

未来美联储缩表走势如何演绎？

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第51期 (2019.02.11-2019.02.15)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号:

010-83561312

S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

● 未来美联储缩表走势如何演绎？

美联储在1月FOMC声明中释放“鸽派”信号，并对调整缩表指引，表示如果有必要，美联储将使用所有的工具，包括改变资产负债表的规模和构成。美联储理事Lael Brainard在接受采访时表示，美国经济仍将“稳健增长”，但美国经济面临的下行风险正在堆积，尽管最新公布的零售销售数据令经济下行风险加剧，但不宜过度解读某一份数据，美联储暂缓加息是适宜的，并且应在2019年“晚些时候”结束缩减资产负债表计划。目前市场已形成美联储加息进程放缓的预期，未来缩减资产负债表计划的进程更受关注。

次贷危机后，为应对经济衰退，美联储实施一系列非常规货币政策以刺激经济复苏，通过大规模资产购买计划购入国债、机构债和抵押贷款支持债券，为市场注入大量流动性，同时资产负债表也大幅扩张。截至缩表前的2017年9月末，美联储资产已达4.5万亿美元。随着美国经济稳定复苏，美联储逐步退出量化宽松。2017年10月美联储开始减少资产负债表规模，计划2017年10月至12月每月缩减60亿美元国债和40亿MBS的购买；缩表上限每3个月调整一次，直至2018年10月国债和MBS缩减上限提升至300和200亿美元，然后延续至缩表结束。根据这一计划，到2019和2020年末美联储资产规模将分别缩减至约3.5万亿美元和2.9万亿美元。但目前美联储的缩表进度慢于缩表计划，截至2019年2月初，美联储持有的国债、MBS分别为2.206万亿美元、1.622万亿美元，较缩表前的2017年9月末分别减少2597亿美元、1464亿美元，远低于原计划的3000亿美元、2000亿美元，累计实际减持占计划的86.5%和73.2%。

美联储加息会导致资金成本抬升，贷款活动也会受到抑制，而缩表对流动性影响相对较大，因为缩表相当于直接从市场中抽离流动性。2018年10月以来，资本市场波动加剧，美联储加息缩表一度成为“众矢之的”。对此，美联储主席鲍威尔表示，暂无证据显示缩表对资本市场造成了冲击，如果轻易停止缩表，反而容易造成恐慌；除非经济出现大幅下滑，否则美联储不会轻易停止缩表。就目前来看，美联储持续加息、减税效应逐渐减弱等因素已逐渐开始拖累美国经济，2018年四季度以来，美国经济多项指标出现放缓迹象，如果美国经济前景出现实质性恶化，那么缩表计划或将放缓。另外，由于美联储的利率走廊是建立在商业银行都大量存款准备金在美联储账户上，如果美联储想暂缓加息，也需要放缓缩表的配合。

2018年在美元流动性紧缩情况下，新兴市场脆弱性凸显，曾出现货币大幅贬值的情况。展望未来，如果美联储发出关于缩表计划“放缓”的信号，美元流动性紧张现象将有所缓解，对全球市场特别是新兴市场而言将是利好。对于中国来说，随着美国紧缩货币政策的弱化，将缓解人民币贬值压力，中国货币政策进一步宽松的空间将有所打开。

● 美国消费支出放缓，通胀较为温和

近期公布的美国经济数据暗示美国经济动能放缓，较早前公布的美国房地产数据、ISM制造业PMI数据以及企业投资等数据均出现放缓迹象，而最新公布的12月零售销售数据超预期下滑，意味着占美国经济三分之二的消费动能走弱，进一步加剧美国经济下行风险。此外，CPI和PPI数据均显示美国通胀压力较为温和。这些数据也支持美联储后续对加息保持“耐心”，美联储维持按兵不动是适宜的。

具体数据方面，美国2018年12月零售销售环比下跌1.2%，创2009年9月以来最大月度跌幅；核心零售销售环比下跌1.7%，创2001年9月以来最大跌幅。零售销售数据大幅不及预期，表明2018年末受金融市场动荡以及美国政府停摆等负面因素的拖累，美国消费支出减弱、经济动能明显放缓。受油价下跌的拖累，美国1月CPI同比增长仅1.6%，增速创2017年6月以来新低。

