

提前结束缩表，如何看汇率？

——2019 年全球央行观察之一

宏观简报

- ◆ 1 月 FOMC 纪要显示，几乎所有委员认为在年内结束缩表是合适的，略超市场预期。提前结束缩表并非主要担忧经济前景，也是为银行提供更多的储备金。年内结束缩表也比预期提前 1-2 个季度，合意的储备规模本身就不那么容易预测，根据经济演变而调整也是情理之中。预计联储最快在 3 月 FOMC 会议上公布结束缩表的计划。
- ◆ 提前结束缩表带来流动性改善。短期内 10 年期美债利率或低位震荡，但美国经济有韧性，通胀坚挺，后市利率仍有上行可能。“数据稳、放缓紧缩”的组合对美股有利。
- ◆ 提前结束缩表短期内压制美元，加上中美贸易谈判向好，两会在即，近期人民币汇率有支撑。但中国经济增速下行、经常项目顺差缩窄甚至变成逆差，意味着人民币贬值压力还可能重回。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

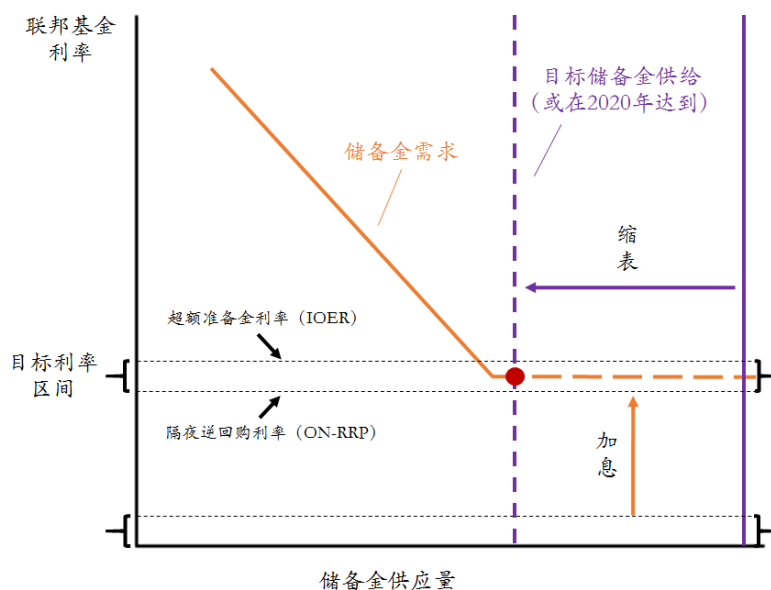
联系人

刘政宁
021-52523806
liuzn@ebcn.com

2月21日公布的美联储1月FOMC纪要显示，几乎所有委员认为在年内结束缩表是合适的，略超市场预期。联储为何要提前结束缩表？结束缩表对市场有何影响？对此我们点评如下：

提前结束缩表并非主要担忧经济前景。我们在之前的报告中指出，提前结束缩表也是为银行提供更多的储备金，帮助完善当前的货币政策框架。美联储官员认为，当前金融机构对储备金的需求比之前预期的更多，为保证利率市场的稳定，联储必须保持更大规模的资产负债表以满足这些需求(图1)。另外美联储在1月FOMC会议上再次确认了“充足储备”的货币政策框架，这也要求联储提供更多的储备金。

图1：联储欲将储备金控制在需求曲线扁平部分的最左侧

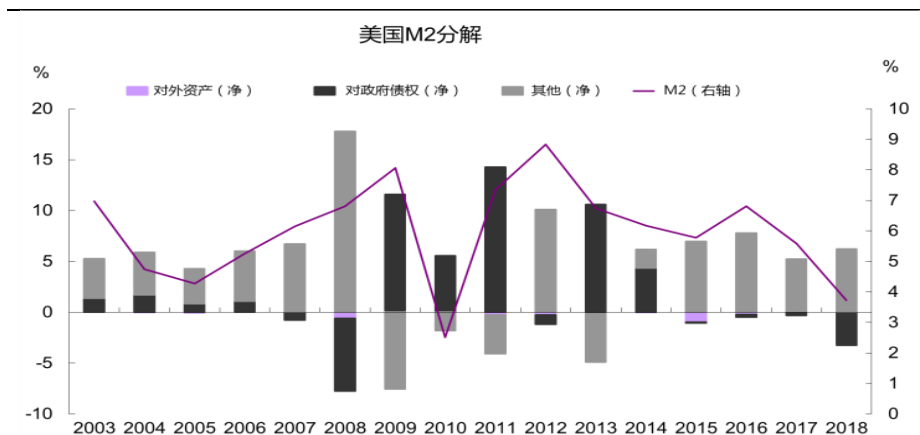


资料来源：光大证券研究所绘制，图为美联储之前预期的情况。

储备金的需求来自哪里？一是经济活动的扩张；二是金融监管对金融机构流动性的要求，这在次贷危机后显著上升；三是资产价格调整后，市场风险溢价上升导致机构对流动性的需求增加。近期的数据也显示，缩表在确实拖累了美国广义货币增速，因此可能会限制经济活动的扩张(图2)。而去年二季度以来联邦基金利率一直处于利率区间的上沿(即紧贴IOER)，也说明机构对流动性的需求较大。

