

## 海外宏观周报

# 9月FOMC会议预览：关注全年加息次数的指引

### 上周回顾

**美国：8月CPI通胀好于预期。**总CPI同比1.9%，好于7月的1.7%及市场预期的1.8%（环比0.4%，同样好于预期）；核心CPI同比1.7%，与7月的水平持平，但好于市场预期的1.6%。8月总CPI的上行，主要是能源价格上涨拉动（受哈维飓风的影响），8月CPI汽油价格指数环比大涨6.3%（7月环比零增长）。

### 本周展望

**美国：**北京时间本周四凌晨两点美联储将公布9月议息会议结果，同时还将发布最新的经济预测表及“点阵图”，耶伦也会举行新闻发布会。**我们预计：1）会议声明：**维持联邦基准利率1.00-1.25%不变，同时宣布从10月开始缩表，即按照今年6月公布的计划，停止到期债券再投资；**2）经济预测表：**略微下调2017年的PCE通胀预测；**3）新闻发布会：**耶伦发言的基调偏中性。此次会议最大的焦点是，美联储是否会将2017年加息次数的指引从此前的三次下调至两次。我们倾向于认为美联储会维持全年加息三次的指引不变，即今年12月仍旧会加息。具体来看：

- ▶ **宣布从10月开始缩表，市场对此已经充分预期。**在今年6月的议息会议上，美联储公布了明确的缩表细节（《Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans》），即对到期国债设置60亿美元每月的上限，并且每三个月增加60亿美元，直至达到300亿美元每月；在7月议息会议的声明中，美联储直接提到“很快”会开始收缩表（“...begin implementing its balance sheet normalization program relatively soon...”）；之后发布的7月会议纪要更是直接用到“*an upcoming meeting*”等措辞。目前来看，美联储在9月议息会议上宣布缩表，已经是市场充分预期的事情。**对于金融市场而言，我们预计缩表的冲击相当有限。**除了充分预期的原因之外，也是因为缩表初期的规模实在是太小。以国债为例，目前各个期限国债的日均成交量合计约为5300亿美元，而缩表第一年的停止再投资规模仅为1800亿美元，也就是说全年停止再投资的量仅相当于国债三分之一天的成交量。此外，由于目前美联储持有的MBS全部都是5年期以上，因此可以说，缩表前期与MBS无关。
- ▶ **略微下调2017年PCE通胀预测。**年初以来，美国核心CPI及PCE通胀明显下行，主要是无线电话服务费、医疗及租金价格增速放缓导致（详细分析请参见6月25日报告《科技进步、监管变化导致近期美国核心通胀下行》）。往前看，即便在最乐观的假设下，9-12月CPI及PCE通胀均会维持在较低的水平（图表1~4）。在基准及乐观两种情形的假设下，2017年全年总PCE均为1.6%，核心PCE均为1.5%；目前美联储对2017年总PCE的预测值为1.6%，但对核心PCE的预测值却为1.7%。因此，我们预计美联储会小幅下调2017年核心PCE通胀的预测值。
- ▶ **维持全年加息三次的指引不变。**在6月的经济预测表中，美联储对今年加息次数的前瞻指引是三次（点阵图中位值），即12月可能还会加息。但年中以来，联邦基准利率期货价格隐含的12月加息概率明显下降，目前已经跌至35%左右（Bloomberg计算值），这主要是前期通胀下行导致。即便加息概率在下降，我们仍旧倾向于认为美联储12月会继续加息，主要是在6月给今年全年加息次数指引时，美联储应该已经预期到了下半年通胀的下行（不难预测）。

