

研究报告

2017年第98期

2017.9.22

执笔：郭可为

邮箱：

guokewei@icbc.com.cn

特朗普“新政”系列研究报告之二

美联储“缩表”如期而至，三大影响不容忽视

要点

- 美联储维持利率不变，年内再加息一次成大概率事件。美联储点阵图预示2018将加息3次，2019年将加息2次。同时，美联储宣布10月启动缩表。2017年将缩表300亿美元，2018年将缩表4200亿美元。FOMC在经济展望中进一步上调2017年美国经济增长预期至2.4%。
- 美联储保持较快收紧货币政策步伐的主要原因是：首先，美国劳动力市场已处于“充分就业”状态，通货膨胀率正在接近目标水平。其次，长期的超低利率正在引发资产泡沫。第三，美联储需要为下一次可能的经济衰退腾出货币政策空间。
- 缩表对美国经济以及对世界经济的外溢影响不容忽视。第一，美联储启动“缩表”对美国经济的初期影响有限，但对房地产业的冲击值得关注。第二，美联储启动“缩表”未来或对全球流动性产生冲击。第三，美联储启动“缩表”对新兴经济体危害较大。
- 我们认为未来美联储长时间持续加息以及缩表是有一定压力的。一是当前美国经济复苏的力度并不强劲。二是加息与缩表同时进行的危害较大。三是美联储人事变动是未来美联储货币政策最大的不确定性。

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。

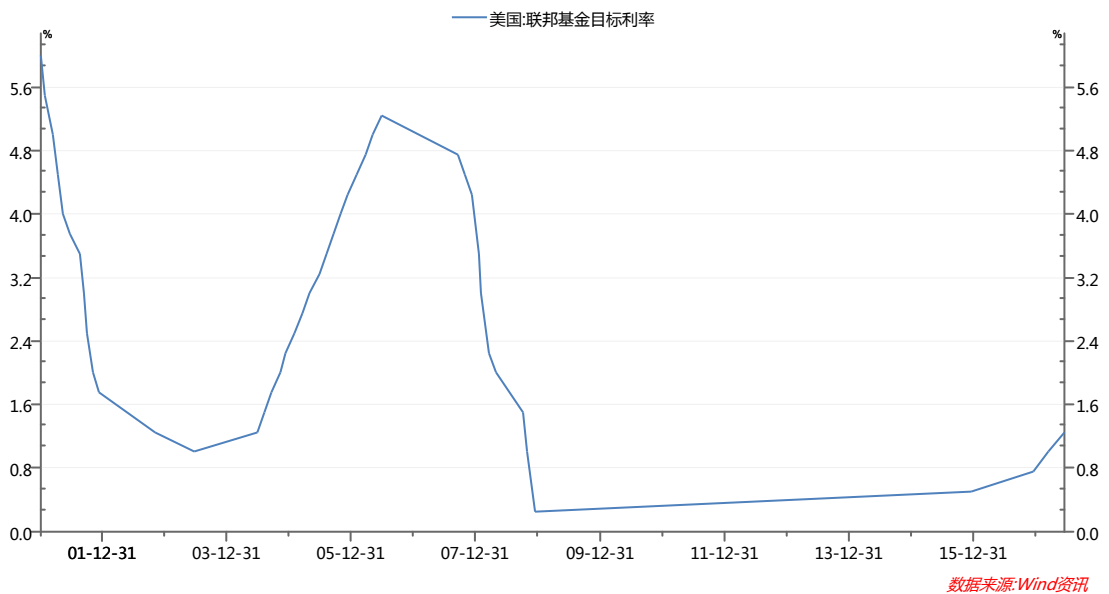
美国时间9月20日,美联储联邦公开市场委员会(FOMC)决定,保持1%-1.25%的联邦基金利率目标区间不变,与市场预期一致。但是在政策声明中,美联储表示缩表进程将于今年10月开启,并仍预计今年再加息一次。在特朗普政府多次表示美元汇率“过强”使美国丧失了竞争力的背景下,美联储“鹰派”倾向却有增无减,出乎市场预料。此外,美联储主席耶伦的任期将在明年2月结束,未来美联储是否将改朝换代,货币政策的走向值得认真思考。

