

研究报告

2017 年第 99 期

2017.9.28

执笔：马素红

suhong.ma@icbc.com.cn

美联储“缩表”会否开启美元反弹之旅？

——2017 年 9 月国际金融市场走势述评

要点：

- 美联储宣布将于 10 月开启“缩表”，年内再加息一次的概率较大，并在未来两到三年内循序渐进地加息。
- 年初以来“美元独弱”局面主导汇市，主要原因如下：欧洲货币政策超预期转“鹰”，美联储货币政策转向预期对美元走势的影响减弱，特朗普政策的不确定性及“弱美元”倾向。
- 结合美联储缩表及加息的节奏安排，以及欧洲央行货币政策转向的可能性，我们认为，年内美元指数有望在持续震荡中温和反弹。美元汇率中长期是否走强仍受特朗普税改方案能否顺利实施，美国财政赤字及债务问题是否恶化等多重因素制约。
- 受美联储缩表、加息的影响，美债收益率有望继续上行，国际金价前期涨势受到抑制，或将高位震荡。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

美联储近期宣布将于 10 月开启“缩表”，并在未来两到三年内循序渐进地加息。尽管美联储此前已就缩表、加息的节奏与市场进行了较为充分的沟通，但议息会声明公布之后，还是引发了全球金融市场的短期波动。美元应声反弹，美债收益率上涨，国际金价下挫，全球股市震荡。目前的短期走势是否会延续？美联储缩表时代，各大金融资产板块将何去何从？我们尝试对此进行分析。

一、美联储如期“缩表”，年内还可能再次加息

美联储 9 月 21 日议息会议声明，维持联邦基金利率区间不变(1%-1.25%)，同时宣布从 10 月开始缩减资产负债表，根据其缩表方案，美联储今年底之前将缩减资产负债表约 300 亿美元，占其总资产的 0.7%；到 2018 年底，缩表规模约 4000 亿美元。缩表过程预计将持续到 2020-2023 年，届时美联储资产负债表的规模可能会在 3.3 万亿美元左右，低于现有规模但高于危机前水平。

美联储利率点阵图呈现“近鹰远鸽”的特点，预示今年内美联储将再加息一次，2018 加息 3 次，2019 年加息 2 次，2020 年加息 1 次达到 2.875%的利率中位值。

尽管美联储已经就缩表及加息的步伐与市场做了沟通，但其此次声明发布后仍然引发了金融市场波动。声明发布的



9月21日当日，10年期美债收益率由2.23%上升至2.28%，美元指数由91.6大幅跃升至92.6，美股短线下挫，但之后快速翻红，黄金跌至1300下方。

美联储开启“缩表”，并将与未来的加息步伐叠加，表明货币政策去宽松的方向已定，这将对下一步美元、美债及金价等资产板块带来什么影响？

二、年初以来“美元独弱”局面主导汇市

自今年初以来，美元与非美货币表现出众币皆强而美元独弱的局面。自2017年初至9月20日，美元指数累计下跌了10%，与此相对应，同期欧元、日元、英镑分别对美元升值了13.7%、9.9%、4.5%，人民币对美元也升值了5.2%，外汇市场呈现“众币皆强美元独弱”的局面。在美国经济保持稳健增长、美联储退出宽松货币的逻辑下，美元本应走强，为何事实却与投资者预期相背离？这要从决定美元汇率的绝对因素和相对因素来分析。从长期来看，一国汇率的决定因素，取决于其经济基本面和货币政策走向。但从中短期的市场表现来看，一国的货币汇率强弱，会受到与其他主要经济体经济增长及货币政策走向的相对变化的影响。此外，汇率不仅是经济金融问题，也是一个政治问题，政策干预也会影响到市场走势。

