



宏观快评-美联储缩表将与加息齐头并进

2017年/6月

全球宏观经济研究员 刘绍东

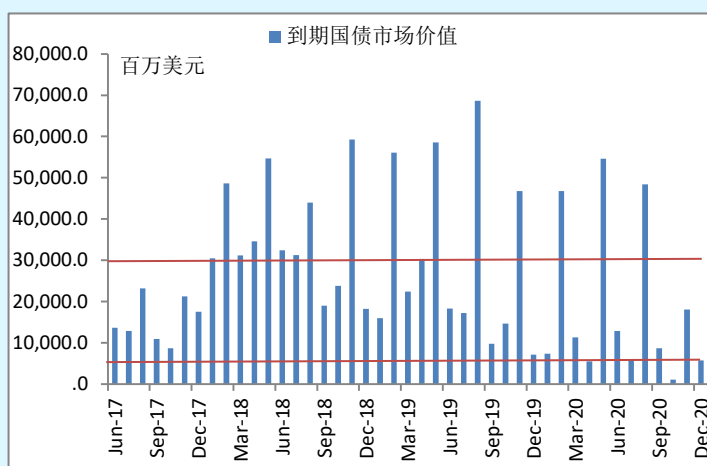
010-66555862

shaodong_liu@chiefgroup.com.hk

当地时间6月15日FOMC议息会议后，美联储如市场预期地宣布上调联邦基金利率目标区间为1%-1.25%。更为重要的是，美联储公布了更为具体的收缩资产负债表的计划。

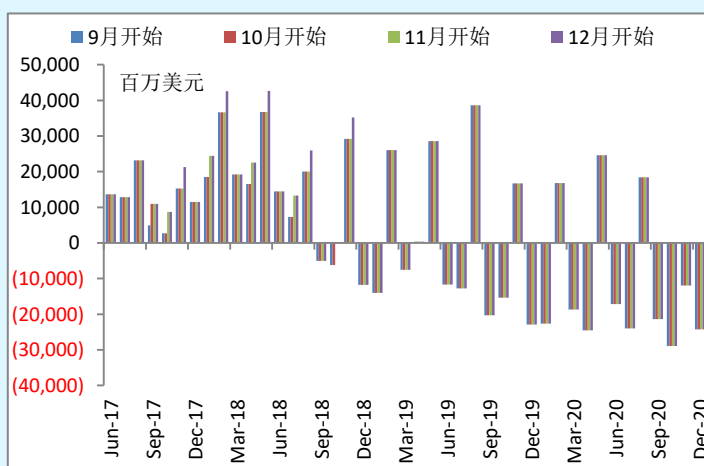
美国经济乐观的预期支持美联储今年开始缩表，缩表开始时将每月停止60亿美元到期国债的再投资并减持40亿美元的MBS，共计100亿美元的上限。缩表规模将每季度逐渐扩大，直至每月减持300亿美元国债和200亿美元MBS。美联储当前持有国债主要到期时间集中在2018年和2019年（图1），考虑上再投资，当前缩表计划提到国债减持规模可以维持到2019年底。自2020年起，联储持有的到期国债规模已不能满足每月300亿美元的收缩额，如果继续依此规模收缩，美联储势必需要抛售国债。因此，我们预计此次缩表最长会持续到2019年底。

图1 美联储所持有近三年到期国债市场价值



资料来源：美联储、致富研究院

图2 不同缩表起始月份对应未来到期国债再投资额

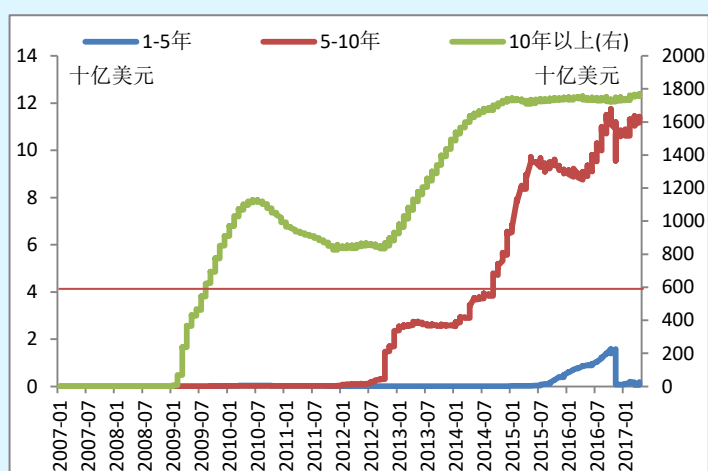


资料来源：美联储、致富研究院



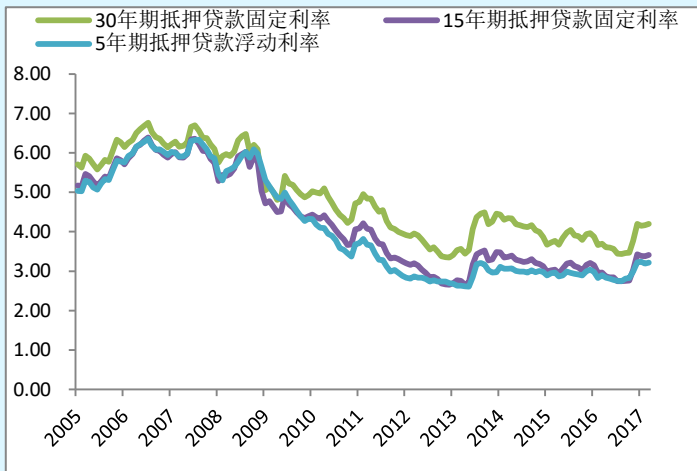
与之前市场预期的不同，此次缩表将会涉及到美联储持有的 MBS，这可能对美国的房地产市场造成一定冲击。当前美联储持有的 MBS 久期在 1-5 年的规模不足 2 亿美元（图 3），久期在 10 年以上的 MBS 占总额的 99% 以上。因此，此次减持 MBS 意味着美联储将出售部分未到期 MBS，这势必对其收益率造成上行压力，按揭贷款利率也将随之走高，对美国的房地产市场不可避免的造成一定冲击。但在减持国债的同时减持 MBS，将有益于美元的信誉。如果美联储只减持其优质资产国债，未来“非良性资产”的 MBS 将会成为美元的主要支撑资产，这样不利于美元在国际市场的信誉。

