



Tung Shing Securities (Brokers)

東盛證券(經紀)

美國利率前景報告

經濟分析

研究部主管

李聲揚, CFA

isyli@sinopac.com

(852) 3609 6868

研究員

李文傑

mkli@sinopac.com

(852) 3609 6381

研究員

伍其峰

dkfng@sinopac.com

(852) 3609 6253

撮要

- 美國於香港時間 9 月 22 日早上公佈議息結果，雖然有多達 3 張反對維持現行利率的反對票，但亦符合市場的預期地未有加息，並把利率維持在 0.25% 至 0.50% 的區間。
- 但同時聯儲局亦於會後釋出略為鷹派的言論，指出經濟展望風險大致平衡，加息論據已經加強。
- 會後展望息口走勢的「點陣圖」中顯示，官員預期 2016 年內美國將會於 11 月或 12 月的議息會議內加息一次。

我們的看法

- 我們預期儲局最有可能於 12 月的會議中行動，我們預期 2016 年內加息的幅度將會是 0.25%
- 我們亦相信未來數年美國加息的空間有限，從以下數個指標可以略見其端倪：
 - 1) 實質國內生產總值 (REAL GDP) 增長放緩
 - 2) 美國工業生產正在萎縮
 - 3) 服務業指數跌至金融海嘯後低位
 - 4) 美國企業利潤的減少
 - 5) 整體就業市場的不明朗

總結

- 在各項關於生產力、資本、服務業及勞動市場的指標均開始走入衰退的跡象下，我們認為美國的整體經濟其實更趨近於倒退之中。
- 我們預期美國於未來數年暫時已缺乏用作加息的籌碼，大抵於今年加息後，每年也只是最多加一次甚至不加息。
- 而隨著近年美國經濟反彈的力度不斷減弱，美國亦已很難回復像以往達至數厘的利息水平。

背景

- 美國於香港時間 9 月 22 日早上公佈議息結果，雖然有多達 3 張反對維持現行利率的反對票，但亦符合市場的預期地未有加息，並把利率維持在 0.25%至 0.50%的區間。
- 會議中聯儲局亦調低了今年美國的經濟增長預測，由上次會議的 2.0%降至 1.8% (表 1)，今年失業率的預測則由 4.7%調高至 4.8%。
- 但同時聯儲局亦於會後釋出略為鷹派的言論，指出經濟展望風險大致平衡，加息論據已經加強。
- 會後展望息口走勢的「點陣圖」中顯示，官員預期 2016 年內美國將會於 11 月或 12 月的議息會議內加息一次。

表 1:美國聯儲局近四次會議的各項經濟預期

	2015年		2016年			2015年		2016年	
(%)	12月	3月	6月	9月	(%)	12月	3月	6月	9月
預計16年經濟增長	2.4	2.2	2.0	1.8	預計16年個人消費支出(PCE)通脹	1.6	1.2	1.4	1.3
預計17年經濟增長	2.2	2.1	2.0	2.0	預計17年個人消費支出(PCE)通脹	1.9	1.9	1.9	1.9
預計18年經濟增長	2.0	2.0	2.0	2.0	預計18年個人消費支出(PCE)通脹	2.0	2.0	2.0	2.0
預計19年經濟增長	-	-	-	1.8	預計19年個人消費支出(PCE)通脹	-	-	-	2.0
預計長期經濟增長	2.0	2.0	2.0	1.8	預計長期個人消費支出(PCE)通脹	2.0	2.0	2.0	2.0
	2015年		2016年			2015年		2016年	
(%)	12月	3月	6月	9月	(%)	12月	3月	6月	9月
預計16年失業率	4.7	4.7	4.7	4.8	預計16年核心個人消費支出(CORE PCE)通脹	1.6	1.6	1.7	1.7
預計17年失業率	4.7	4.6	4.6	4.6	預計17年核心個人消費支出(CORE PCE)通脹	1.9	1.8	1.9	1.8
預計18年失業率	4.7	4.5	4.6	4.5	預計18年核心個人消費支出(CORE PCE)通脹	2.0	2.0	2.0	2.0
預計19年失業率	-	-	-	4.6	預計19年核心個人消費支出(CORE PCE)通脹	-	-	-	2.0
預計長期失業率	4.9	4.8	4.8	4.8					