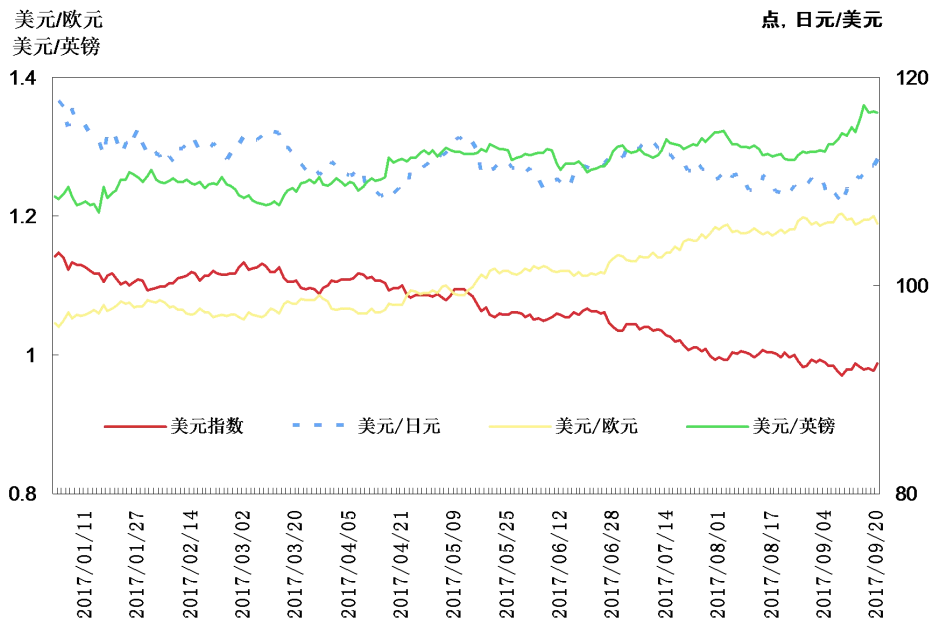


图1 主要货币汇率走势

具体而言，美元汇率年初以来持续走弱主要受以下因素影响：

第一，欧洲货币政策超预期转“鹰”。欧央行曾意图通过“鸽派”信号阶段性推动欧元主动贬值，以刺激出口和资产价格，提振长期通胀走势。但从今年的形势看，无论是3月荷兰大选还是二季度法国大选的结果均显示民粹主义势力落败，亲欧盟的政治力量上台。欧洲政治形势逐渐趋于好转，加上经济温和回升，共同奠定了欧央行货币政策转向的基础。欧央行从4月已开始缩小每月购债规模，且6月至今不断释放偏鹰派信号，从而带动欧元走强。由于欧元在美元



指数构成中占比高达 57.6%，这一过程也促成了美元的贬值趋势。

第二，美联储渐进的货币政策转向已通过充分的市场沟通反映在前期美元走势中。和往次加息节奏不同，美联储本轮加息并非是为了对抗经济过热和通胀，而是出于一种预防性目的的提前加息，且反复强调“谨慎”、“循序渐进”的节奏，唯恐削弱经济复苏的基础。因此，本次加息对于美元汇率的影响，在预期的层面是弱于以往的。例如，在上半年美国经济数据不够强劲、美联储加息节奏弱于预期的情况下，美元呈现明显的震荡走弱态势。

第三，特朗普政策的不确定性及“弱美元”倾向。特朗普承诺的税改、基建等财政刺激政策能否落实仍不确定，其政府内部对待重大问题时有分歧，以及悬而未决的“通俄门”调查，都对美元形成了利空风险。此外，特朗普一直强调追求“弱美元”，这尽管不具有汇率干预的效力，但难免会在一定程度上左右市场情绪。

三、短期内美元汇率或温和反弹

年内，美元指数走势存在以下几种情景：一是在现有基础上继续贬值，甚至跌破90；二是出现快速、大幅反弹的走势；三是持续震荡中温和走强。结合美联储缩表及加息的节

奏安排，以及欧洲央行货币政策转向的可能性，我们认为，第一、二种情景的概率较小，第三种情景的可能性较大。

首先，美元不太可能继续大幅走贬。由于美元已经从年初103的高点一度下跌到美联储9月议息会前最低的91点，从技术面看，继续下跌的空间已经有限。从经济基本面看，美国经济仍然保持稳健复苏步伐，劳动力市场接近“充分就业”。特朗普政府的“税改”方案如能顺利实施，还有望进一步提升美国经济增长。从货币政策来看，美联储10月正式缩表、年内还将加息一次，且未来的加息节奏也有条不紊。这些因素的支撑，使得美元不具备持续大幅下跌的条件。另外，特朗普政府尽管希望通过“弱美元”来刺激出口、提振经济增长，但不会愿意看到美元升值预期的消失以及国际投资者对美元信心的动摇，因此，这种“弱美元”一定是保持升值预期下的有限贬值。