● 美元指数上行，人民币汇率中间价调贬

美元指数上周上行0.29%收至96.91。近期欧元区经济数据表现疲软、英国脱欧尚未获得进展，导致市场担忧情绪有所升温，欧元兑美元下跌，美元指数回升。近期美元指数有所回升，人民币汇率中间价调贬，截至2月15日，美元兑人民币汇率中间价收至6.7623。

● 商品指数悉数下行

南华商品指数下行至1416.73。美国经济数据不及预期以及美联储近期表态偏鸽，支撑金价走高，但白银价格跌幅较大，南华贵金属指数下行至537.33。工地尚未完全复工需求较弱，金属价格多数下行，南华金属指数下行至2942.18。能化类商品价格多数回落，南华能化指数下行至1353.24。春节期间开机率走低，以及非洲猪瘟重挫生猪养殖，豆粕价格低迷，南华农产品指数下行至774.07。

● 风险提示：关注美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品: 春节期间海外经济大事件及大类资产表现

2019-01-20

国际经济及大宗商品: 为什么日元是避险货币

2019-01-20

国际经济及大宗商品: 近期人民币升值的原因

2019-01-13

国际经济及大宗商品: 美国就业数据超预期，但鲍威尔发言仍偏鸽

2019-01-06

国际经济及大宗商品: 国际经济2018年回顾及2019年展望

2019-01-01

国际经济及大宗商品: 黄金价格怎么走？

2018-12-23

国际经济及大宗商品: 2019年欧洲央行会加息吗？

2018-12-16

国际经济及大宗商品: 美债收益率倒挂

2018-12-09

国际经济及大宗商品: 2019年中国资本外流压力有多大？

2018-12-02

国际经济及大宗商品: 从自然利率看美联储加息空间

2018-11-25

国际经济及大宗商品: 中美经济周期由分化到协同，人民币贬值压力或缓解

2018-11-18

国际经济及大宗商品: 美联储重申渐进加息，略超市场预期

2018-11-11

国际经济及大宗商品: 央行如何通过离岸市场调控人民币汇率

2018-11-04

国际经济及大宗商品: 美国三季度经济增速下滑，但仍较高

2018-10-28

目 录

1、 未来美联储缩表走势如何演绎？	4
2、 国外经济形势一周综述	5
3、 汇率走势一周综述	7
4、 商品价格走势一周综述	7
4.1、 商品指数悉数下行	7
4.2、 黄金价格走高	8
4.3、 金属价格多数下行	9
4.4、 能源化工产品价格多数回落	11
4.5、 农产品价格多数走低	13

图表目录

图 1: 美联储持有国债和 MBS 规模 (百万美元)	4
图 2: 美国零售销售环比增速 (%)	6
图 3: 美国 CPI 同比增速 (%)	6
图 4: 美国工业产出环比增速 (%)	6
图 5: 美国密歇根大学消费者信心指数	6
图 6: 欧元区 GDP 环比增速 (%)	6
图 7: 英国 CPI 同比增速 (%)	6
图 8: 南华商品指数近期走势	8
图 9: 南华商品指数周度涨跌幅	8
图 10: 上周黄金价格走势	9
图 11: 美元指数走势	9
图 12: 高炉开工率 (%)	10
图 13: 当周螺纹钢库存 (万吨)	10
图 14: 全国主要钢材品种库存 (万吨)	10
图 15: 铁矿石港口库存 (万吨)	10
图 16: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨)	10
图 17: 上期所阴极铜库存(吨)	10
图 18: 焦化企业开工率 (%)	11
图 19: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨)	11
图 20: 港口焦炭库存 (万吨)	12
图 21: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨)	12
图 22: 下游发电集团煤炭库存 (万吨)	12
图 23: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨)	12
图 24: 6 大发电厂煤炭库存可用天数	12
图 25: 港口煤炭库存 (万吨)	12
图 26: 国际原油期货价格走势 (美元/桶)	13
图 27: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶)	13
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.02.11-2019.02.15)	7
表 2: 商品指数总览 (2019.02.11-2019.02.15)	7
表 3: 黄金价格走高 (2019.02.11-2019.02.15)	8
表 4: 金属价格多数下行 (2019.02.11-2019.02.15)	9
表 5: 能源化工产品价格多数回落 (2019.02.11-2019.02.15)	11