資料來源：美國聯儲局，東盛證券

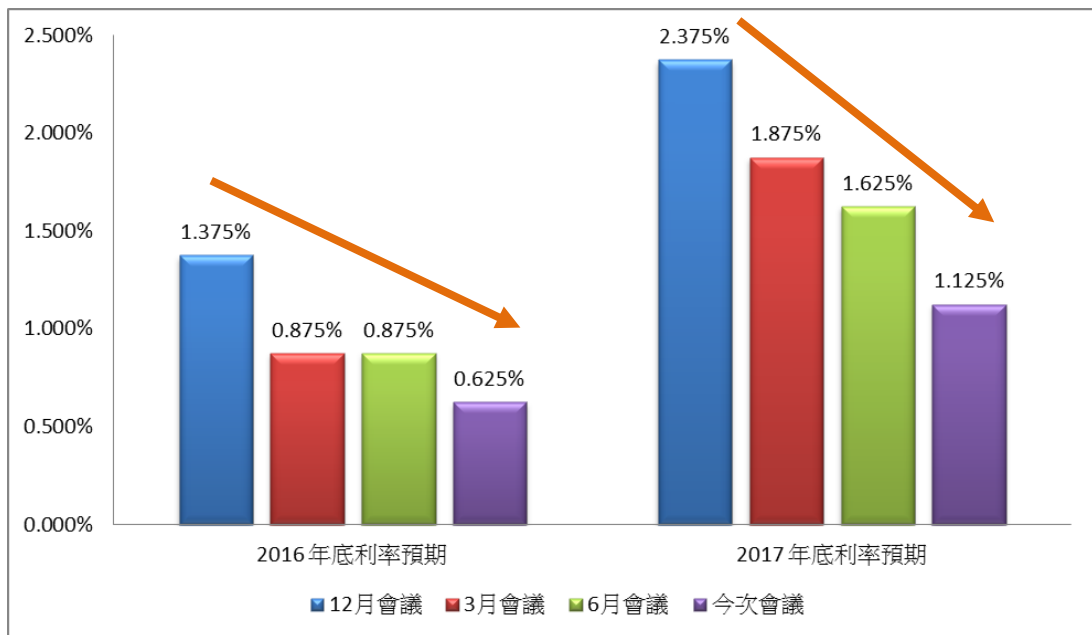
我們的看法

- 對於加息，我們認為年內的加息的可能性不低。若然加息的話，由於 11 月的議息會議 (11 月 1 日-2 日) 剛好是於大選前一週進行，所以按兵不動的機會甚高；亦因此，我們預期儲局最有可能於 12 月的會議中行動。
- 我們預期 2016 年內加息的幅度將會是 0.25%
- 早在上年度 12 月的會議開始，聯儲局屢次調低 2016 年度利率預期的中位數 (表 2) 至現時 0.625%，而對於 2017 年的息口預期亦一樣一再調低，可見聯儲局對於未來加息的取態並非十分樂

觀。

- 然而更重要的問題是，美國經濟是否如官方所言還在復甦？美國是否擁有持續加息的本錢？
- 就種種實體經濟的指標及跡象而言，比起官方正面的說法，事實似乎更偏向負面的一方。而我們更相信的是美國已經錯過了加息的時機。