一、美联储货币政策最新决议内容

(一) 常规货币政策：加息节奏先紧后松

美联储维持利率不变,年内再加息一次成大概率事件。本次会议前,市场已充分预期到联储不会采取加息行动。但较为出乎意料的是,支持年内不再加息的联储官员仍然维持4人不变,支持年内加息1次的联储官员由6月会议的8人上升至11人,有1人支持年内加息2次,显示年内将再加息1次的概率较大。

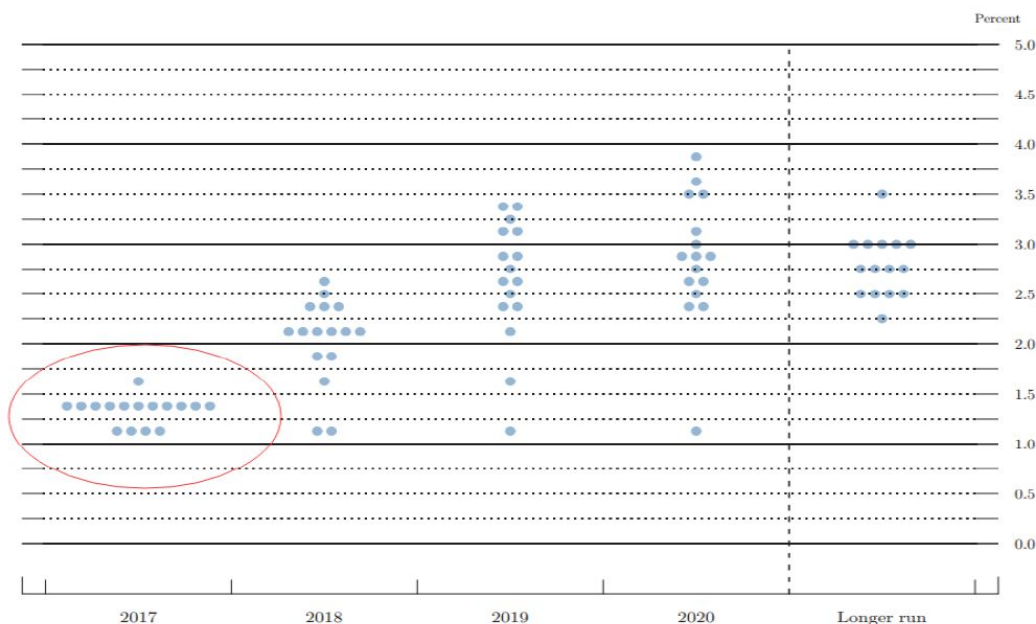
图 1 美联储基准利率





与此同时，美联储 FOMC 成员对货币政策预计的点阵图呈现“近鹰远鸽”：2018 加息 3 次，2019 年加息 2 次，2020 年加息 1 次达到 2.875%，长期中性利率预期从 3.00% 被下调至 2.75%。

图 2 美联储点阵图



资料来源：美联储官网

（二）10月正式启动缩表

与市场预期一致，美联储宣布 10 月启动 6 月会议公布的缩表计划。在美联储鹰派声明后，耶伦在发布会上承诺暂时不会对缩表计划进行调整。缩减资产负债表将是渐进式且可预期的。缩表的节奏是从 10 月起每月 60 亿美元国债+40 亿美元 MBS（抵押支持债券），每隔 3 个月增加 60 亿美元国债/每月+40 亿美元 MBS/每月，直至每月缩减 300 亿美元国债每月+200 亿美元 MBS。这意味着 2017 年将缩表 300 亿美元，2018 年将缩表 4200 亿美元。根据声明，预计未来五年左右的时间达到美联储所预期的平均水平以下和危机以前的水平。