分析员

**吴杰云**

SAC 执证编号：S0080512110002  
SFC CE Ref: AXQ260  
jiyun.wu@cicc.com.cn

分析员

**梁红**

SAC 执证编号：S0080513050005  
SFC CE Ref: AJD293  
hong.liang@cicc.com.cn

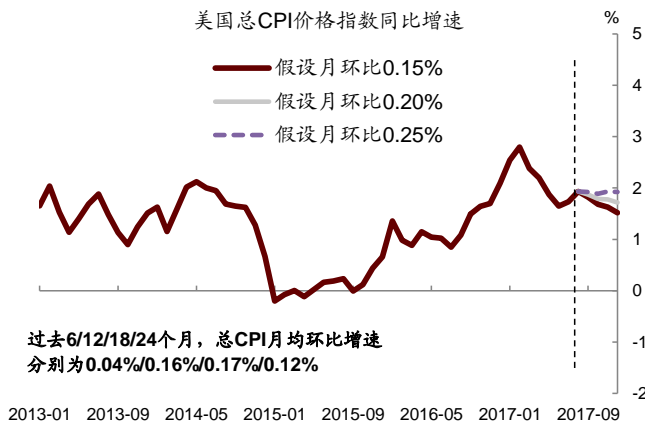
### 近期研究报告

- 宏观经济 | 日本：2季度GDP增速下调至2.5% (2017.09.10)
- 宏观经济 | 9月欧央行议息会议：10月底公布QE减量细节 (2017.09.07)
- 宏观经济 | 关注哈维飓风对美国数据数据的短期冲击 (2017.09.03)
- 宏观经济 | 7月FOMC会议纪要：进一步确认9月宣布缩表 (2017.08.17)
- 宏观经济 | 7月FOMC会议：将在9月宣布缩表 (2017.07.27)
- 宏观经济 | 如何理解近期美元的弱势？ (2017.07.21)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

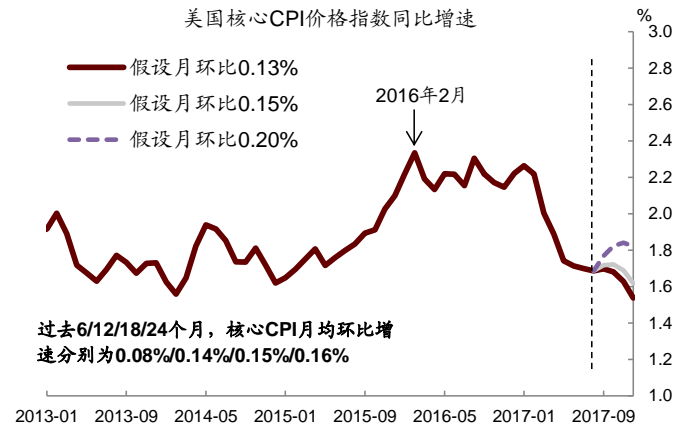


图表 1: 8 月总 CPI 好于预期, 同比回升至 1.9%



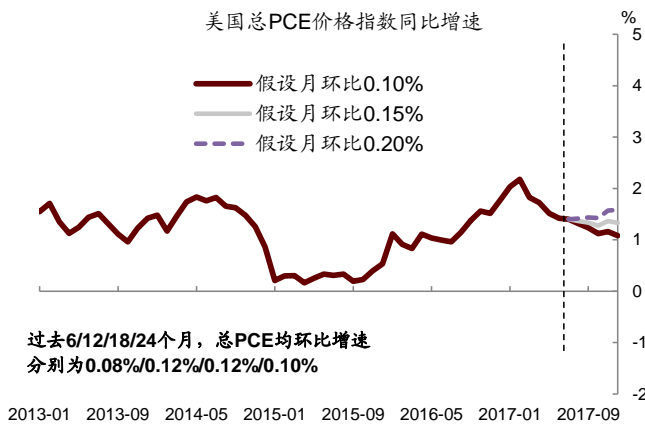
资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

图表 2: 8 月核心 CPI 同比 1.7%, 与 7 月持平



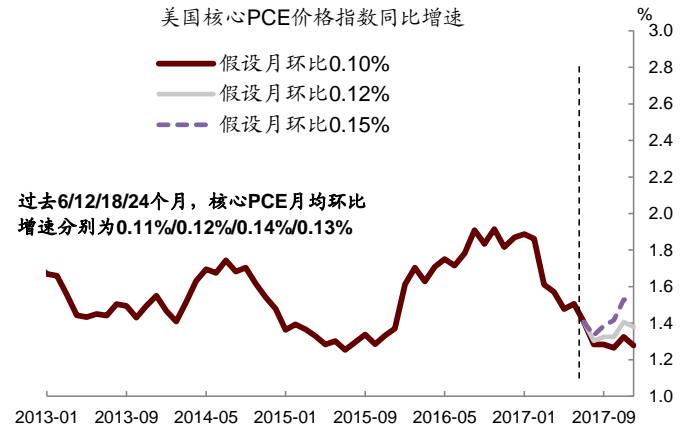
资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

图表 3: 预计 8-12 月总 PCE...