图 3 美联储持有 MBS 久期分布



资料来源：美联储、致富研究院

图 4 美国抵押贷款利率预计会上升



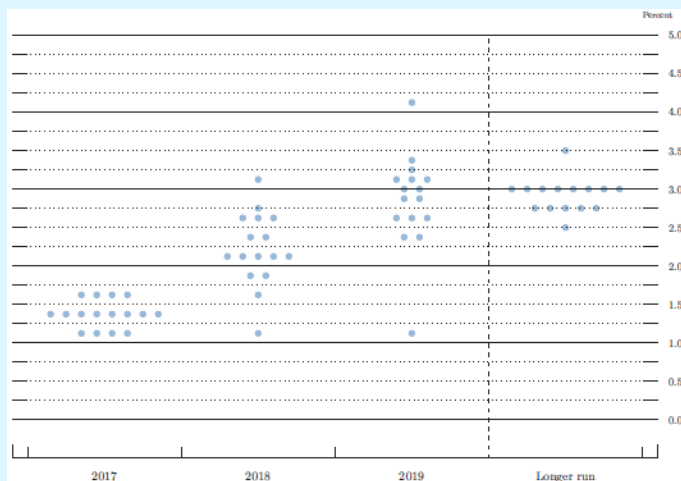
资料来源：美联储、致富研究院

美联储并未对最终合适的资产规模作出说明，我们预计其收缩规模会在 1 万亿美元左右，合理收缩区间为 0.5-2.2 万亿美元。首先根据我们前期报告（美联储缩表=流动性紧缩？未必！），此次美联储缩表的主要动因在于收缩其负债端的超额准备金，因此其收缩上限应为超额准备金的规模，即 2.2 万亿美元。根据此次公布的缩表计划，当每月减持额增至 300 亿美元国债和 200 亿美元 MBS 并持续一个季度时，美联储最小总减持额约为 0.5 万亿美元，因此 0.5 万亿美元为此次缩表规模的下限。如果美联储将此次缩表根据其持有国债到期情况，从而持续到 2019 年底，则收缩额度将达到 1 万亿美元。

美联储在声明中提到，如果未来经济运行情况和预期一致，将会在年内开始缩表。同时主席耶伦表示，虽然当前尚未决定缩表的具体起始时间，但将会提前发布缩表的相关信息，以使市场有所准备，避免造成过大的冲击。



图 5 美联储加息将伴随缩表过程



资料来源：美联储、致富研究院

美联储年内很可能再次宣布加息，三年内持续加息概率较大，这便形成了缩表与加息同时进行的局面。利率点阵图（图 5）显示，年内有较大概率再次加息，将利率升至 1.25–1.5%；到 2018 年底，利率有可能升至 2.0–2.25%；到 2019 年底，利率可能将提高到 2.5–2.75%。在过去美联储的缩表过程中，基本都伴随着降息，而此次缩表将伴随着加息。其原因在于通常缩表意味着市场流动性的收紧，如果同时再受到加息影响，会造成市场流动性短缺，阻碍经济发展。此次美联储缩表可以和加息同步进行是因为此前扩表的非典型性，即我们前期报告中讲到的“内循环”缩表。由于在次贷危机后的“内循环”扩表将资金锁定在体系内部，并没有使市场流动性泛滥，因此此次缩表并不是传统的回收流动性，更可能是流动性的释放。在当前已有的通胀预期和就业环境来看，加息反而能够缓解美联储缩表带来的负面影响。

美联储缩表将释放超额准备金，从而增加市场流动性，与其会议提到货币政策的适当宽松言论相一致。虽然目前美联储的资产负债规模没有明显减小，但是联储缩表的主要对象超额准备金余额自 2014 年 10 月触及高点后，已出现下滑趋势。从超额准备金余额在此期间的减少对美国信贷的影响，我们可以看出美联储缩表将是流动性释放的过程，而非收缩过程。量化分析显示，2014 年以后准备金余额的减少和商业银行增持债券之间并没有明显相关性，而是和商业银行信贷规模的增长及法定准备金余额的增加有高度相关性。即商业银行在取出超额准备金后，并没有选择增持国债等证券，而是选择将资金贷出，从而增加市场流动性。因此，我们预计未来美国市场会在刚得知明确缩表计划的过激表现基础上，出现震荡反弹。



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港中环德辅道中 68 号	北京市朝阳区建国门外大街 1 号	上海市陆家嘴东路 161 号	深圳福田区福华路 399 号
万宜大厦 14 楼	国贸大厦 1 期 608 室	招商局大厦 1309 室	中海大厦 6 楼
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555102	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk