

二零一九年九月二十三日

# 经济触角

光银国际研究团队评论

## 简述

- 2019年9月18日，在最新的美联储公开市场委员会（FOMC）政策会议结束后，美联储将联邦基金利率目标区间（FFR）从2.0%~2.25%降低至1.75%~2.0%。这也是自7月底以来，美联储在今年第二次降低隔夜拆借利率。
- 除此之外，美联储在隔夜回购贷款市场上也有新动作，将超额准备金的利息减少了30个基点，降幅大于基本利率的25个基点，旨在保持联邦基金利率在目标区间内的同时，增加短期贷款市场的流动性。
- 联邦公开市场委员会发表声明，表示目前经济活动的扩张步伐已经趋向温和。低失业率保持不变，虽家庭支出一直以强劲的速度保持增长，但商业固定投资和出口已呈现减弱的趋势。总体通胀和核心通胀率已经下降至2%以下，但薪资水平停滞不前。
- 鉴于全球经济不稳定性仍存，包括持续的贸易摩擦、英国脱欧、朝鲜半岛和中东地区的政策风险等等，我们相信美联储将会在2019年12月再度将联邦基金利率区间降低25个基点，以先发制人之势，为经济增长添柴加火。

林樵基  
研究部主管  
[Banny.lam@cebi.com.hk](mailto:Banny.lam@cebi.com.hk)  
(852)2916-9630

## 预期之内，美联储今年第二次降息

2019年9月18日，在最新的美联储公开市场委员会（FOMC）政策会议结束后，美联储将联邦基金利率目标区间（FFR）从2.0%~2.25%降低至1.75%~2.0%。这也是自7月底以来，美联储在今年第二次降低隔夜拆借利率。除此之外，美联储在隔夜回购贷款市场上也有新动作，将超额准备金的利息减少了30个基点，降幅大于基本利率的25个基点，旨在保持联邦基金利率在目标区间内的同时，增加短期贷款市场的流动性。联邦公开市场委员会发表声明，表示目前经济活动的扩张步伐已经趋向温和。低失业率保持不变，虽然家庭支出一直以强劲的速度保持增长，但商业固定投资和出口已呈现减弱趋势。总体通胀和核心通胀率已经下降至2%以下，但薪资水平停滞不前。总而言之，由于美国经济表现不一，美联储政策层对降息决定以及未来的降息步伐存在分歧。鉴于全球经济不稳定性仍存，包括持续的贸易摩擦、英国脱欧、朝鲜半岛和中东地区的政策风险等等，我们相信美联储将会在2019年12月再度将联邦基金利率区间降低25个基点，以先发制人之势，为经济增长添柴加火。

**美国经济增长面临逆风形势是美联储选择降息的最主要因素。**2019年上半年，美国经济录得2.6%的年增长率。虽然从2018年开始经济活动的增长呈现出放慢的趋势，但较稳定的增长动能仍有望扩张经济活动。飙升的个人消费支出（PCE）、联邦政府、州和地方政府的支出持续推动了经济活动的增长。同时，就业市场保持稳定，8月美国失业率维持在3.7%的低水平，支持消费支出的增长。此外，由于个人消费支出通胀率和核心个人消费通胀率在7月分别上升1.4%和1.6%，持续低于美联储的目标，物价压力仍处于温和水平。考虑到多项经济指标表现出稳定的增长势头，美联储将2019年的GDP增长预测从6月预测的2.1%调高至2.2%。个人消费支出（PCE）方面，目前PCE指数以及核心PCE指数都稳定在1.5%和1.9%，美联储预测两者在2019年以及2020年将达到1.8%和1.9%。对于2019年失业率的预期，美联储较6月的预测调高0.1个百分点，达到3.7%，2020年失业率预测维持在3.7%。针对2019年未来的减息步伐，美联储政策决定层持不同的态度，其中7人支持年内再度减息一次，5人则倾向停止减息动作。总之，美联储对经济指标最新的预期反映出美国经济正在稳定的发展当中。面对全球经济的下行趋势，美联储将维持宽松的货币政策以维持经济增

