



# 经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

## 2017 年美联储政策展望

农银国际研究部

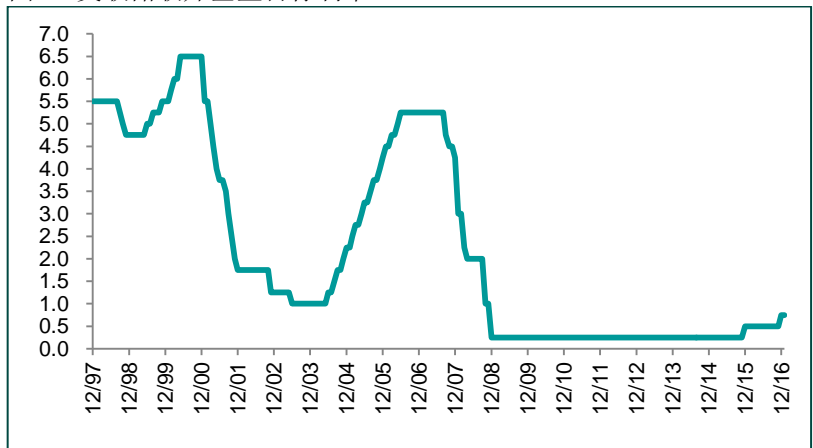
2017 年 2 月 9 日

- 与市场预期一致，美联储在 2017 年首次政策会议上维持联邦基金目标利率区间 0.50-0.75% 不变。
- 有见于强美元或拖累经济增长，以及通胀仍保持温和水平，我们预期 2017 年美国仅将加息两次，低于美联储官员所预期的三次加息。
- 特朗普政府实施积极的财政政策如何影响美联储利率决定现在还有待观察。虽然积极的财政政策将加速经济增长，但亦会扩大财政赤字，因此，要得到国会的支持实属不易。
- 尽管美联储 2017 年或加息，但我们预期香港的最优惠利率今年将维持不变，主要因为港元仍位于强方兑换保证区间，以及总结余和未偿还外汇基金票据及债券继续保持高位。
- 在美国加息的背景下，我们预期 2017 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 7.20 左右，意味着今年人民币或有 3.5% 的贬值幅度，而 2016 年贬值 6.5%。在中国政府加强资本项目管制下，资本外流料放缓。

### 美联储 2017 年首次政策会议维持利率不变

与市场预期一致，在 2017 年首次政策会议上美联储货币政策委员会 10 位官员一致同意维持联邦基金目标利率区间 0.50-0.75% 不变(图 1)。美联储表示最近消费者和企业的信心有所上升，而 2016 年 12 月的会议并未出现这一表述。美联储重申今年将逐步加息，但未有暗示下一次加息的时点。

图 1: 美联储联邦基金目标利率



来源: 美联储, 农银国际证券

美联储在会议声明中表示劳动力市场持续表现强劲，经济活动继续以温和速度扩张，措辞与去年 12 月会议声明类似。尽管通胀将在中期内升至 2%，但通胀补偿指标仍处低位，较长期通胀预期几乎未变。会议声明并未提及特朗普政府的财政和贸易政策将如何影响美联储的利率决定，亦未提及最近市场关注的美联储资产负债表未来如何变化，包括何时终止到期债券再投资措施。