表 2:美國近四次對 2016 年及 2017 年利率預期的中位數



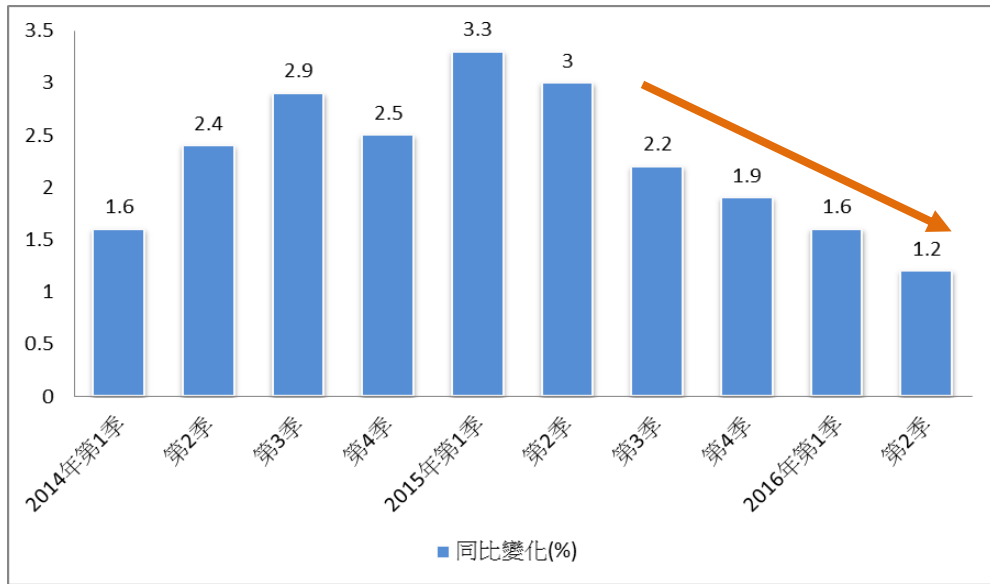
資料來源：美國聯儲局，東盛證券

我們相信美國未來加息的空間有限，從以下數個指標可以略見其端倪：

1) 實質國內生產總值 (REAL GDP) 增長放緩

- 正當 2014 年美國的實質 GDP 增長還算得上是反覆向上之際 (表 3)，踏入 2015 年第一季開始，美國的實質 GDP 增長已經是連續第五個季度下跌，而在 2016 年的第二季增長只餘下 1.2%，反映整個美國經濟的增長已在放緩。

表 3:美國實質 GDP 同比變化

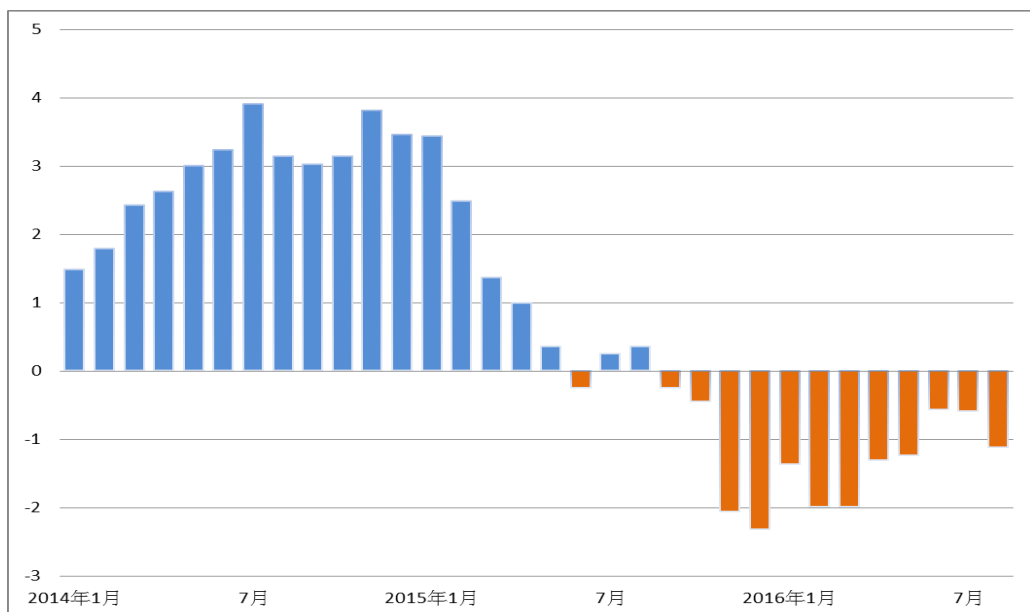


資料來源：美國聯儲局，東盛證券

2) 美國工業生產正在萎縮

- 美國的工業生產指數自 2015 年 9 月起已連續 12 個月同比下跌 (表 4)，以非衰退期來說這跌勢已經是史上最長，充份反映製造業現正陷入頹勢。另一方面，製造業的頹勢亦印證了企業投資的低迷，寬鬆的貨幣政策似乎只帶到了企業在金融活動方面的活躍 (如併購、股份回購等)，而對於實際的經濟卻並沒多大的益處。