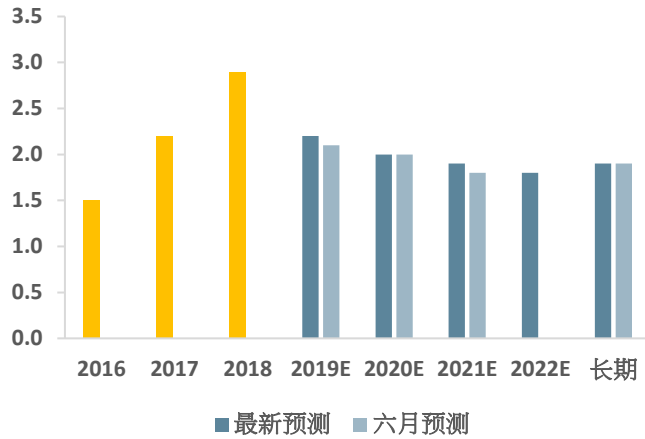
长。展望未来，稳定的经济增长势头将支持美联储对经济维持宽松货币政策的立场。

**降息之前，美国货币市场利率飙升至 8% 以上。**在美联储宣布降息 25 个基点之前，隔夜一般抵押品回购利率在之前两天曾飙升了 600 个基点以上，达到 8.75%，创下史上最大暴涨幅度。对短期流动性的巨大需求归因于公司在季度末或是月末的纳税以及结算。随着此利率超过联邦有效利率，迫使美联储通过向市场注资的方式以阻止短期利率的攀升，这也是自全球金融危机以来美联储首次进行此类操作。为了保持联邦基金利率（FFR）的稳定，美联储宣布将超额准备金的利率降低 30 个基点。削减幅度大于 FFR 的降幅，此举有助于增加短期贷款市场的流动性，从而将 FFR 保持在目标范围内。总而言之，未来回购利率的飙升或是不可避免的，但可以预见的是，美联储将会采取更直接的干预措施，并通过减少库存持有量来缓解缩水的美联储资产负债表。

**新兴经济体继续享受低利率环境，以恢复增长动力。**面对全球经济增长的逆风形势，包括美国、欧洲和日本在内的央行都接连支持货币宽松政策，以增加全球流动性并可有效防止近期经济活动受阻。随着全球货币政策导向逐渐明朗，较好的利率环境有助于新兴市场抵御贸易政策冲击以及疲弱的外部需求。我们相信，在全球流动性条件改善的状况下，新兴市场的经济动能将会在今年持续增强。

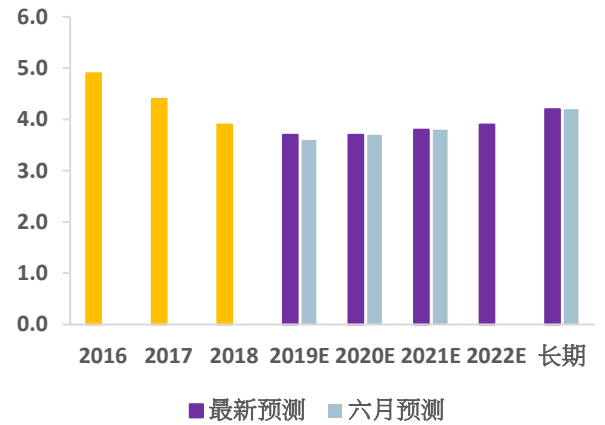
**由于香港与美国之间利率差收窄，香港的流动性状况得以稳定。**虽然美联储年内进行了两次降息，但由于贷款需求疲弱以及缺乏大规模 IPO 项目，导致香港银行体系的流动性过剩，借此使得香港和美国之间的利率差持续缩小。虽然近期香港社会动荡加剧，提升了经济风险，但没有明确的迹象显示有资金外流的状况。银行流动性的总余额保持在 540 亿港元左右，再加上利差缩小，种种情况反映在港元与美元挂钩的汇率制度下，就意味着流动性状况可能出现些许有效调整。我们认为，香港和美国之间缩小的利率差将会进一步改善香港的流动性条件，使其处于更加稳定的状态。

