

專家分析： 聯儲局減息，但市場期望更多



Christine Todd
美國固定收益主管



Angelo CORBETTA
多行業固定收益總監，
美國投資組合經理



Jon Duensing
投資級別企業債券總監，
美國投資組合經理



- **聯儲局減息，但市場期望更多：**一如預期，聯儲局針對聯邦基金利率的目標範圍，下調 25 個基點，如今市場甚至預測，在 2020 年結束之前，還有機會減息 3 次。我們認為這樣的期望未免過高。根據本公司觀點，在再次採取行動之前，聯儲局可能會暫時停止介入，冷靜觀望減息對於經濟的實際影響。
- **回購市場的短暫壓力：**流動性突然回落，以及流動性緊縮衝擊短期回購市場，這並非新出現的情況，但這一次衝擊的規模大於先前的類似情形。我們認為，聯邦公開市場委員會(FOMC)可能提前至今年 11 月恢復原來的資產負債表擴張步調。
- **美國利率展望：**我們認為，聯儲局當前的寬鬆措施，符合週期當中的政策調整，並預期國庫券在短期內將在特定交易區間內波動，未來六個月收益率的上升空間有限。但是，若果經濟增長的抗跌力優於預期，我們仍可能見到收益率出現上升壓力。
- **對投資的影響：**針對存續期，我們認為美國固定收益的利率存續期投資應當予以限制。服務業、消費業、小型企業表現穩健，似乎支持美國利率反而應當調高，以及更審慎保守的聯儲局政策觀點。話雖如此，我們也意識到，在規避風險的大環境當中，以美國國庫券作為避險，確實享有優勢。在我們看來，固定收益投資者應當分散投資於不同類型的債券與行業，尋求良機，提高信貸質素，並且維持相對適度的風險。證券化信貸債券

的相關投資，例如資產抵押債券、商業抵押證券以及按揭抵押證券，就是合乎這項原則的投資策略。

聯儲局減息後，仍將評估未來數據以釐定之後的行動

「我們預期的減息次數，少於市場的預期。」

一如預期，聯儲局在 9 月的會議將聯邦基金利率的目標範圍下調 25 個基點，降至 1.75%-2.00%。相關決策的原因包括環球經濟增長降溫、貿易政策的不確定性持續，以及未呈現通脹壓力。然而，在出口貿易疲軟的憂慮蔓延之外，聯儲局的最新經濟預測，與 6 月的前一次更新內容相比，幾乎沒有什麼變動：2020 年 GDP 增長的中位數預測還是保持在 2.0% 不變。

儘管聯儲局主席鮑威爾重申 FOMC 未來將「採取適當行動」延續美國境內的經濟增長，但有跡象顯示，委員會各成員之間的分歧正在擴大，對於合理的聯邦基金水平各有不同主張。在聯儲局的「點狀圖」中，委員對於未來利率的預測各有不同，其中七位成員預期 2019 年底利率可望再下調 25 個基點，五位成員則預期暫時不會再減息，此外甚至有其他五位委員預測年底利率將不減反加 25 個基點。FOMC 的會議過後，美國國庫券市場反映了投資者傾向於「強硬」的取態，兩年期美國國庫券的收益率比會議結果公佈之前高出 8 個基點。

在我們看來，FOMC 必須要見到經濟數據真正轉趨疲軟，或者中美兩國貿易戰再度升溫，才較有機會在 2019 年落幕之前再次調低聯邦基金利率。聯邦基金期貨市場的價格，則持續偏離聯儲局本身的預期，繼續反映年底前仍有機會再減息 25 個基點，在 2020 年底之前還可望兩度減息 25 個基點。至於本公司的預測，則較接近 FOMC 的預期，我們預期的減息次數，少於市場的預期。

回購市場的短暫壓力

「我們認為，FOMC 可能提前至今年 11 月恢復原來的資產負債表擴張步調。」

9 月 16 日的一週內，回購協議市場（或簡稱 repo 市場）受壓，反映季度企業稅務截數以及大量新發行國庫券結算的綜合影響，導致了資金需求與現金供應短暫失衡。由於借款人爭相投入短期融資，隔夜回購利率從原來約 2.2% 一度飆升至 10% 水平。因應資金供應短缺，紐約聯邦儲備銀行透過臨時的公開市場操作，向市場注資 750 億美元的現金，以緩解市場壓力，回購利率也迅速回歸 2% 左右範圍。流動性突然回落，以及流動性緊縮衝擊短期回購市場，這並非新出現的情況，但這一次衝擊的規模大於先前的類似情況。部分原因在於聯儲局的資產負債規模縮減，再加上銀行體系的超額存款準備所影響。由於最近聯儲局資產負債規模逐漸縮減，國內超額存款準備總額已經從 2014 年的 2.8 兆美元下降至如今大約 1.4 兆美元的水平。費城與紐約聯邦儲備銀行的經濟學家研究指出，根據 FOMC 當前實施的聯邦基金利率下限，所需的存款準備供應規模可能在 5,000 億美元到 1.2 兆美元之間，具體取決於各銀行的超額存款準備分配狀況。近期貨幣市場的壓力，反映了實際需求的存款準備供應規模略高於 1.2 兆美元，對此 FOMC 可能提前於今年 11 月恢復原來的資產負債表擴張步調。

美國利率展望

「若果經濟增長的抗跌力優於預期，我們仍可能見到收益率出現上升壓力。」

我們認為，聯儲局當前的寬鬆措施，屬於週期當中的政策調整，旨在因應環球不確定性加劇而致力「微調」政策，並非試圖具體抑壓衰退的經濟環境。除非美國經濟增長與美國勞動力市場展望真正惡化，或是中美貿易戰進一步升級，否則聯儲局可能會暫時停止介入，先行觀察目前

減息對於經濟有何影響。聯儲局的點狀圖反映長期利率中位數保持在 2.5% 水平。這暗示了利率的走向終究是向上發展，而非向下調降。

根據大多數的估值指標，美國 10 年期國庫券價格偏高，此外各種外部事件也在近期美國政府債券收益率下行扮演了重要角色。我們預期短期內美國國庫券將在區間內上落，未來六個月的收益率上升空間有限。但若經濟增長的抗跌力優於預期，我們仍可能見到收益率出現上升壓力。

對投資的影響

考慮到我們的展望與目前市場估值，固定收益投資者應當分散投資於不同類型的債券與行業，尋求良機，提高信貸質素，並且維持相對適度的風險。證券化信貸債券的相關投資，例如資產抵押債券、商業抵押證券以及按揭抵押證券，就是合乎這項原則的投資策略。在估值、穩健的信貸保障、聚焦美國消費活動等方面，以及減低環球增長風險的影響，這些債券的投資吸引力尤為顯著。在最近息差擴闊之後，機構抵押貸款證券的投資吸引力也日益攀升。針對存續期，我們認為，美國固定收益的利率存續期投資應當予以限制。服務業、消費業、小型企業表現穩健，似乎支持美國利率反而應當調高，以及更審慎保守的聯儲局政策觀點。話雖如此，我們也意識到，在規避風險的大環境當中，以存續期較長的美國國庫券作為避險，確實享有優勢。

「在我們看來，固定收益投資者應當維持中等程度的風險，提高信貸質素，並且採取較為審慎的存續期部署。」

免責聲明

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多？即上 www.amundi.com.hk