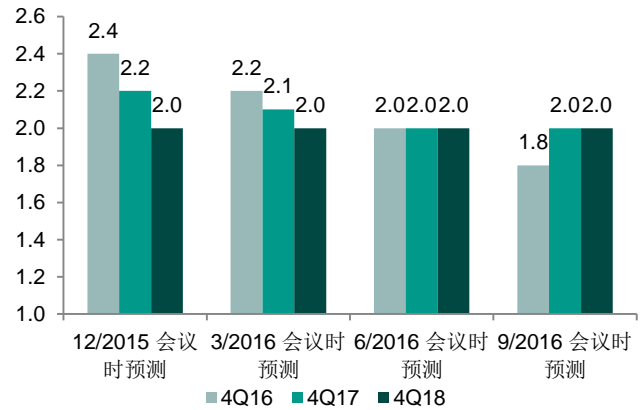
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 7: 核心 PCE 通脹率 (即剔除食品和能源) (同比增長%)



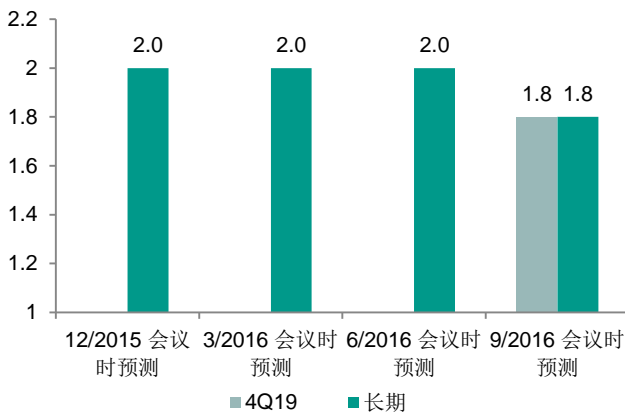
來源: 美國聯邦儲備理事會理事、農銀國際證券

圖表 8: GDP 預測 (各年第四季度, 同比增長%)



來源: 美國聯邦儲備理事會理事、農銀國際證券

圖表 9: 長期 GDP 預測 (各年第四季度, 同比增長%)



來源: 美國聯邦儲備理事會理事、農銀國際證券



中國經濟數據

	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
實際國民生產總值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---
出口增長 (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)
進口增長 (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
貿易餘額 (美元/十億)	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
零售額 (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
工業增加值 (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
製造業 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
非製造業 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
固定資產投資(累計同比%)	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
消費物價指數 (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
生產者物價指數 (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)
廣義貨幣供應量 (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
新增貸款 (人民幣/十億)	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
總社會融資 (人民幣/十億)	742	1,082	1,300	476.7	1,020	1,815.1	3,425.3	824.5	2,404.0	751.0	659.9	1,629.3	487.9	1,470.0

世界經濟/金融數據

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				美國聯邦基金目標利率					
道瓊斯工業平均指數	18,339.24	0.43	17.65	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	47.08	5.85	676,830	0.50	0.00		
標準普爾 500 指數	2,171.37	0.31	20.45	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	48.62	5.95	247,037	3.50	0.00		
納斯達克綜合指數	5,318.55	0.24	41.86	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.02	2.06	64,893	1.00	0.00		
MSCI 美國指數	2,070.84	0.30	21.10	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	人民幣/公噸	552.00	1.10	N/A	美國 1 年期國債	0.1065	3.05	
歐洲			普通金屬				美國 5 年期國債					
富時 100 指數	6,849.38	(0.87)	57.57	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,653.00	1.46	10,456	1.1427	(1.33)		
德國 DAX30 指數	10,438.34	(1.78)	23.61	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,665.00	1.71	49,677	1.5823	(3.61)		
法國 CAC 40 指數	4,432.45	(1.25)	22.65	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	4,808.00	(0.70)	7,210	美國 10 年期國債	(0.075)	(3.00)	
西班牙 IBEX 35 指數	8,740.40	(0.94)	21.66	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	4,818.00	(0.76)	41,330	日本 10 年期國債	(0.075)	(3.00)	
意大利 FTSE MIB 指數	16,222.21	(1.40)	37.30	貴金屬				中國 10 年期國債	2.7400	(0.20)		
Stoxx 600 指數	342.57	(0.80)	27.47	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,328.10	(1.01)	147,938	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	1,993.95	(0.88)	60.28	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	19.32	(2.47)	58,478	美國 1 月期銀行同業拆借固定利率	0.5267	0.45	
MSCI 法國指數	125.78	(1.26)	20.94	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	1,041.70	(1.81)	12,003	美國 3 月期銀行同業拆借固定利率	0.8538	0.08	
MSCI 德國指數	133.7	(1.55)	23.91	農產品				隔夜上海同業拆借利率	2.1880	2.12		
MSCI 意大利指數	45.9	(1.69)	38.03	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	330.75	(1.71)	135,417	1 月期上海同業拆借利率	2.7430	1.32	
亞洲			農產品				香港 3 月期銀行同業拆借固定利率					
日經 225 指數	16,699.18	(0.33)	20.79	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	403.50	(0.31)	48,232	公司債券 (穆迪)	Aaa	3.39	(5.00)
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,465.10	0.62	24.54	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	23.78	4.76	77,512	Baa	4.25	(5.00)	
恒生指數	23,694.92	0.04	12.81	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	953.50	(0.16)	120,333	附注:			
恒生中國企業指數	9,777.18	(0.19)	8.38	1. 數據來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新于報告發布日期)								
滬深 300 指數	3,250.39	(0.77)	14.98	2. 為發熱量 5500 大卡/千克動力煤的價格								
上證綜合指數	3,003.40	(1.01)	17.44									
深成指	10,527.50	(0.77)	31.98									
MSCI 中國指數	64.22	(0.77)	14.01									
MSCI 香港指數	13,309.32	(0.05)	15.36									
MSCI 中國指數	800.05	(1.61)	16.91									

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	1.1228	1.3026	0.7695	101.33	0.9707	6.6704	7.7536	6.8310
周變化 (%)	0.02	0.46	0.94	(0.31)	(0.03)	(0.02)	0.04	0.37



權益披露

分析員，陳宋恩以及潘泓興，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，分析員并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并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并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
市場回報是 2007-2011 年市場平均回報率

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偏差計算所得。180 天的價格波動率等于最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準偏差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，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，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于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，為市場信息采集、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信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，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。分析員薪酬不取決于投行的收入，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信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息應要求而提供。

版權所有 2016 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