其次，美元快速、大幅反弹的概率也不大。前文提到，美元汇率不仅受到美联储货币政策方向的绝对影响，更会受到美国与欧日等主要央行货币政策相对变化的影响。目前，市场对美联储货币政策的预期已经十分明确，且相对充分地反映在美元市场走势之中。此前，欧央行对于结束QE保持谨慎态度，政策表态偏“鸽派”。但如果欧元区经济增长势头



更为强劲，且通胀上扬，欧央行有可能在年内释放“鹰派”信号，为明年结束量化宽松铺路。若市场对此预期不足，将导致美元再次震荡贬值。

其三，美元短期可能呈现温和的震荡反弹，中长期是否走强仍受多重因素制约。从近期看，特朗普政府若能顺利提高债务上限，并在税改和基建立法上取得进展，将利好美元指数短线反弹。反之，将加剧美元指数跌势。此外，德国大选虽然默克尔成功连任，但极右翼政党首次进入国会、且默克尔所属的保守阵营得票率创下1949年来最差，上述因素导致欧元疲软的同时利好美元。美国财政赤字的长期走势也值得关注，若税改和基建立法对于提振美国经济增长成效不大，而只是进一步增大了财政赤字和债务负担，美元长期走势将受制约。

四、美债收益率有望缓慢上行

尽管美联储今年上半年加息2次共计50个基点，但美债收益率却出现下行。例如，截至6月14日，10年期美债收益率收至2.126%，较年初下跌32个基点。这主要是由于美联储加息、缩表的速度不及预期，以及美国中长期通胀预期变化引起的。截至9月6日，美国10年期、2年期国债收益率纷纷创下2.039%和1.262%的年内新低。之后，受美联储议息会预

期的提振，美债收益率有所上行。9月21日，10年期、2年期美债收益率分别收于2.276%和1.4385%，较前期低点分别上涨了23和17个基点。

研究表明，美国10年期国债收益率由期限溢价主导。所谓期限溢价，是指即投资者持有该美国国债而非较短期美国国债所要求的补偿(包括未来通胀等风险因素)。研究表明，美联储三轮QE共压低10年期国债的期限溢价约100-130个基点。缩表后，预计期限溢价将缓步上升，但由于缩表采取循序渐进的方式，市场对此预期较为充分，预计上行速度不会很快。此外，美国8月CPI和核心CPI双双超预期，如果年底前核心CPI继续出现上行的迹象，将会对10年期美债收益率形成有力的支撑。