表 4:美國工業生產指數同比變化 (%)

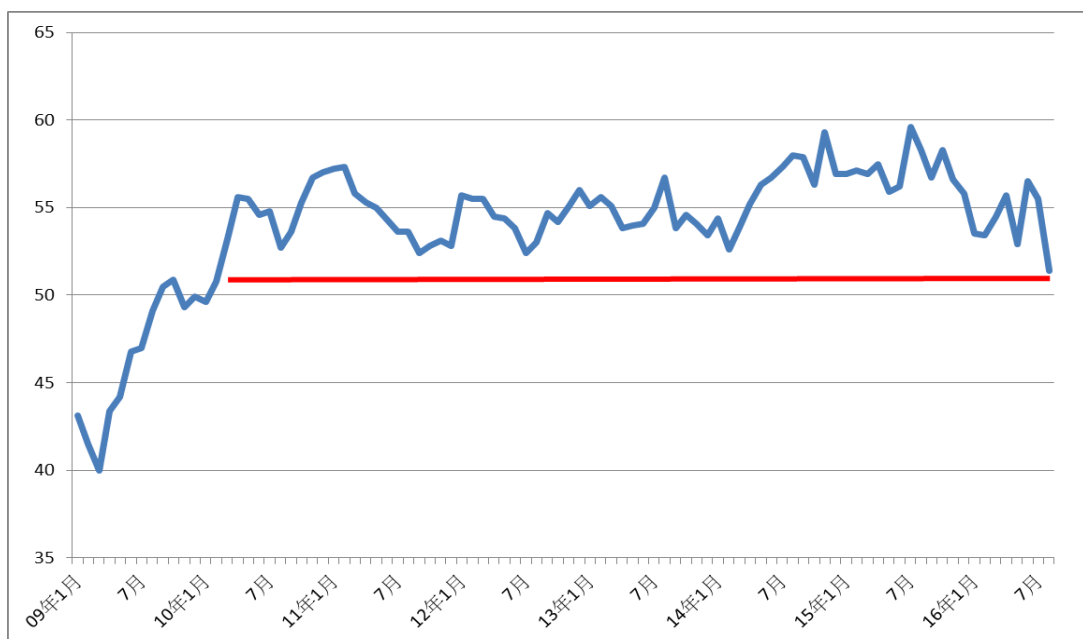


資料來源：美國聯儲局，東盛證券

3) 服務業指數跌至金融海嘯後低位

上述圖表及數據指出了美國製造業面臨的險峻前景，雖然製造業佔美國的整體經濟活動比率較低，但部份以製造業為服務對象，如物流、貨倉等服務業亦必然會受牽連。供應管理協會 (Institute for Supply Management, ISM) 最新公佈八月份的非製造業指數為 51.4 (表 5)，這是近六年半以來，亦即金融海嘯後的最低位，非常貼近 50 點興衰分界線的水平。