联邦基金利率期货在本次政策会议后显示 2017 年或加息两次，第一次加息在 6 月，第二次在 12 月。而美联储在 2016 年 12 月

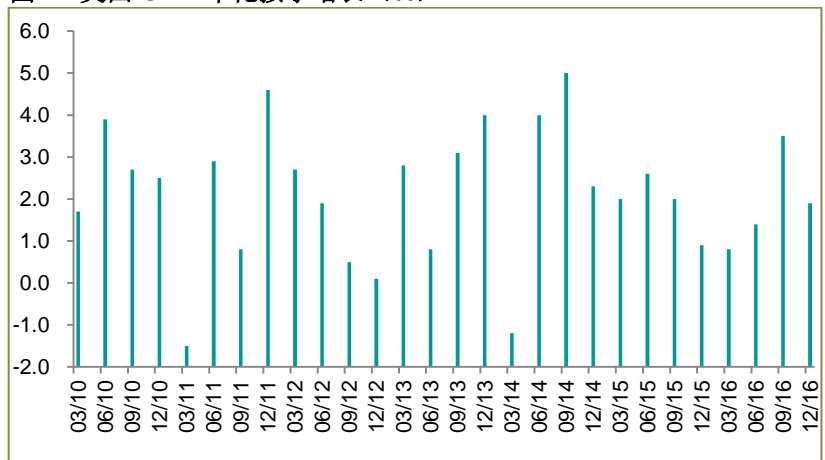


政策会议上预期 2017 年加息 3 次。

### 2017 年美联储政策展望

有见于强美元或拖累经济增长，以及通胀仍保持温和水平，我们预期 2017 年美国仅将加息两次，低于美联储官员所预期的三次加息。实际上，2016 年第 4 季美国实质 GDP 年化按季增长放缓至 1.9%(图 2)，低于第 3 季 3.5% 的增速，亦慢于市场所预期的 2.2% 的增速。第 4 季经济增速下滑主要受累于美元强势所导致的净出口恶化。2016 年全年美国经济仅实质增长 1.6%，为 2011 年来最慢，亦低于 2011 年至 2015 年平均 2.1% 的增速。

图 2: 美国 GDP 年化按季增长 (%)



来源: 彭博, 农银国际证券

通胀亦受控。剔除食品和能源价格后的核心 PCE 通胀，亦是美联储最看重的通胀指标，在 2016 年仅上升 1.6%，低于美联储 2% 的通胀目标。最新的数据显示 1 月美国平均每小时工资按年仅增长 2.5%，不仅低于预期，此前数月的数据亦被调低。鉴于全球经济增长仍疲弱以及美元维持强势，我们预期 2017 年核心 PCE 通胀或保持温和。

特朗普政府宣称实施积极的财政政策，包括将企业所得税由 35% 下调至 15% 以及增加基建开支，此政策如何影响美联储利率决定现在还有待观察。虽然积极的财政政策将加速经济增长，但亦会扩大财政赤字，因此，要得到国会的支持实属不易。尽管共和党对参众两院拥有控制权，但共和党在过去数年坚持反对财政赤字。故特朗普首先需在共和党内凝聚共识。然而，迄今为止市场对特朗普当选美国总统反映正面，道琼斯指数自 2016 年 11 月特朗普大选获胜后累计上升超过 8%。

尽管美联储 2017 年或加息，但我们预期香港的最优惠利率<sup>1</sup>今年将维持不变，主要因为美元利率料将以渐进式提高的方式发展。虽然 1 个月 HIBOR 在过去 3 个月有明显升幅，但衡量银行体系

<sup>1</sup>自 2008 年 11 月至今汇丰、恒生及中银香港的最优惠利率为 5.0%，渣打为 5.25%



流动性的指标总结余仍处于 2600 亿港元的高位，未偿还外汇基金票据及债券亦高达 9600 亿港元。港元兑美元仍徘徊在 7.75 附近，位于强方兑换保证区间，说明未有大量资产流出香港。

在美国加息的背景下，我们预期 2017 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 7.20 左右，意味着今年人民币或有 3.5% 的贬值幅度，而 2016 年贬值 6.5%。在中国政府加强资本项目管制下，资本外流料放缓。



### 中国经济数据

	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
实际国民生产总值 (同比%)	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8
以美元计出口增长 (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)
以美元计进口增长 (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
贸易余额 (美元/十亿)	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
零售额 (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
工业增加值 (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
制造业 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
非制造业 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
固定资产投资 (累计同比%)	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
消费物价指数 (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
生产者物价指数 (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
广义货币供应量 (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
新增贷款 (人民币/十亿)	709	598	2510	727	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040
总社会融资 (人民币/十亿)	1020	1815	3425	825	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630