图.1: 美国联储局 - 经济增长预测



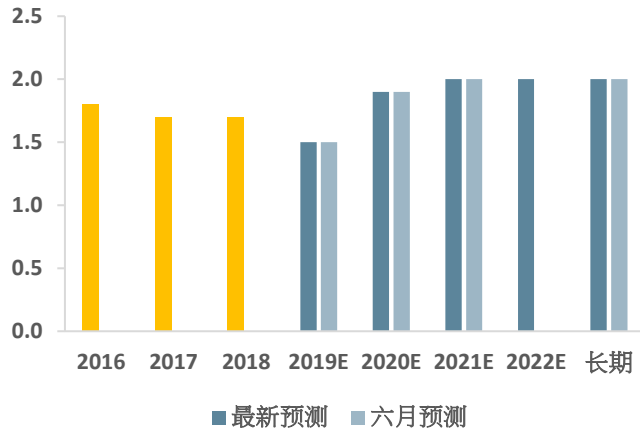
来源: 美国联储局

图.2: 美国联储局 - 失业率预测



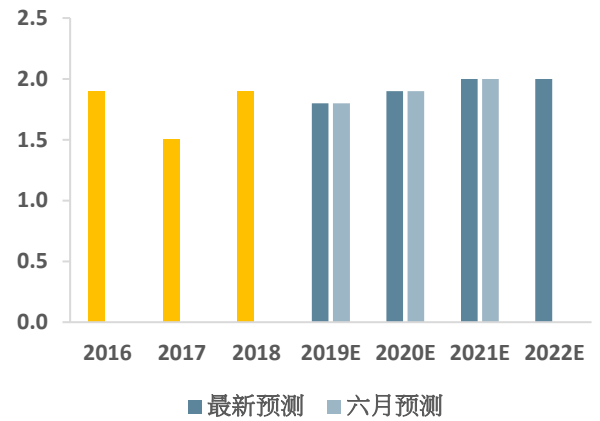
来源: 美国联储局

图.3: 美国联储局 - 通胀率预测



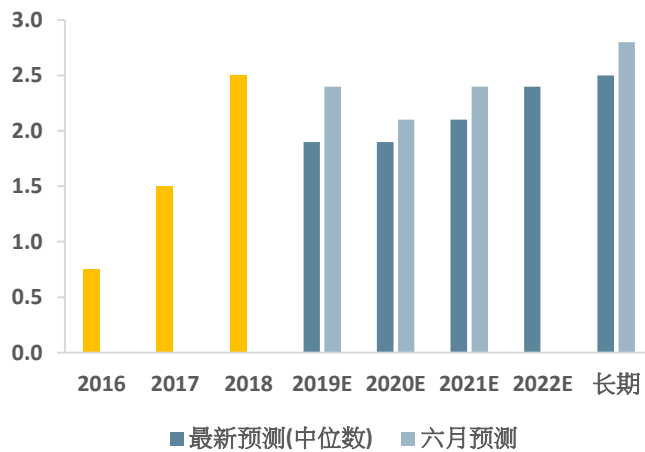
来源: 美国联储局

图.4: 美国联储局 - 核心通胀率预测



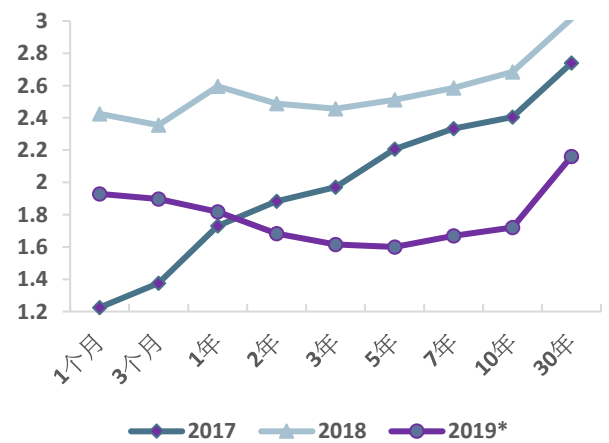
来源: 美国联储局

图.5: 美国联储局 - 联邦基金利率预测



来源: 美国联储局

图.6: 美国国库债券收益率曲线



来源: 彭博

\* 2019年9月20日

## 中国经济数据

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	2018	1Q2019	2Q2019
实际国民生产总值 (同比%)	6.8	6.7	6.5	6.4	6.6	6.4	6.2
制造业 PMI (%)	51.5	51.5	50.8	49.9	49.4	49.7	49.6
非制造业 PMI (%)	54.6	54.9	54.9	53.5	53.2	54.6	54.3
出口(人民币/同比%)	7.4	2.6	9.8	8.6	7.1	6.7	5.7
进口(人民币/同比%)	11.7	11.2	19.1	9.1	12.9	0.3	2.3
贸易余额 (人民币/十亿)	304.0	571.5	546.2	909.6	2330.3	519.2	717.4
出口增长 (美元/同比%)	13.7	11.5	11.7	4.0	9.9	1.4	(1.0)
进口增长 (美元/同比%)	19.3	20.6	20.4	4.4	15.8	(4.8)	(4.1)
贸易余额 (美元/十亿)	45.0	90.6	84.1	132.1	351.8	74.8	106.4
消费物价指数 (同比%)	2.2	1.8	2.3	2.2	2.1	1.8	2.6
生产者物价指数 (同比%)	3.7	4.1	4.1	2.3	3.5	0.2	0.5
固定资产投资(年初至今/同比%)	7.5	6.0	5.4	5.9	5.9	6.3	5.8
房地产投资 (年初至今/同比%)	10.4	9.7	9.9	9.5	9.5	11.8	10.9
工业增加值 (同比%)	6.8	6.8	6.0	5.7	6.2	6.5	5.6
零售额 (同比%)	9.8	9.0	9.0	8.3	9.0	8.3	8.6
新增贷款 (人民币/十亿)	4859.3	4170.0	4110.0	3027.0	16166.3	5805.8	3860.0
广义货币供应量 (同比%)	8.2	8.0	8.3	8.1	8.1	8.6	8.5
总社会融资 (人民币/十亿)	5855.1	4217.1	5335.7	3852.1	19260.0	8180.0	5040.6

	8/18	9/18	10/18	11/18	12/18	1/19	2/19	3/19	4/19	5/19	6/19	7/19	8/19
实际国民生产总值 (同比%)	-	6.5	-	-	6.4	-	-	6.4	-	-	6.2	-	-
制造业 PMI (%)	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5
非制造业 PMI (%)	54.2	54.9	53.9	53.4	53.2	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8