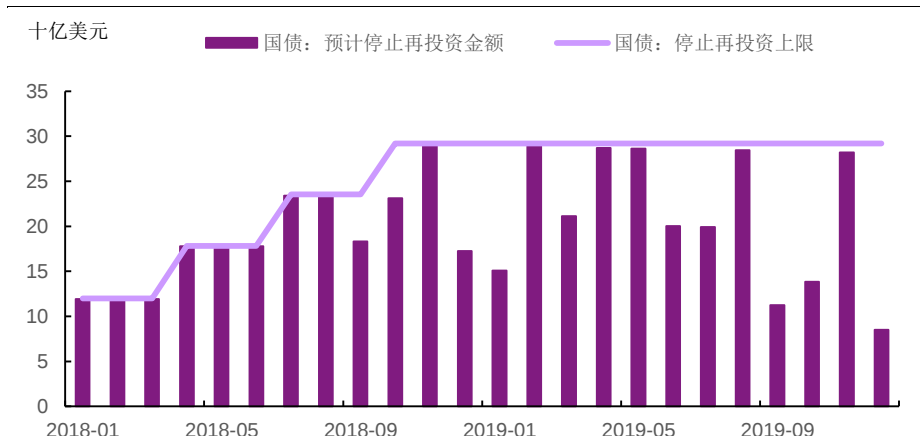
年内结束缩表只比预期提前1-2个季度，并非货币政策大幅转向。根据美联储官员的表述，合意的储备金规模约在1~1.2万亿美元左右。当前储备金为1.6万亿美元，根据之前的计划，今年将缩减国债2500亿美元，缩减MBS 1800亿美元，两者合计4300亿美元(图3-4)。合意的储备规模本身就不那么容易预测，根据经济演变而调整也是情理之中。简单计算表明，如果不改变每月缩表上限，结束缩表的时间点可能在今年四季度。而之前联储预计在2020年上半年结束缩表，换言之，年内结束缩表也只比预期提前了1-2个季度，不能看做货币政策大幅转向。我们预计联储最快会在3月FOMC会议上公布结束缩表的具体计划。

图 2：缩表拖累美国广义货币增速



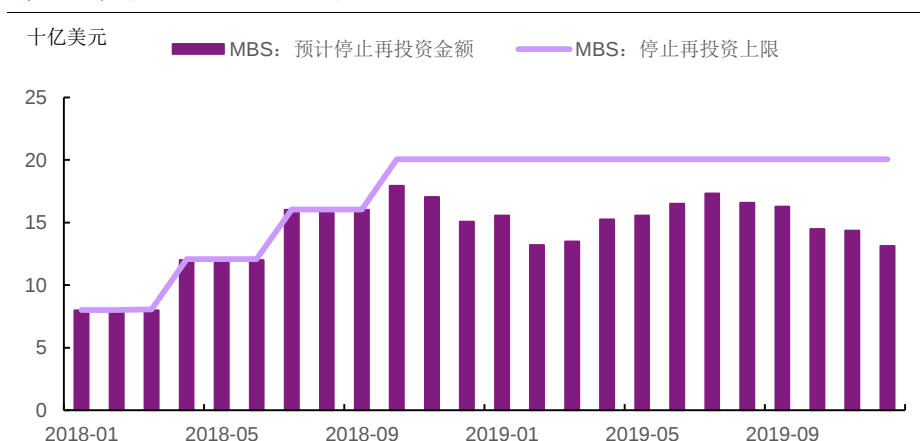
资料来源：美联储，光大证券研究所计算。时间截止到2018年底。

图 3：原计划下美联储缩减国债的路径



资料来源：美联储

图 4：原计划下美联储缩减MBS的路径



资料来源：美联储

结束缩表对市场意味着什么？ 对美债而言，更大规模的储备金意味着流动性改善。短期内 10 年期国债收益率或将保持低位。但由于联邦基金利率

处于 2.25~2.5% 区间，收益率进一步下行的空间也不大。中期来看，如果美国经济有韧性，通胀坚挺，叠加联储暂缓加息、结束缩表的呵护，收益率或将继续上行。

对美股而言，短期内也将受益于流动性的暖风，中期还需看美国经济基本面的演变。如果是“数据稳、放缓紧缩”的组合，将对美股有利；但如果是“数据弱，放缓紧缩”的组合，美股或有回调风险。当前我们更倾向于前一种情形。另外中美贸易谈判对风险偏好的影响也值得关注，好于预期的谈判结果可为美股提供更多支撑。

对人民币而言，提前结束缩表短期内压制美元，加上中美贸易谈判向好，两会在即，近期人民币汇率有支撑。但中国经济增速下行、经常项目顺差缩窄甚至变成逆差，意味着人民币贬值压力还可能重回。

美联储官员对于加息的前景存在分歧。数位委员认为如果经济表现符合预期，继续加息仍是合适的，其中通胀将是重要的决定因素。但考虑到中国和欧元区经济疲弱、英国脱欧、中美贸易谈判等问题仍有较大不确定性，联储在加息议题上将保持耐心。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14113