(三) 美国经济预期：上调今年经济增长预期，下调通胀预期

FOMC 在声明中表示“失业率维持低位”，“家庭支出温和扩张”，“企业投资最近数个季度增长加速”，“通胀今年有所回落”。FOMC 声明承认，最近几周袭击德州和佛罗里达州的飓风造成重大影响，“但过往经历显示，风暴不可能实质性改变全国经济中期的走向。”FOMC 预计，飓风带来的暴风雨会“短暂”推升通胀，但不可能明显改变通胀潜在路径。FOMC 在经济展望中进一步上调 2017 年美国经济增长预期至 2.4%，下调未来二年（2018/2019）的失业率预测为 4.1%，下调 2018 年 PCE 和核心 PCE 通胀预期为 1.9%，下调 2019 年利率终值为 2.7%。长期而言，美联储对于美国未来的经济发展态度相对保守。

图 3 美联储经济数据预测

Variable	Median ¹					Central tendency ²					Range ³				
	2017	2018	2019	2020	Longer run	2017	2018	2019	2020	Longer run	2017	2018	2019	2020	Longer run
Change in real GDP	2.4	2.1	2.0	1.8	1.8	2.2-2.5	2.0-2.3	1.7-2.1	1.6-2.0	1.8-2.0	2.2-2.7	1.7-2.6	1.4-2.3	1.4-2.0	1.5-2.2
June projection	2.2	2.1	1.9	n.a.	1.8	2.1-2.2	1.8-2.2	1.8-2.0	n.a.	1.8-2.0	2.0-2.5	1.7-2.3	1.4-2.3	n.a.	1.5-2.2
Unemployment rate	4.3	4.1	4.1	4.2	4.6	4.2-4.3	4.0-4.2	3.9-4.4	4.0-4.5	4.5-4.8	4.2-4.5	3.9-4.5	3.8-4.5	3.8-4.8	4.4-5.0
June projection	4.3	4.2	4.2	n.a.	4.6	4.2-4.3	4.0-4.3	4.1-4.4	n.a.	4.5-4.8	4.1-4.5	3.9-4.5	3.8-4.5	n.a.	4.5-5.0
PCE inflation	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5-1.6	1.8-2.0	2.0	2.0-2.1	2.0	1.5-1.7	1.7-2.0	1.8-2.2	1.9-2.2	2.0
June projection	1.6	2.0	2.0	n.a.	2.0	1.6-1.7	1.8-2.0	2.0-2.1	n.a.	2.0	1.5-1.8	1.7-2.1	1.8-2.2	n.a.	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5-1.6	1.8-2.0	2.0	2.0-2.1	2.0	1.4-1.7	1.7-2.0	1.8-2.2	1.9-2.2	2.0
June projection	1.7	2.0	2.0	n.a.	2.0	1.6-1.7	1.8-2.0	2.0-2.1	n.a.	2.0	1.6-1.8	1.7-2.1	1.8-2.2	n.a.	2.0
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	1.4	2.1	2.7	2.9	2.8	1.1-1.4	1.9-2.4	2.4-3.1	2.5-3.5	2.5-3.0	1.1-1.6	1.1-2.6	1.1-3.4	1.1-3.9	2.3-3.5
June projection	1.4	2.1	2.9	n.a.	3.0	1.1-1.6	1.9-2.6	2.6-3.1	n.a.	2.8-3.0	1.1-1.6	1.1-3.1	1.1-4.1	n.a.	2.5-3.5

