

如期加息，计划缩表，全球货币紧缩预期加强

分析师

胡前方

邮箱：hufq@unitedratings.com.cn

电话：+861085172818

传真：+861085171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层

网址：www.unitedratings.com.cn

发布时间

2017 年 06 月 15 日

主要观点

- 美联储加息如期而至，市场消化良好；缩表进程预计将在今年下半年启动，但具体时机将取决于三季度宏观经济表现
- 美联储计划的加息缩表操作灵活，有望提升货币政策空间，进一步挤压金融市场泡沫，为货币市场和资本市场稳定提供一定保障，因此，有助于推动经济回归理性发展
- 加息提升政府债务压力；特朗普新政阻力重重，其个人也面临较大争议，财政政策效应的不确定性仍然存在
- 加息进一步收缩国际市场流动性，全球货币紧缩预期加强

事件概述

北京时间 6 月 15 日凌晨，美联储宣布：1) 将联邦基金利率加息 25 个基点，从 3 月份调整的 0.75%-1.00% 调升至 1.00%-1.25%；2) 预计今年开始缩表，逐步减少到期证券的本金再投资规模，并在其附录中公布了额外指引：起初美国国债每月缩减上限水平为 60 亿美元，MBS 债券每月 40 亿美元，二者峰值上限分别为每月 300 亿美元和每月 200 亿美元；3) 将 2017 年的 GDP 增长预期从 2.1% 上调至 2.2%，将失业率大幅下调至 4.3%，将 PCE 通胀预期从 1.9% 下调至 1.7%。

本次加息是美国今年 3 月份以来的第二次加息操作，市场对此预期充分，主要指数和资产价格反应整体较为冷静，市场消化良好。美联储决议宣布后，当日道琼斯指数小幅上涨 0.22%，标普 500 指数小幅下降 0.10%，纳斯达克指数下降 0.41%，黄金价格上涨 0.58%，美元指数小幅上涨 0.1%，而美债收益率和石油价格则延续下跌颓势。

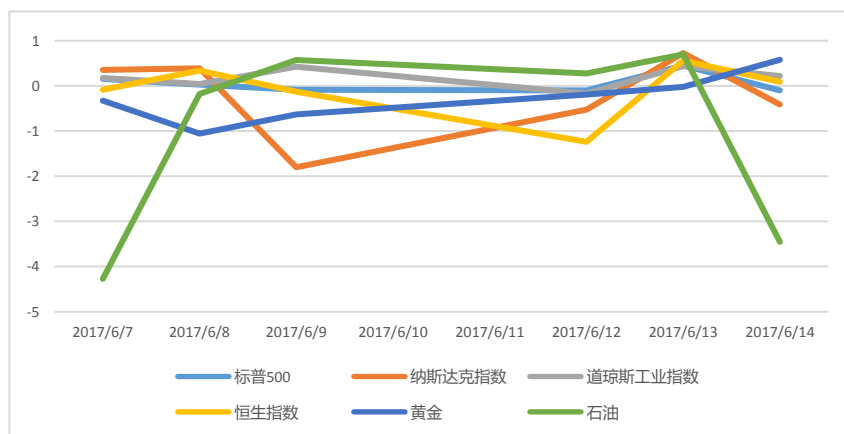
此外，香港金融管理局跟随美联储步伐宣布加息 25 个基点，这是香港继 3 月份跟随美国加息后的第二次加息。

评论正文

二季度美国宏观经济平稳发展，美联储加息如期而至，市场消化良好；缩表进程预计将在今年下半年启动，但具体时机可能将取决于三季度宏观经济表现

美联储此次加息是美联储 2017 年的第 2 次加息操作，与上一次加息操作市场反应强烈不同，此次加息后，主要指数和资产价格反应整体较为冷静，有提前部分消化加息效应的表现，市场整体消化良好。主要资产价格在 14 日出现不同程度震荡，当日黄金指数上涨 0.58%，道琼斯指数小幅上涨 0.22%，标普 500 指数小幅下降 0.10%，纳斯达克指数下降 0.41%，美元指数小幅上涨 0.1%，而美债收益率和石油价格则延续了之前的下跌颓势。市场充分预期加息效应，消化较为良好。