出口(人民币/同比%)	7.7	16.9	20	10.2	0.2	14.0	(16.7)	20.8	3.1	7.7	6.0	10.3	2.6
进口(人民币/同比%)	19.5	17.6	25.7	7.8	(3.1)	3.1	0.3	(1.8)	10.5	(2.5)	(0.3)	0.7	(2.6)
贸易余额 (人民币/十亿)	168.5	209.0	238.8	306.1	395.0	269.8	28.2	216.1	90.0	279.5	343.2	307.1	239.6
出口增长 (美元/同比%)	9.5	14.4	15.5	5.4	(4.4)	9.2	(20.8)	13.8	(2.8)	1.0	(1.3)	3.3	(1.0)
进口增长 (美元/同比%)	20.7	14.5	20.8	3.0	(7.6)	(1.3)	(4.6)	(7.6)	4.2	(8.5)	(7.3)	(5.6)	(5.6)
贸易余额 (美元/十亿)	26.2	31.1	34.8	44.8	57.1	38.9	3.2	31.9	13.5	41.7	50.7	44.6	34.8
消费物价指数 (同比%)	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8
生产者物价指数 (同比%)	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	(0.3)	(0.8)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	-	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5
房地产投资 (年初至今/同比%)	10.1	9.9	9.7	9.7	9.5	-	11.6	11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5
工业增加值 (同比%)	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7	-	5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4
零售额 (同比%)	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2	-	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5
新增贷款 (人民币/十亿)	1280.0	1380.0	697.0	1250.0	1080.0	3230.0	885.8	1690.0	1020.0	1180.0	1663.6	1060.0	1210.0
广义货币供应量 (同比%)	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2
总社会融资 (人民币/十亿)	1940.1	2168.2	728.8	1520.0	1590.0	4601.5	709.9	2859.4	1385.9	1407.5	2262.9	1011.2	1980.0
全国城镇调查失业率(%)	5.0	4.9	4.9	4.8	4.9	-	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	4.9	4.7	4.7	4.7	4.7	-	5.0	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2