资料来源：美联储官网

二、美联储缩表的原因以及影响

(一) 美联储缩表的原因

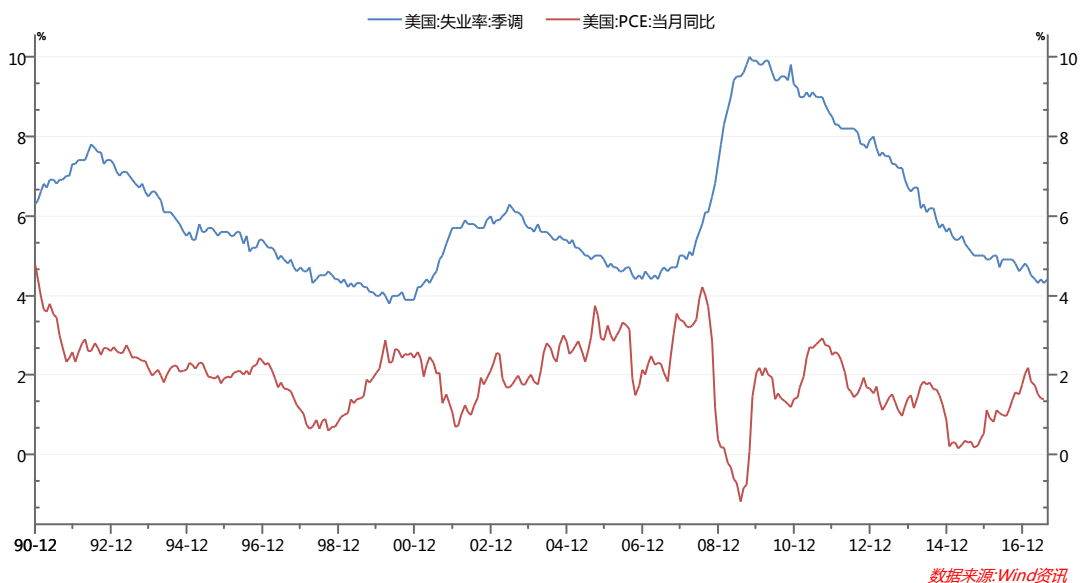
继 2015 年与 2016 年末分别两次加息之后，进入 2017 年，美联储加息步伐显著加快，上半年每个季度末都加息一次显示其货币政策收紧力度正在加大。美联储保持较快收紧货币政策步伐的主要原因是：

首先，美国劳动力市场已处于“充分就业”状态，通货膨胀率正在接近目标水平。今年 4 月至 8 月，美国失业率已经降至 4.5% 以下，最低为 4.3%，为 2001



年以来最低失业水平。该指标虽受近期劳动参与率偏低影响，但仍体现了美国劳动力市场的紧张状态。此外，美联储关注的通货膨胀指标 PCE(个人消费支出平减指数)2017 年以来虽有下滑的趋势，但持续保持在 1.4%以上。美联储对 2018 年和 2019 年预期 PCE 稳定在 2.0%左右。由此，美联储看重的两项宏观经济数据均支持其采取加息行动。