表 6: 农产品价格多数走低 (2019.02.11-2019.02.15)	13
--	----

1、未来美联储缩表走势如何演绎？

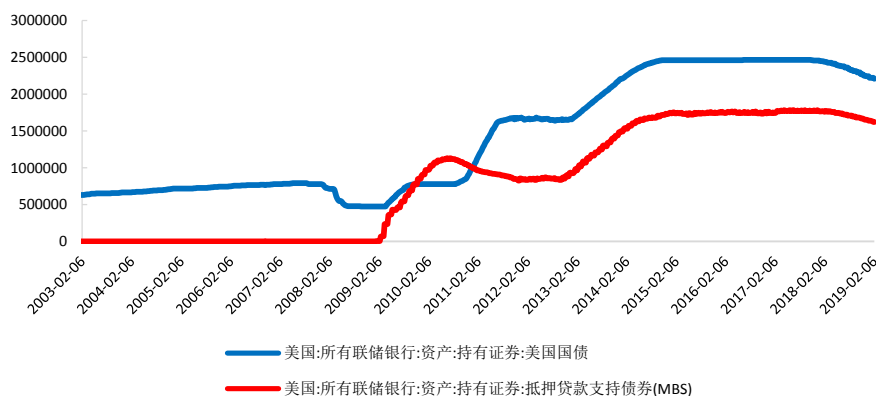
美联储在 1 月 FOMC 声明中释放“鸽派”信号，并对调整缩表指引，表示如果有必要，美联储将使用所有的工具，包括改变资产负债表的规模和构成。美联储理事 Lael Brainard 在上周四接受采访称，美国经济仍将“稳健增长”，但美国经济面临的下行风险正在堆积，尽管最新公布的零售销售数据令经济下行风险加剧，但不宜过度解读某一份数据，美联储暂缓加息是适宜的，并且应在 2019 年“晚些时候”结束缩减资产负债表计划。目前市场已形成美联储加息进程放缓的预期，未来缩减资产负债表计划的进程将更受关注。

次贷危机后，为应对经济衰退，美联储实施一系列非常规货币政策以刺激经济复苏，通过大规模资产购买计划购入国债、机构债和抵押贷款支持债券（MBS），为市场注入大量流动性，同时资产负债表也大幅扩张。美联储从 2008 年 9 月中旬开始大量扩张资产负债表，不到半个月的时间，美联储资产从当时的不到 9000 亿美元，扩张至该年 9 月末的 1.5 万亿美元，存款机构存款准备金、超额存款准备金也分别从 450 亿美元、20 亿美元，迅速升至 1800 亿美元、1350 亿美元。此后美联储资产负债表继续大幅扩张，截至缩表前夕的 2017 年 9 月末，美联储资产已达到 4.5 万亿美元，存款机构准备金、超额准备金也分别达到 2.3 万亿美元、2.1 万亿美元，国债持有量由增长至 2.47 万亿美元，MBS 持有量增长至 1.77 万亿美元。

随着美国经济趋于稳定复苏，美联储逐步退出量化宽松。2017 年 10 月美联储开始减少资产负债表规模，计划 2017 年 10 月至 12 月每月缩减 60 亿美元国债和 40 亿抵押贷款支持债券（MBS）的购买；缩表上限每 3 个月调整一次（国债缩减上限每三个月增加 60 亿美元，MBS 缩减上限每三个月增加 40 亿美元），直至 2018 年 10 月国债和 MBS 缩减上限将提升至 300 亿美元和 200 亿美元，然后延续至缩表结束。

根据这一计划，到 2019 和 2020 年末美联储资产规模将分别缩减至约 3.5 万亿美元和 2.9 万亿美元。截至 2019 年 2 月初，美联储持有的国债、MBS 分别为 2.206 万亿美元、1.622 万亿美元，较缩表前的 2017 年 9 月末分别减少 2597 亿美元、1464 亿美元，远低于原计划的 3000 亿美元、2000 亿美元，累计实际减持占计划的 86.5% 和 73.2%，可以看出目前美联储的缩表进度慢于缩表计划。

图1： 美联储持有国债和 MBS 规模（百万美元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

美联储加息会导致资金成本抬升、贷款活动也会受到抑制，而缩表对流动性影响相对较大，因为缩表相当于直接从市场中抽离流动性。2018 年 10 月以来，资本

市场波动加剧，美联储加息缩表一度成为“众矢之的”。对此，美联储主席鲍威尔表示，暂无证据显示缩表对资本市场造成了冲击，如果轻易停止缩表，反而容易造成恐慌；除非经济出现大幅下滑，否则美联储不会轻易停止缩表。美联储也在1月FOMC声明中表示美联储将继续将联邦基金利率目标区间的变化视为调整货币政策立场的主要手段，并会根据经济和金融的发展情况，调整完成资产负债表正常化的任何细节；此外，如果未来的经济状况需要采取更为宽松的货币政策，美联储将使用所有的工具，包括改变资产负债表的规模和构成。就目前来看，美联储持续加息、减税效应逐渐减弱等因素已逐渐开始拖累美国经济，2018年四季度以来，美国经济多项指标出现放缓迹象，如果美国经济前景出现实质性恶化，那么缩表计划或将放缓。另外，由于美联储的利率走廊是建立在商业银行都大量存款准备金在美联储账户上，如果美联储想暂缓加息，也需要放缓缩表的配合。