## 世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
<b>美国</b>			
道琼斯工业平均指数	26,935.07	17.98	-1.05
标准普尔 500 指数	2,992.07	19.56	-0.51
纳斯达克综合指数	8,117.67	31.40	-0.72
<b>欧洲</b>			
富时 100 指数	7,344.92	4.02	-0.31
德国 DAX 30 指数	12,468.01	20.22	0.00
法国 CAC 40 指数	5,690.78	19.61	0.62
斯托克 600 价格指数	392.95	18.93	0.30
<b>亚洲</b>			
香港恒生指数	26,435.67	10.23	-3.35
恒生中国企业指数	10,375.65	8.25	-2.92
上海深圳沪深 300 指数	3,935.65	14.28	-0.92
上海证券交易所综合指数	3,006.45	14.61	-0.82
深证综合指数	1,675.35	36.20	-0.35
日经 225 指数	22,079.09	15.67	1.47
韩国 KOSPI 指数	2,091.52	13.64	2.07
台湾证交所加权股价指数	10,929.69	17.33	0.94
标普/澳证 200 指数	6,730.75	19.66	0.92
<b>MSCI 指数</b>			
MSCI 世界指数	2,197.55	18.72	-0.37
MSCI ACWI 指数	525.57	17.93	-0.39
MSCI 新兴市场指数	1,021.26	13.62	-0.52
MSCI 美国指数	2,848.60	20.11	-0.46
MSCI 英国指数	2,110.89	17.97	-0.24
MSCI 法国指数	163.27	19.73	0.59
MSCI 德国指数	144.37	19.71	-0.28
MSCI 中国指数	78.02	13.54	-1.85
MSCI 香港指数	14,591.84	12.98	-4.17
MSCI 日本指数	977.91	14.14	1.20

\* 全球市场均根据 20/09/2019 收市价。

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
<b>能源</b>			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	58.09	5.91
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	64.28	6.74
天然气期货	美元/百万英	2.53	-3.06
<b>基本金属</b>			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	1,774.25	-0.14
铜期货	美元/磅	260.65	-3.45
LME 钢筋期货	美元/吨	412.00	-1.20
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	2,109.25	0.66
<b>贵金属</b>			
现货金	美元/盎司	1,516.90	1.91
黄金期货	美元/盎司	1,515.10	1.04
现货银	美元/盎司	17.99	3.13
现货铂	美元/盎司	946.30	-0.24
<b>农产品</b>			
玉米期货	美元/蒲式耳	370.75	0.54
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	484.25	0.16
11 号糖 (全球)	美元/磅	12.07	1.09
大豆期货	美元/蒲式耳	882.75	-1.78

数据来源: 彭博

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	2.00	-0.25
美国最佳利率	5.00	-0.25
联储贴现率	2.50	-0.25
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	-0.10	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	1.93	-0.05
美国综合国债 1 年收益率	1.82	-0.05
美国综合国债 5 年收益率	1.60	-0.15
美国综合国债 10 年收益率	1.72	-0.17
美国综合国债 30 年收益率	2.16	-0.21
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	2.04	0.58
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	2.13	0.00
日本综合国债 1 年收益率	-0.27	-0.04
日本综合国债 10 年收益率	-0.21	-0.05
德国综合国债 1 年收益率	-0.68	-0.05
德国综合国债 10 年收益率	-0.52	-0.07
中国基准利率	4.35	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.53	-1.88
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.95	0.01
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	3.10	0.01
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.75	0.38
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.72	0.04
香港基本利率 (贴现率)	0.34	-0.44
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.34	-0.44
香港银行同业拆放利率- 一个月	2.00	0.03
离岸人民币拆放利率- 隔夜	3.03	0.93
离岸人民币拆放利率- 1 个月	3.30	0.00
<b>公司债 (穆迪)</b>		
Aaa	3.14	5.02
Baa	4.02	4.15

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	98.51	0.26
欧元/美元	1.1017	-0.51
英镑/美元	1.2478	-0.18
澳大利亚元/美元	0.6766	-1.64
美元/加拿大元	1.3263	-0.19
美元/日元	107.56	-0.49
美元/瑞士法郎	0.9909	0.05
人民币中间价指数	7.0730	-0.16
美元/人民币	7.0916	0.17
<b>交割远期</b>		
美元/中国境外即期汇率	7.1243	1.10
美元/港币	7.8367	0.21
人民币/港币	1.1055	0.04
中国境外即期汇率/港币	1.1005	-0.84
美元/韩元	1,188.05	-0.23
美元/新台币	30.967	-0.24
美元/新加坡元	1.3766	0.25
美元/印度卢比	70.945	0.02



## 权益披露

### 分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，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。

### 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。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本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，但或会与光银国际资本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。光银国际资本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 2019 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本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，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600