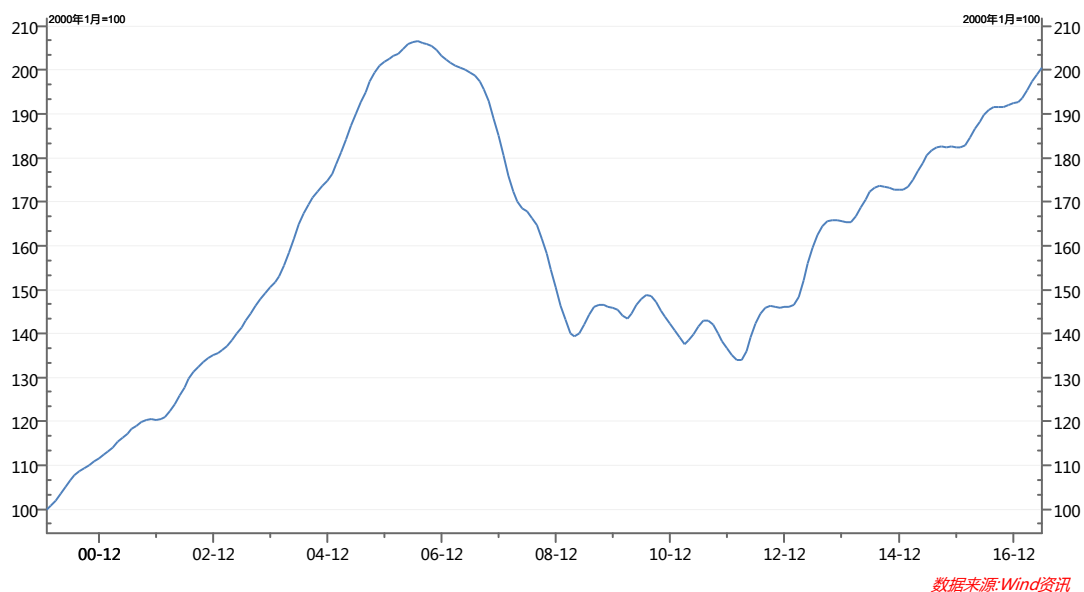
图 4 美国 PCE 与失业率



其次，长期的超低利率正在引发资产泡沫。截至 2017 年 6 月，代表着全美房地产价格水平的标普/凯斯-席勒 20 个大中城市指数升至 200.54，已经接近 2006 年 7 月份“次贷危机”之前创下的 206.52 的历史高点。同时，2017 年以来美国三大股指迭创历史新高，当前估值水平明显高于历史均值。美联储官员担心，长期的超低利率正在鼓励投资者在资本市场上过度冒险，进而危及金融系统稳定。

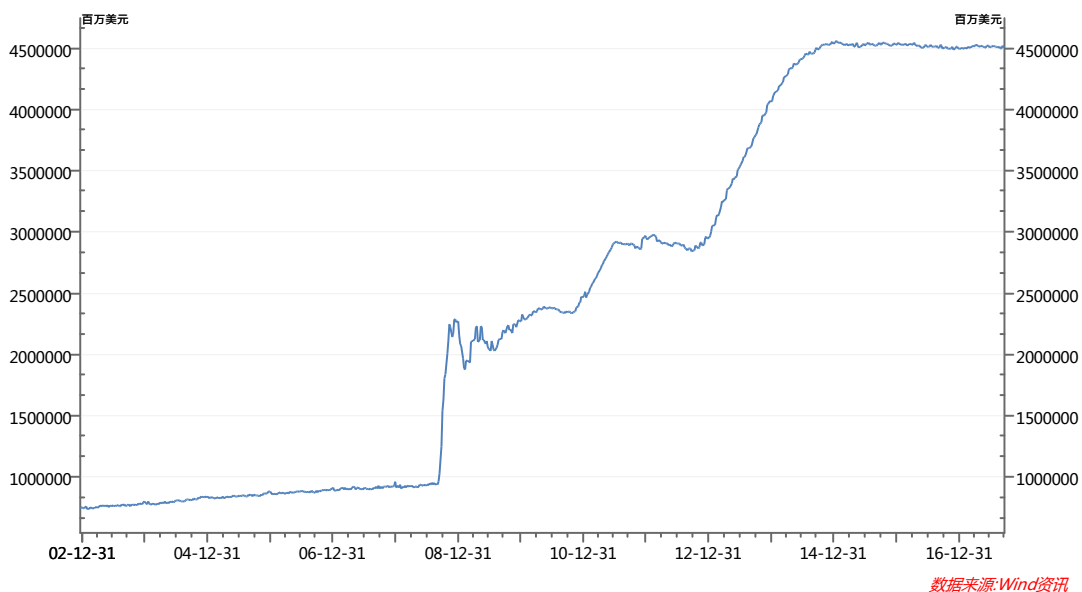
图 5 美国标普/凯斯-席勒 20 个大中城市指数（2000-1 至 2017-6）

美联储“缩表”如期而至，三大影响不容忽视



第三，美联储需要为下一次可能的经济衰退腾出货币政策空间。据统计，战后美国经济复苏的平均长度是6年，然而自2007年“次贷危机”爆发以来已有10年，美国距离下一次经济衰退可能正在逐渐逼近。2008年金融危机后，美联储不仅将联邦基金利率降至接近零的超低水平，又先后通过三轮量化宽松货币政策购买大量美国国债和MBS，大幅压低长期利率，以促进企业投资和居民消费，刺激美国经济复苏。当前美联储资产负债表总规模约为4.5万亿美元，其中国债持有量约2.4万亿美元，MBS持有量约1.8万亿美元。本轮金融危机前（2008年1月）美联储资产负债表规模约0.9万亿美元。美联储需要保持较快加息和缩表的节奏，才能为应对下一次经济衰退腾挪出降息空间。