随着10月美联储开启缩表，以及随后的连续加息，美国国债收益率仍存在继续震荡上行的空间。预计年底10年期美债收益率可能处在2.3%-2.5%的区间。

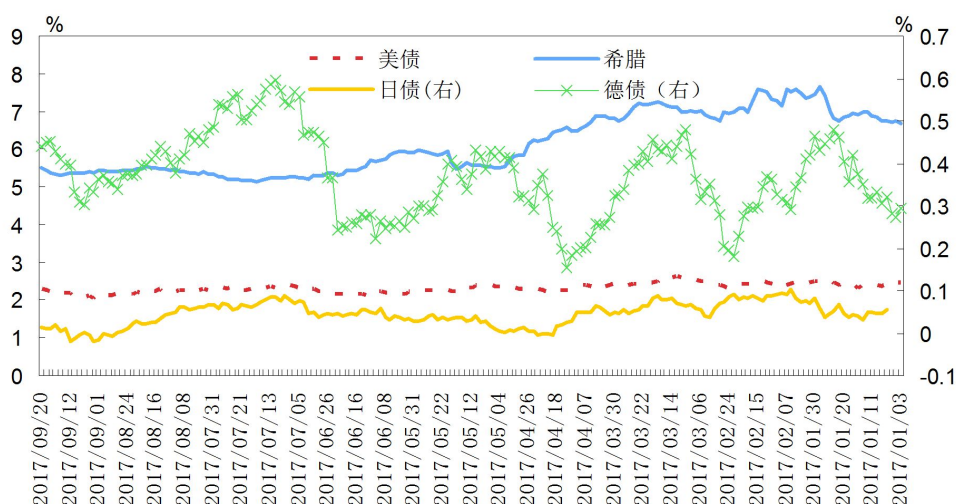


图2 主要经济体10年期国债收益率走势

五、国际金价仍将高位震荡

进入下半年以来，国际金价经历了一波显著上涨。近期最高收盘价为9月7日的1349.22美元/盎司，较6月末上涨了10.3%。黄金被视为最重要的避险资产，越是在政治和经济动荡之时，金价越是得到支撑。助推前期金价上涨的主要因素是朝鲜频繁核试验引发的地缘政治不确定性上升。在9月8日上摸1362美元/盎司的盘中高点之后，纽约金价开始逐步回落。原因：一是市场预期到美联储将宣布缩表及加息进程，黄金多头提前减仓对金价形成打压；二是朝核问题上，联合国已经批准了对朝鲜的制裁，且特朗普将在11月访华，中美“联手”应对朝核问题的可能性更大，这在短期内使市场恐慌

情绪有所消退。

9月21日，纽约金价收盘一度跌至1294.3美元/盎司，次日反弹至1300.5的收盘价。尽管美元短期反弹将抑制金价，但由于朝核危机短时间内不可能消除，黄金的支撑仍在。预计近期国际金价将在1300美元/盎司上下高位震荡。



图3 国际黄金原油价格走势

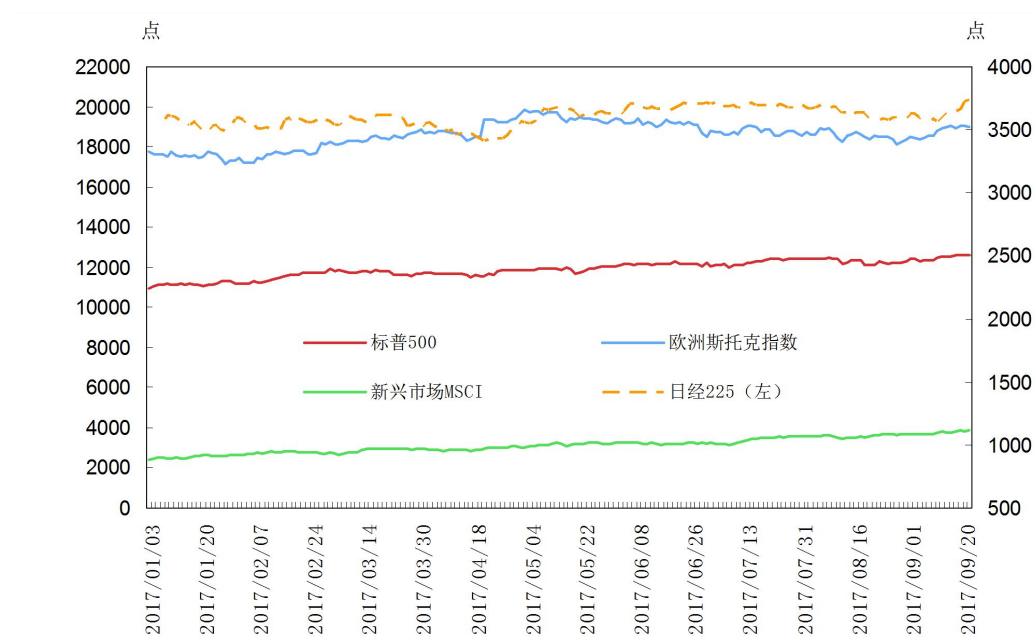


图4 全球主要股指走势