表 5:ISM 非製造業 PMI 指數

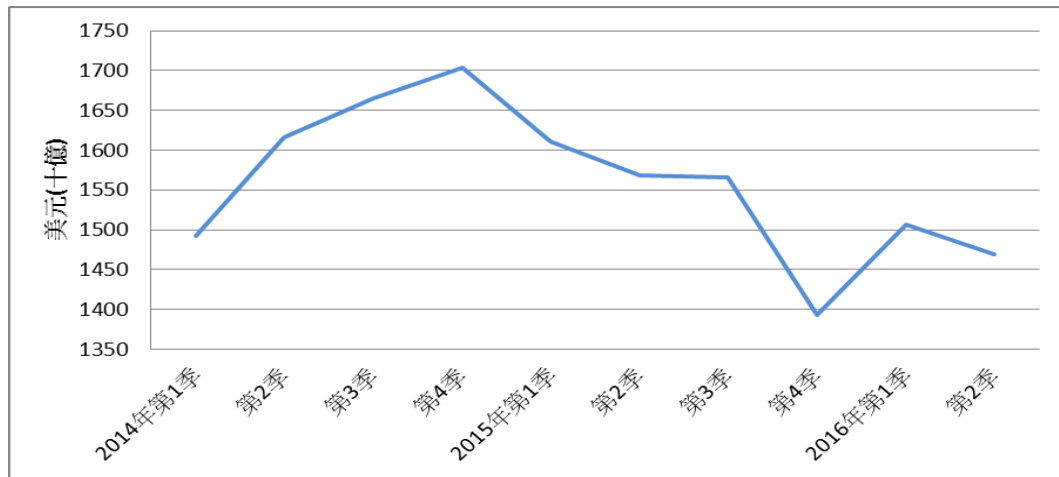


資料來源：供應管理協會，東盛證券

4) 美國企業利潤的減少

美國的企業利潤一直是其中一個備受市場關注的指標之一，一方面展露了美國各企業的健康狀況，另一方面亦被相信是其中一個經濟前景的領先指標 (Leading Indicator) 之一。自 2015 年第一季開始 (表 6)，美國的企業利益便反覆下跌，反映美國的資本市場其實亦可能正受影響，更甚者，於未來可能要面臨衰退的困擾。

表 6:美國每季經調整及除稅後企業盈利

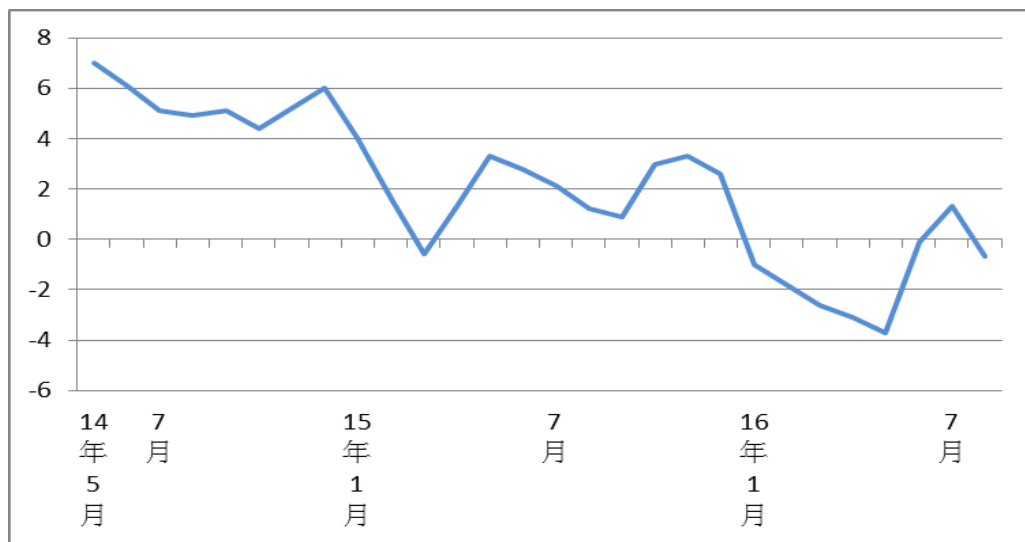


資料來源：美國經濟分析局，東盛證券

5) 整體就業市場的不明朗

- 聯儲局於 2014 年 5 月發表了一項新的量度勞動市場的工具名為勞動市場狀況指數 (Labour Market Conditions Index , LMCI) 。該指數包含了失業率、平均薪金等 19 個勞動市場的相關指標綜合而成，希望能提供一個較為完整的勞動市場的真實狀況。該指數值得留意的地方除了 8 月份指數由升轉跌外 (表 7) ，該指數整體由 14 年 5 月開始一直反覆向下，而過去 8 個月中甚至有 7 個月處於負值，可見勞工市場的表現亦同樣出現惡化

表 7:勞動市場狀況指數(LMCI)