### 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)		
<b>美国</b>			<b>能源</b>					美国联邦基金目标利率			
道琼斯工业平均指数	20,054.34	(0.09)	18.49	美元/桶	52.58	(2.32)	543,618	0.75	0.00		
标准普尔 500 指数	2,294.67	(0.12)	21.09	美元/桶	55.41	(2.46)	308,363	3.75	0.00		
纳斯达克综合指数	5,682.45	0.28	33.53	美元/百万英热单位	3.17	3.56	155,493	1.25	0.00		
MSCI 美国指数	2,187.08	(0.11)	21.63	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 <sup>2</sup>	61.80	N/A	N/A	0.4970	2.03		
<b>欧洲</b>			<b>普通金属</b>					美国 5 年期国债			
富时 100 指数	7,188.82	0.01	50.68	美元/公吨	1,830.00	0.45	9,230	1.8254	(8.42)		
德国 DAX30 指数	11,543.38	(0.93)	17.70	美元/公吨	1,847.50	0.71	27,094	2.3469	(11.8)		
法国 CAC 40 指数	4,766.60	(1.22)	23.06	COMEX 铜期货合约	5,879.50	2.07	8,163	0.0870	(1.30)		
西班牙 IBEX 35 指数	9,329.70	(1.41)	22.79	伦敦金属交易所 3 个月转递交易合约	5,895.00	2.13	34,994	3.4500	2.70		
意大利 FTSE MIB 指数	18,771.78	(1.80)	54.51	COMEX 黄金期货合约	1,241.90	1.73	213,457	0.00	0.00		
Stoxx 600 指数	363.94	(0.04)	26.14	COMEX 银期货合约	17.75	1.52	59,028	0.7728	(0.28)		
MSCI 英国指数	2,093.02	0.11	52.05	纽约商品交易所 钯金期货合约	1,019.00	1.22	12,328	1.0382	0.42		
MSCI 法国指数	135.84	(1.22)	21.46	<b>农产品</b>					隔夜上海同业拆借利率		
MSCI 德国指数	146.17	(0.82)	18.48	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	369.25	1.10	161,055	2.2720	5.40		
MSCI 意大利指数	52.30	(1.89)	30.65	小麦期货合约	430.50	0.06	77,751	3.9839	10.78		
<b>亚洲</b>			<b>贵金属</b>					1 月期上海同业拆借利率			
日经 225 指数	18,907.67	(0.06)	22.40	COMEX 黄金期货合约	1,241.90	1.73	213,457	0.9704	(2.54)		
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,664.62	0.77	25.47	COMEX 银期货合约	17.75	1.52	59,028	公司债券 (穆迪)			
恒生指数	23,557.12	1.85	13.05	纽约商品交易所 钯金期货合约	1,019.00	1.22	12,328	Aaa	3.96	(8.00)	
恒生中国企业指数	10,076.95	4.07	8.32	<b>农产品</b>					Baa	4.64	(9.00)
沪深 300 指数	3,389.91	0.76	15.21	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	369.25	1.10	161,055				
上证综合指数	3,174.96	1.11	18.29	小麦期货合约	430.50	0.06	77,751				
深证综合指数	1,952.21	2.22	44.38	11 号糖期货合约	20.76	(1.66)	76,935				
MSCI 中国指数	63.82	2.31	13.98	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	1,053.25	2.56	122,522				
MSCI 香港指数	12,921.15	1.18	14.95								
MSCI 日本指数	916.26	0.63	18.93								

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	1.0676	1.2508	0.7624	112.23	0.9966	6.8695	7.7588	7.0990
周变化 (%)	(0.99)	0.19	(0.73)	0.34	(0.36)	(0.03)	(0.02)	(0.01)



## 权益披露

分析员, 姚少华, 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

### 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 2017 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