2018年在美元流动性紧缩情况下，新兴市场脆弱性凸显，曾出现货币大幅贬值的情况。展望未来，如果美联储发出关于缩表计划“放缓”的信号，美元流动性紧张现象将有所缓解，对全球市场特别是新兴市场而言将是利好。对于中国来说，随着美国紧缩货币政策的弱化，将缓解人民币贬值压力，中国货币政策进一步宽松的空间将有所打开。

2、国外经济形势一周综述

近期公布的美国经济数据暗示美国经济动能放缓，较早前公布的美国房地产数据、ISM制造业PMI数据以及企业投资等数据均出现放缓迹象，而最新公布的12月零售销售数据超预期下滑，意味着占美国经济三分之二的消费动能走弱，进一步加剧美国经济下行风险。此外，CPI和PPI数据均显示美国通胀压力较为温和。这些数据也支持美联储后续对加息保持“耐心”，美联储维持按兵不动是适宜的。

美国2018年12月零售销售环比下跌1.2%，远不及预期和前值，创2009年9月以来最大月度跌幅；剔除机动车、汽油、建筑材料和食品服务后，美国12月核心零售销售环比下跌1.7%，创2001年9月以来最大跌幅。从具体分项来看，只有汽车经销商和建筑材料商店的销售环比上涨，其余零售类别悉数下滑。零售销售数据大幅不及预期，表明2018年末受金融市场动荡以及美国政府停摆等负面因素的拖累，美国消费支出减弱、经济动能明显放缓，也令市场担忧美国2018年四季度的GDP增速大幅弱于预期，导致资产价格波动。但对于此份数据也不必过度解读，目前美国劳动力市场仍十分紧俏，消费支出表现如此疲弱不同寻常，数据的准确度或许受政府停摆、统计误差的影响，不排除未来出现修正的可能，后续仍需关注消费是否延续放缓趋势。

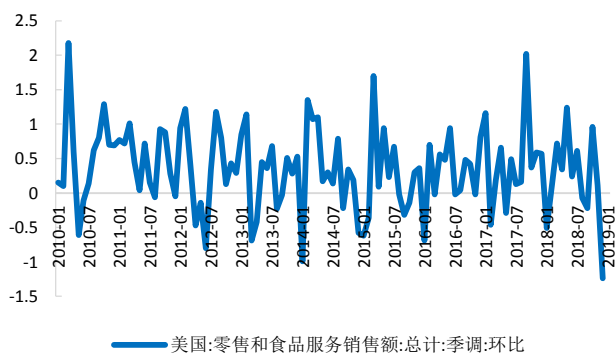
受油价下跌的拖累，美国1月CPI同比增长仅1.6%，增速创2017年6月以来新低，略高于预期1.5%，不及前值1.9%；环比增长0%，不及预期的增长0.1%，但高于前值的-0.1%。其中能源价格对CPI的拖累十分明显，能源价格指数同比下跌4.8%，为自2016年8月以来的最大跌幅。扣除食品和能源等波动较大的因素后，美国1月核心CPI同比增长2.2%（已连续三个月维持在该增速），并且已连续五个月环比增长0.2%。

欧元区2018年四季度GDP季环比修正值得0.2%，创四年新低，持平预期和初值；欧元区2018年四季度GDP同比修正值得1.2%，持平预期和初值。分国家来看，意大利四季度经济萎缩程度加深，已连续两个季度负增长，四季度环比下滑0.2%；德国四季度季调后GDP季环比初值得0%，而在此前的三季度德国经济出现2015年以来的首次萎缩。受全球贸易摩擦以及英国脱欧的不确定性影响，欧盟