图 1：全球重要指数 7 日涨跌幅（%）

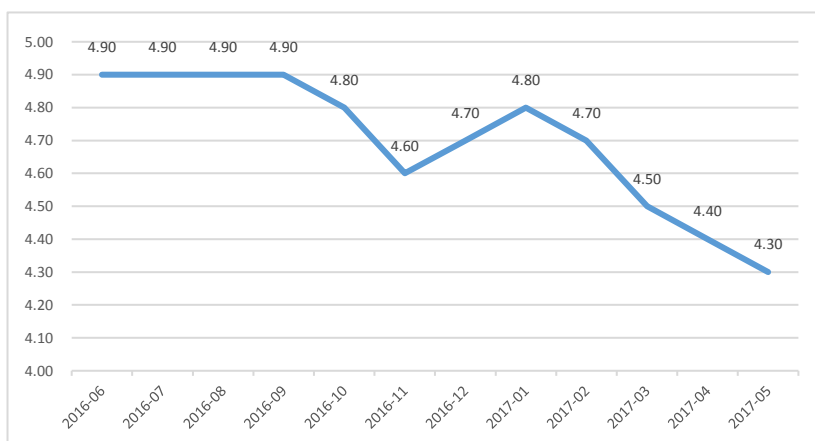


数据来源：WIND，联合评级整理

此次会议落实了 3 月份的“缩表”议题，预计将于今年起启动缩表计划，并在其政策正常化原则和计划附录中公布了缩表的额外指引。即起步阶段从每月缩减 60 亿美元国债，40 亿美元房贷支持债券（即 MBS）为上限开始，每季度调整一次，直到达到每月缩减 300 亿美元国债和 200 亿美元 MBS 上限为止，并按此规模上限进行，直到美联储认为资产负债表规模达到合适水平为止。虽然美联储没有说明明确开启缩表操作的条件和时机，但本次加息后的三季度宏观表现是决定开启缩表进程的关键。

2017 年二季度数据表明，美国就业市场基本稳定，失业率稳步下降，但人口劳动力参与度比一季度有所下滑。2017 年 5 月份，就业率维持在 60.00%，与一季度 2 月末持平；而劳动力参与率为 62.7%，较一季度 2 月末下降了 0.3 个百分点；失业率下降至 4.30%，较一季度 2 月末下降 0.3 个百分点。同时，2017 年以来新增登记失业人数连续四个月呈现负数。各项数据表明，美国国内就业市场趋向稳定。预计 2017 年三季度就业率市场出现大幅动荡的可能性很低，全年失业率稳定在 4.3% 的可能性较高。

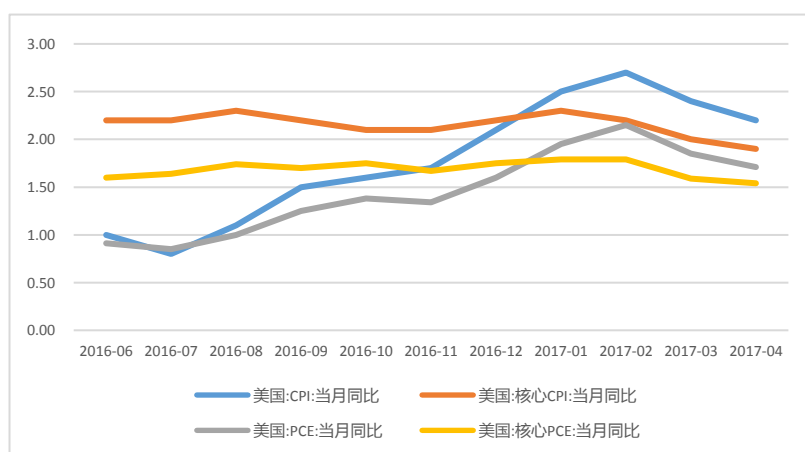
图 2：美国人口失业率（%）



数据来源：WIND，联合评级整理

二季度通胀水平温和，并有下降的趋势。2017 年 5 月的 CPI 和核心 CPI 分别为 1.90%和 1.70%，较 4 月份分布下降 0.3 和 0.2 个百分点，低于长期通胀水平 2.0%的目标值。通胀中重点关注的个人消费支出（即 PCE 和核心 PCE）也出现下降迹象，2017 年 4 月数值分别达到 1.71%和 1.54%，较 3 月末分别下降 0.14 和 0.05 个百分点。美联储将 2017 年的 GDP 增长预期从 2.1%上调至 2.2%，将失业率大幅下调至 4.3%，将 PCE 通胀预期从 1.9%下调至 1.7%。同时，二季度制造业 PMI 指数为 54.9，已经连续三个月下降；同时，新订单指数为 59.4，从一季度 2 月末的高位迅速回落了 5 个点。企业主动补库存意愿不强，美国经济可能步入短周期下行阶段，通胀指标下行可能性非常高。