资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

图表 4: ... 及核心 PCE 通胀会维持在较低的水平



资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部



图表5：海外主要经济指标

美国	2016-08	2016-09	2016-10	2016-11	2016-12	2017-01	2017-02	2017-03	2017-04	2017-05	2017-06	2017-07	2017-08	2016A	2017E
<b>增长与通胀</b>															
GDP (年化环比, %)	-	2.8	-	-	1.8	-	-	1.2	-	-	3.0			1.6	2.1
CPI (同比, %)	1.1	1.5	1.6	1.7	2.1	2.5	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6	1.7	1.9	1.3	2.3
核心CPI (同比, %)	2.3	2.2	2.1	2.1	2.2	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7		
<b>劳动力和房地产市场</b>															
非农就业人数月度变化 (千人)	176	249	124	164	155	216	232	50	207	145	210	189	156		
私人部门 (千人)	143	223	132	178	150	204	222	59	194	153	207	202	165		
政府部门 (千人)	33	26	-8	-14	5	12	10	-9	13	-8	3	-13	-9		
失业率 (%)	4.9	4.9	4.8	4.6	4.7	4.8	4.7	4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.4		
FHFA房价指数 (同比, %)	6.5	6.6	6.4	6.5	6.4	6.0	6.6	6.7	7.0	6.9	6.5				
标普/CS房价指数 (同比, %)	5.1	5.0	5.0	5.2	5.4	5.7	5.9	5.9	5.8	5.7	5.7				
成屋销售 (年化, 百万套)	5.3	5.5	5.5	5.6	5.5	5.7	5.5	5.7	5.6	5.6	5.5	5.4			
新屋销售 (年化, 千套)	567	570	577	579	548	599	615	638	590	618	630	571			
<b>消费</b>															
私人收入 (环比, %)	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.9	0.5	0.3	0.1	0.3	0.0	0.4			
私人支出 (环比, %)	0.3	0.6	0.3	0.3	0.5	0.3	0.1	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3			
零售额 (环比, %)	-0.1	1.0	0.6	0.1	0.9	0.5	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.3	0.6			
<b>投资</b>															
耐用品订单 (环比, %)	0.6	-0.5	6.1	-4.6	0.3	0.3	1.4	2.4	-0.8	0.0	6.4	-6.8			
住房建设投资 (环比, %)	-0.1	0.6	0.9	1.7	-0.4	0.2	1.0	0.3	-1.8	1.6	-1.4	-0.6			
<b>对外贸易</b>															
出口 (同比, %)	0.2	0.5	0.1	0.5	3.6	7.3	6.3	6.8	5.3	5.6	6.1	4.9			
进口 (同比, %)	-1.2	-1.2	0.7	2.9	4.5	8.3	4.7	9.1	8.5	6.7	4.8	5.1			
余额 (十亿美元)	-41.1	-38.5	-43.1	-46.4	-44.6	-48.8	-44.5	-44.8	-47.4	-46.4	-43.5	-43.7			
<b>其他</b>															
ISM制造业指数	49.4	51.7	52.0	53.5	54.5	56.0	57.7	57.2	54.8	54.9	57.8	56.3	58.8		
ISM非制造业指数	51.7	56.6	54.6	56.2	56.6	56.5	57.6	55.2	57.5	56.9	57.4	53.9	55.3		
美联储总资产 (十亿美元)	4457.9	4452.0	4454.3	4446.3	4451.5	4452.8	4468.7	4469.6	4470.1	4460	4463	4465	4452		
联邦基金基准利率 (%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25		
M2 (同比, %)	7.2	7.3	7.6	7.3	7.1	6.6	6.3	6.4	6.0	5.9	5.5	5.6	5.3		
<b>欧元区</b>															
GDP (环比, %)	-	0.5	-	-	0.6	-	-	0.5	-	-	0.6			1.8	1.9
CPI (同比, %)	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1	1.8	2.0	1.5	1.9	1.4	1.3	1.3	1.5	0.2	1.6
核心CPI (同比, %)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.7	1.2	0.9	1.1	1.2	1.2		