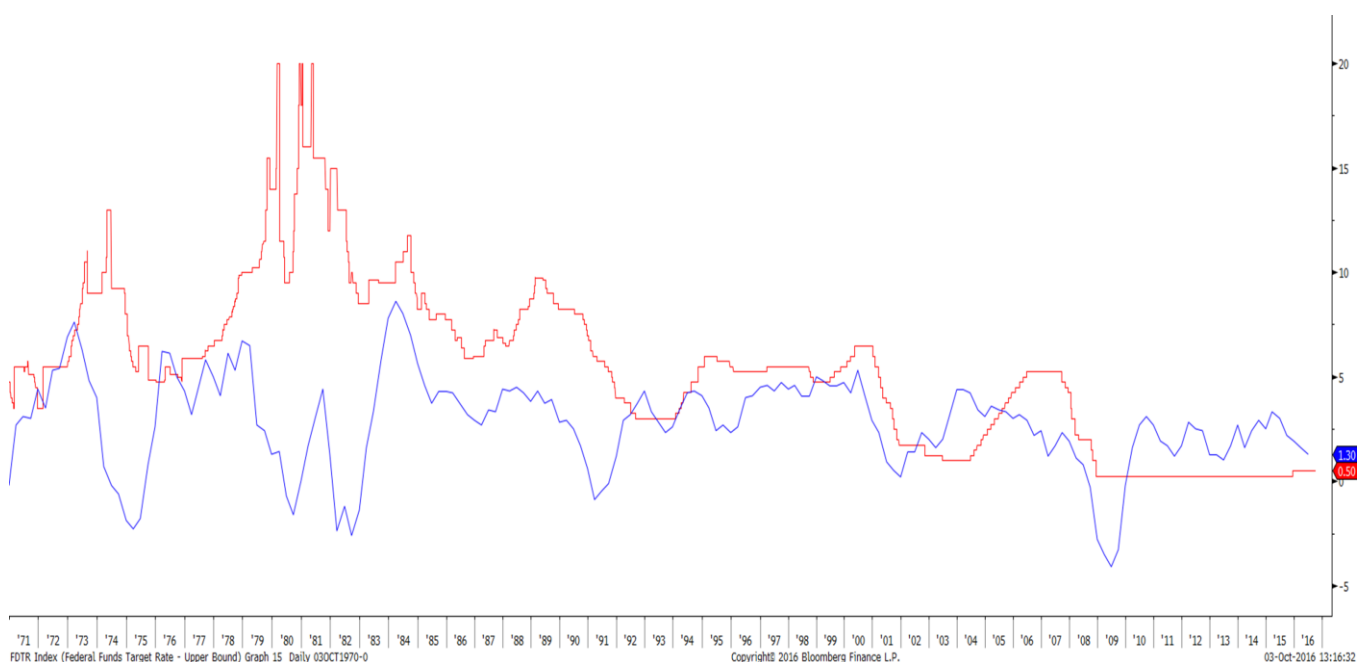


資料來源：美國聯儲局，東盛證券

總結

- 在各項關於生產力、資本、服務業及勞動市場的指標均開始走入衰退的跡象下，我們認為美國的整體經濟其實更趨近於倒退之中。
- 美國經濟由 2009 年中後段開始進入復甦（表 9），但美國的利息卻一直維持於 0.25 的水平而沒有變動。
- 直至 2015 年美國經濟增長開始顯著放緩，聯儲局亦只是照劇本安排下於 12 月加了象徵式的 0.25% 利率。
- 因此，我們預期美國於未來數年暫時已缺乏用作加息的籌碼，大抵於今年加息後，每年也只是最多加一次甚至不加息。
- 另外，像美國早年數厘甚至十數厘的利率背後，其實是靠著強大的經濟增長反彈作後盾才能達到，隨著近年美國經濟反彈的力度不斷減弱，美國已很難回復像以往達至數厘的利息水平。

表 9: 美國利率與經濟增長關係圖



資料來源：彭博，東盛證券

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致東盛（經紀）集團及 / 或其附屬公司或聯屬公司（統稱「東盛」）須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於東盛可信之資料來源，但東盛並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，東盛概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。東盛可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

東盛之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

東盛及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。東盛可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。東盛一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。東盛在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

東盛證券（經紀）有限公司（「東盛證券」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其關係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其關係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

東盛集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司（包括東盛證券）（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2016 年 10 月 3 日，東盛證券（經紀）有限公司及其編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2015 東盛證券（經紀）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經東盛證券（經紀）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。東盛證券（經紀）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。