图 3：美国通货膨胀率（%）



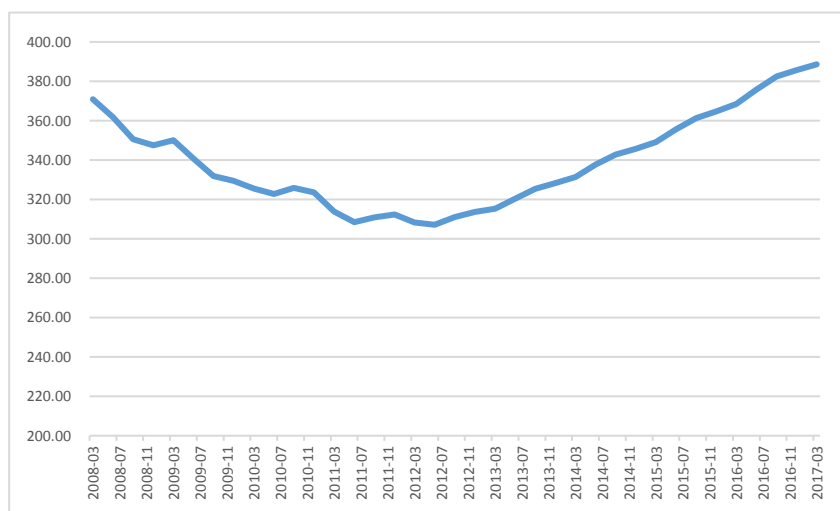
数据来源：WIND，联合评级整理

联合评级认为，随着就业市场的接近饱和，失业率将逐步稳定在 4.3% 左右的水平。如果三季度通胀率进一步下降，PCE 低于 1.7% 的预期，美联储加息步伐有可能放缓，缩表进程有可能推迟启动。

美联储加息缩表操作灵活，提升了货币政策空间，进一步挤压金融市场泡沫，为货币市场和资本市场稳定提供了一定保障，有助于推动经济回归理性发展

次贷危机后的多轮量化宽松政策的实施，迫使近年来资产价格连年攀升，引发美联储对资本泡沫的担心。2008 年次贷危机以后，国内房地产泡沫破裂，房地产价格随之崩盘。然而在经过美联储几轮量化宽松政策后，美国国内房价自 2012 年以后一路走高，截止 2017 年 3 月份，美国 OFHEO 房价指数已经攀升至 388.60，高于危机前水平。此次美联储对加息和缩表进程的同时表态，将进一步缩紧美国本国货币政策，为应对资本泡沫和金融市场动荡争取了更大的政策空间。同时，近年来美联储连续几次的加息之后，资本市场过度的流动性得到了一定收紧，利率的上升促使美元走强，国际资本回流，货币政策逐步正常化，为美国货币市场稳定提供了保障。