失业率 (%)	9.9	9.9	9.8	9.7	9.6	9.6	9.5	9.4	9.2	9.2	9.1	9.1			
出口 (季调同比, %)	3.1	2.3	0.5	4.3	5.1	5.8	6.8	9.3	6.8	9.9	7.5				
进口 (季调同比, %)	0.3	-0.8	0.5	4.3	5.6	10.9	9.0	12.3	11.4	15.8	8.3				
贸易余额 (季调, 十亿欧元)	23.2	22.6	19.7	21.8	23.0	15.1	18.2	21.5	18.8	19.0	22.3				
工业产出 (同比, %)	2.2	1.3	0.7	3.3	2.7	0.4	1.4	2.1	1.2	4.1	2.8	3.2			
PMI制造业指数	51.7	52.6	53.5	53.7	54.9	55.2	55.4	56.2	56.7	57.0	57.4	56.6	57.4		
PMI服务业指数	52.8	52.2	52.8	53.8	53.7	53.7	55.5	56.0	56.4	56.3	55.4	55.4	54.7		
欧央行总资产 (十亿欧元)	3341.8	3438.1	3518.5	3587.4	3661.4	3749.5	3820.3	4100.7	4148.0	4205	4210	4246	4284		
欧央行主要再融资利率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
<b>美国</b>															
GDP (环比, %)	-	0.5	-	-	0.7	-	-	0.2	-	-	0.3				
CPI (同比, %)	0.6	0.9	0.9	1.1	1.6	1.9	2.3	2.3	2.7	2.9	2.7	2.6	2.9		
<b>日本</b>															
GDP (年化环比, %)	-	0.9	-	-	1.6	-	-	1.2	-	-	2.5			1.0	1.2
CPI (同比, %)	-0.5	-0.5	0.1	0.5	0.3	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4		-0.1	0.4
日本央行总资产 (万亿日元)	453.0	456.8	463.4	471.1	476.5	482.0	487.9	490.1	497.7	500.8	502.1	505.6	511.6		
<b>新兴11经济体GDP (同比, %)</b>															
印度	-	7.5	-	-	7.0	-	-	6.1	-	-	5.7				
巴西	-	-2.9	-	-	-2.5	-	-	-0.4	-	-	0.3				
俄罗斯	-	-0.4	-	-	0.3	-	-	0.5	-	-	2.5				
新加坡	-	1.2	-	-	2.9	-	-	2.5	-	-	2.9				
马来西亚	-	4.3	-	-	4.5	-	-	5.6	-	-	5.8				
泰国	-	3.2	-	-	3.0	-	-	3.3	-	-	3.7				
印尼	-	5.0	-	-	4.9	-	-	5.0	-	-	5.0				
菲律宾	-	7.1	-	-	6.6	-	-	6.4	-	-	6.5				
香港	-	2.0	-	-	3.2	-	-	4.3	-	-	3.8				
韩国	-	2.6	-	-	2.4	-	-	2.9	-	-	2.7				
台湾	-	2.1	-	-	2.8	-	-	2.7	-	-	2.1				
<b>新兴11经济体CPI (同比, %)</b>															
印度	5.0	4.4	4.2	3.6	3.4	3.2	3.7	3.9	3.0	2.2	1.5	2.4	3.4		
巴西	9.0	8.5	7.9	7.0	6.3	5.4	4.8	4.6	4.1	3.6	3.0	2.7	2.5		
俄罗斯	6.8	6.4	6.1	5.8	5.4	5.0	4.6	4.2	4.1	4.1	4.4	3.9	3.3		
新加坡	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.6	0.7	0.7	0.4	1.4	0.5	0.6			
马来西亚	1.5	1.5	1.4	1.8	1.8	3.2	4.5	5.1	4.4	3.9	3.6	3.2			
泰国	0.3	0.4	0.3	0.6	1.1	1.6	1.4	0.8	0.4	0.0	0.0	0.2	0.3		
印尼	2.8	3.1	3.3	3.6	3.0	3.5	3.8	3.6	4.2	4.3	4.4	3.9	3.8		
菲律宾	1.8	2.3	2.3	2.5	2.6	2.7	3.3	3.4	3.4	3.1	2.7	2.8	3.1		
香港	4.3	2.6	1.2	1.3	1.2	1.3	-0.1	0.5	2.1	2.0	2.0	1.9			
韩国	0.5	1.3	1.5	1.5	1.3	2.0	1.9	2.2	1.9	2.0	1.9	2.2	2.6		
台湾	0.6	0.3	1.7	2.0	1.7	2.2	-0.1	0.2	0.1	0.6	1.0	0.8	1.0		

资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化劑或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

V160908

编辑：江薇、张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
馨基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

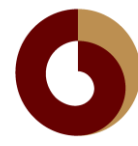
大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