图6 美联储资产负债表（2002-12-18至2017-9-20）



(二) 美联储缩表的影响

缩表对美国经济的冲击以及对世界经济的外溢影响不容小视。

第一，美联储启动“缩表”对美国经济的初期影响有限，但对房地产业的冲击值得关注。缩表将导致长期债券收益率和MBS的收益率上行，市场利率的提升对流动性造成压力，短期的经济增长和资产价格有一定承压，而美元有望走强，不过由于此次的缩表预期充分、初始规模较小，因此对市场冲击有限。但对房地产业的冲击值得重视。美联储MBS持有金额占MBS存量的比重稳定在20%左右，缩表对MBS影响或大于国债。美国房价指数自2012年以来持续走高。缩表将抬高MBS利率，进而影响房地产市场。房地产也作为美国经济的重要引擎，一旦出现“崩盘”，对美国经济的冲击将十分巨大，中长期来看，资产负债表正常化能够使经济和金融更加健康持续发展，并且缩表后无论是停止还是反向扩表，都至少是一个边际性的宽松，将刺激经济增长。

第二，美联储启动“缩表”未来或对全球流动性产生冲击。美联储上调了增长预期显示对美国经济乐观的态度，我们认为尽管目前通胀水平仍低于2%的预期目标，美联储仍将12月加息的概率很大。如果美国经济未来进一步超出预期，辅之以特朗普的减税政策，那么资本将进一步回流美国。中长期来看，美

联储加息、缩表，欧洲央行、日本央行的货币政策有可能进行调整，全球将从金融危机以来的货币宽松时代彻底进入流动性紧缩时代。

第三，美联储启动“缩表”对新兴经济体危害较大。“缩表”收紧美元流动性，给美元带来升值压力，考虑到资金回流美元资产等因素，新兴市场将面临更大的本币贬值和资金外流挑战。今年以来金融形势有所好转的新兴经济体所面临的外部条件更加动荡。新兴市场面临大规模的资本外流，人民币汇率未来也有可能面临贬值压力，而这将考验货币当局对汇率政策的操作。

三、未来美联储货币政策走向

尽管美联储主席耶伦在发布会上重申渐进式加息步调，并承诺暂时不会对缩表计划进行调整。但是我们认为未来美联储长时间持续加息以及缩表是有一定压力的。一是**当前美国经济复苏的力度并不强劲**。美国经济虽然在复苏，但从经济增长率来看也仅是温和复苏，不一定能够承受加息和缩表同时的、长期的作用。二是**加息与缩表同时进行的危害较大**。从美国上世纪以来6次缩表的历史来看，多数伴随着降息而进行。因此加息与缩表同时进行是一个难度颇大的挑战，即使当前缩表规模较小，循序渐进，仍很可能影响加息的进行。三是**美联储人事变动是未来美联储货币政策最大的不确定性**。耶伦明年2月能否连任是一个未知数。尽管特朗普近期表达了支持耶伦连任的态度，但鉴于其政策的巨大不确定性，完全有可能在明年耶伦任期到的时候，撤换美联储主席。此外，耶伦的盟友美联储副主席Fischer已经提前辞职也增加了人事不确定性。即使此前获特朗普提名的Quarles经过国会的确认成为美联储监管银行的副主席，美联储理事仍空缺1人，美联储人员变动带来的不确定性对紧缩路径造成的扰动值得关注。

总体来看，美联储未来货币政策将维持趋紧的态势，2017年第四季度至2018年末，在每月缩表的同时还将伴随大约3-4次加息。但美国经济复苏进程、美联储人事变动情况将随时影响美联储货币政策走势。