图 4：美国 OFHEO 房屋价格指数

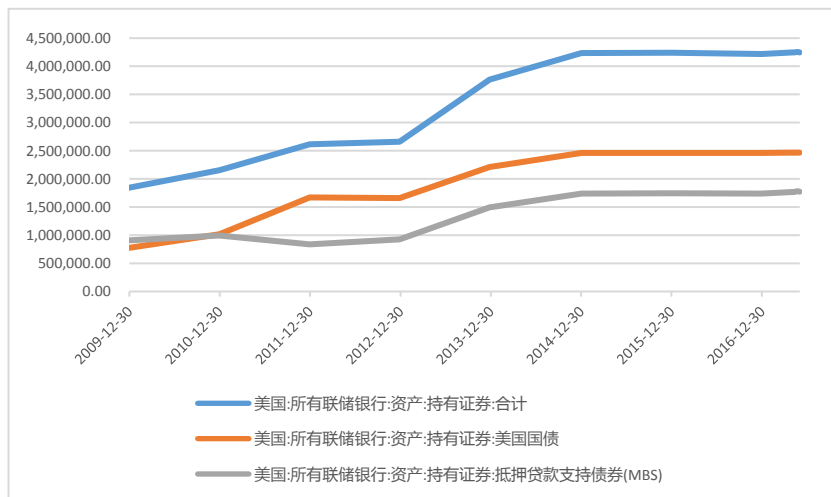


数据来源：联合评级主权数据库

如果三季度宏观经济表现稳定，美联储预计将在今年下半年开始缩表，通过减少到期证券本金再投资的方式，逐步缩减美联储的证券持有。美联储持有的证券资产规模自次贷危机之后迅速攀升，由 2007 年末的 7546 亿美元增长到 2016 年末的 4.22 万亿美元，增长率达到 459%，其中国债规模扩张了 226%。截止 2017 年 5 月 31 日，美联储总资产中持有证券资产总额约为 4.24 万亿美元，其中国债资产约为 2.46 万亿美元，MBS 持有资产约为 1.77 万亿美元。如果按照美联储附录中提出的缩表上限步伐进行缩表，每季度调整一次缩表幅度，每次调整缩减增加 100 亿，那么缩表启动后，约 11 个月后持有证券资产规模将减少至 4 万亿美元，约 16 个月后持有证券资产规模将减少至 3.75 万亿美元。预计缩表进程一旦启动，

将持续较长时间。缩表将有助于提升美联储资产负债表质量，进一步提高其抵御资本市场风险的能力，为其争取更大稳定资本市场的政策空间。

图 5：美联储持有证券资产（百万美元）



数据来源：联合评级主权数据库

联合评级认为，美联储对国内资产泡沫的担心正逐步体现在其货币工具的灵活频繁应用上，美元政策正逐步走向正常化，美联储争取货币政策空间意图明显，货币政策的正常化将有助于其经济走上理性发展的道路。

加息提升政府债务压力，特朗普新政阻力重重，其个人面对较大争议，财政政策效应不确定性仍然存在

加息将提升政府债务压力，使得原本就高企的债务压力雪上加霜。同时，特朗普庞大的个人和企业减税计划以及扩大基础设施建设计划将会提升美国政府当前本就高企的债务压力。美国政府面临的债务上限问题是目前政府下半年亟待解决的最大议题。

特朗普自上任以来，对外废除了此前奥巴马政府的多项国际合作协议，对内公布的财政方案和减税方案都面临诸多质疑，新政实施并不顺利，在关键政策的推出上面临来自众议院和参议院的重重阻力。另外，扩大基建计划也没有得到各州的积极响应。同时，特朗普个人特立独行的行政风格在国内面临较大争议，虽然不至于引发弹劾，但目前“通俄”和“泄密门”事件对其造成了一定的负面影响。

特朗普政府的财政政策仍然面临较大不确定性，债务上限问题将是下半年国会最大议题，新政预计在下半年取得实质性进展的可能性不大，对美国经济增长的影响仍不明朗。未来一段时间内，美国国内财政政策的实施将会对政府财政收入和负债压力产生直接影响。

加息进一步收缩国际市场流动性，在全球通胀收缩经济下行的背景下，全球货币紧缩预期加强

市场对本次美联储加息路径基本保持了充分预期，在加息会议之后，

表现出了较为冷静的价格走势。值得注意的是，在美联储加息后，香港金融管理局跟随美联储步伐宣布加息 25 个基点，这是香港继 3 月份跟随美国加息后的第二次加息。次日英国央行宣布维持利率决议不变，但是实际投票差异缩小，赞成升息的票数稍低于维持投票，英国未来收紧货币政策的可能性加大。中国央行继续维持 7 天、14 天和 28 天逆回购操作中标利率不变，中国国内当前货币政策维持在紧缩状态。在全球通胀收缩经济下行的背景下，资产价格走高，泡沫横行的威胁始终是全球金融市场的一大隐患，若未来经济宏观表现平稳则全球货币流动性进一步收缩的可能性非常高。