委员会下调欧元区经济增长预期，欧洲央行也表示经济前景风险已“走向下行”。

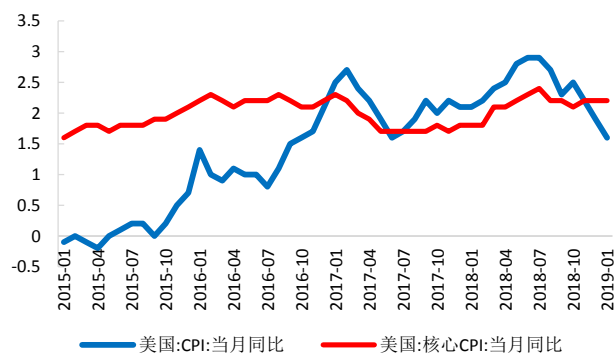
2018 年末英国 GDP 增速有所放缓，汽车、钢铁等制造业大幅下滑，建筑业也有所下滑。英国 2018 年 12 月 GDP 环比下滑 0.4%，创 2016 年 3 月以来最大环比降幅，不及预期 0%和前值 0.2%；英国 12 月制造业产出环比下滑 0.7%，工业产出环比下滑 0.5%，均不及预期和前值。此外，受电力和燃料价格下跌，以及英国“脱欧”不确定性抑制消费信心的影响，英国 2019 年 1 月 CPI 同比增长 1.8%，为 2017 年 1 月来最低，也是两年来首次低于英国央行 2%的目标。英国央行此前已下调英国 2019 年和 2020 年经济增长预期。英国经济前景面临的最大不确定性在于“脱欧”，尤其是取决于英国和欧盟之间的新贸易安排、过渡是否顺利、家庭企业和金融市场如何应对等问题。

图2： 美国零售销售环比增速（%）



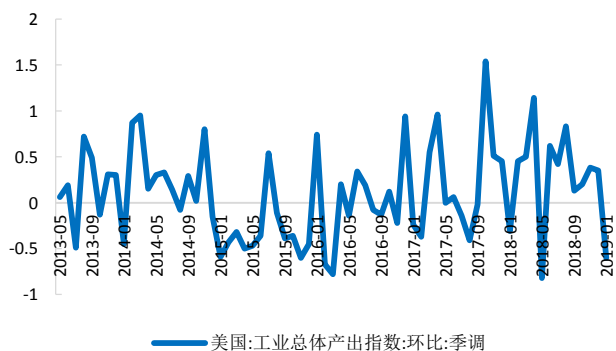
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国 CPI 同比增速（%）



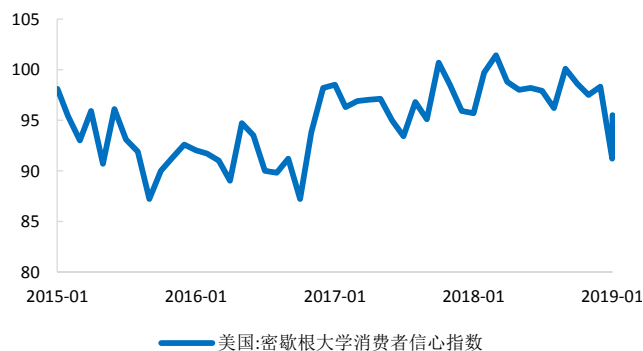
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 美国工业产出环比增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 美国密歇根大学消费者信心指数



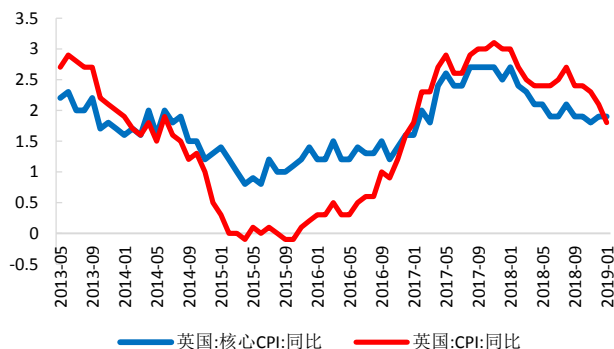
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 欧元区 GDP 环比增速（%）

图7： 英国 CPI 同比增速（%）



资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、汇率走势一周综述

表1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.02.11-2019.02.15)

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	6.7495	6.7765	6.7495	6.7623	0.8080	↑
美元兑离岸人民币	6.7847	6.8078	6.7599	6.7703	-0.2225	↓
美元兑日元	109.51	111.14	109.77	110.46	0.6515	↑
欧元兑美元	1.1457	1.1341	1.1235	1.1292	-0.2650	↓
英镑兑美元	1.3082	1.2958	1.2773	1.289	-0.4403	↓
美元指数	95.61	97.3755	96.6163	96.9181	0.2898	↑
CFETS 人民币汇率指数	93.78			94.21	0.4585	↑
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	94.05			94.79	0.7868	↑
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	97.37			97.81	0.4519	↑

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 人民币汇率指数时间区间为 1 月 25 日-2 月 1 日。

美元指数上周上行 0.29% 收至 96.91。近期欧元区经济数据表现疲软、英国脱欧尚未获得进展, 导致市场担忧情绪有所升温, 欧元兑美元下跌, 美元指数回升。上周欧元兑美元下行 0.2650%, 收报 1.1292; 英镑兑美元下行 0.4403% 收报 1.289; 美元兑日元上行 0.6515%, 收报 110.46。

近期美元指数有所回升, 人民币汇率中间价调贬。截至 2 月 15 日, 美元兑人民币即期汇率收至 6.7802, 一周下行 2BP; 美元兑人民币中间价收至 6.7623, 较前一周上行 128BP; 美元兑离岸人民币汇率收至 6.7703, 较前一周下行 144BP; 12 个月期美元兑人民币 NDF 收至 6.7958, 较前一周下行 77BP。

4、商品价格走势一周综述

4.1、商品指数悉数下行

表2: 商品指数总览 (2019.02.11-2019.02.15)

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
----	-----	-----	-----	-----	-----	------

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
南华商品指数	1432.88	1442.74	1414.19	1416.73	-0.79	↓
南华工业品指数	2201.22	2219.48	2164.79	2169.50	-1.00	↓
南华农产品指数	780.82	786.28	773.92	774.07	-0.70	↓
南华金属指数	3018.83	3053.51	2934.46	2942.18	-1.74	↓
南华能化指数	1358.64	1367.44	1347.18	1353.24	-0.42	↓
南华贵金属指数	537.63	538.84	534.49	537.33	-0.42	↓
CRB 现货指数:综合	413.03			411.57	-0.46	↓

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

上周, 南华商品价格指数悉数下行。南华商品指数下行 0.79% 至 1416.73, 分项中, 南华贵金属指数下行 0.42%; 南华工业品指数下行 1.00%; 南华金属指数下行 1.74%; 南华农产品指数下行 0.70%; 南华能化指数下行 0.42%。此外, CRB 现货综合指数上周下行 0.46% 至 411.57。

受美国经济数据不及预期的影响, 以及美联储近期表态偏鸽, 美元指数在后半周有所回调, 支撑金价走高, 但白银价格跌幅较大。南华贵金属指数下行 0.42% 至 537.33。

金属价格多数下行, 其中占比较高的螺纹钢价格跌幅明显, 南华金属指数下行 1.74% 至 2942.18。工地尚未完全返工需求较弱, 螺纹钢库存大幅回升, 利空螺纹钢价格。下游需求还未完全复苏, 铜库存大幅回升, 利空铜价。

能化类商品价格多数回落, 南华能化指数下行 0.42% 至 1353.24。OPEC 减产以及 OECD 库存下降对原油价格形成有效支撑。工地尚未集中返工需求较弱, 以及雨雪天气影响走货, 焦炭库存大幅回升, 利空焦炭价格。煤炭库存持续堆积, 煤炭库存可用天数大幅回升, 利空动力煤价格。

上周农产品期货价格多数走低, 南华农产品指数下行 0.70% 至 774.07。春节期间开机率走低, 以及非洲猪瘟重挫生猪养殖, 豆粕价格低迷。此外, 由于巴西新豆收获上市, 供应端趋于增加, 利空美豆市场。

图8: 南华商品指数近期走势

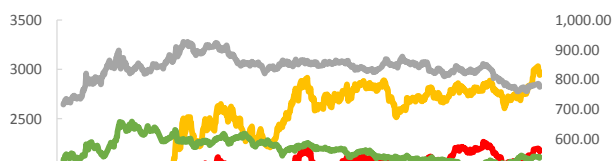
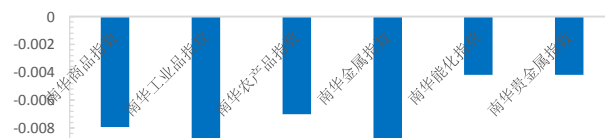


图9: 南华商品指数周度涨跌幅



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_14185

