

## 宏观经济日报

2017年6月27日星期二



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

黎 敏

*limin@nawaa.com*

010-63151317-855

### 【今日主题】

美联储货币政策正常化的路径..... 2

【全球股市】..... 5

【南华指数】..... 6

免责声明..... 10



## 美联储货币政策正常化的路径

随着美联储进入加息周期，美联储货币政策常态化三步走——退出QE，加息和缩表——已经进入走到了最后一步。

目前，美联储资产负债表持有2.46万亿美元的美国国债和1.78万亿MBS，所谓“缩表”，针对的主要就是这两部分资产。从目前美联储的资产结构看，缩表的方式主要是两方面：一是“被动缩表”，对到期资产停止再投资，即持有的国债或MBS到期后，不再进行再投资。美联储持有的2.46万亿美国国债中，1-5年到期的中长债规模在1.2万亿美元左右，比重高达48.5%，距离到期90天以内和90天到1年的美国国债分别占比2.4%和8.2%；而持有的1.77万亿的MBS则基本全是10年以上的长期资产。被动方式缩表是一个渐进的过程，且如果仅部分停止再投资，紧缩的步伐将更加温和。二是“主动缩表”，直接抛售资产，即出售持有的MBS或者国债。相对于被动持有到期，主动方式缩表传递出的货币收紧信号更强。如果美联储主动出售国债或MBS资产，那么相应地将带来准备金规模的大幅缩减，导致更为猛烈的紧缩幅度，容易对经济和流动性造成冲击。鉴于当前美国经济并没有过热，特朗普新政落地也不顺利，减税和基建等财政刺激计划离真正推行尚需时间，因此短期内缩表方式上，被动持有到期而停止再投资是美联储缩表首选。鉴于美联储目前资产负债表规模，即使按照6月美联储公布的缩表计划来看，未来的多年内资产负债表的总规模依然可观。因此，在铺垫出足够的紧缩预期之后，美联储或许会在2019年利率达到3%目标值后进入主动缩表阶段。

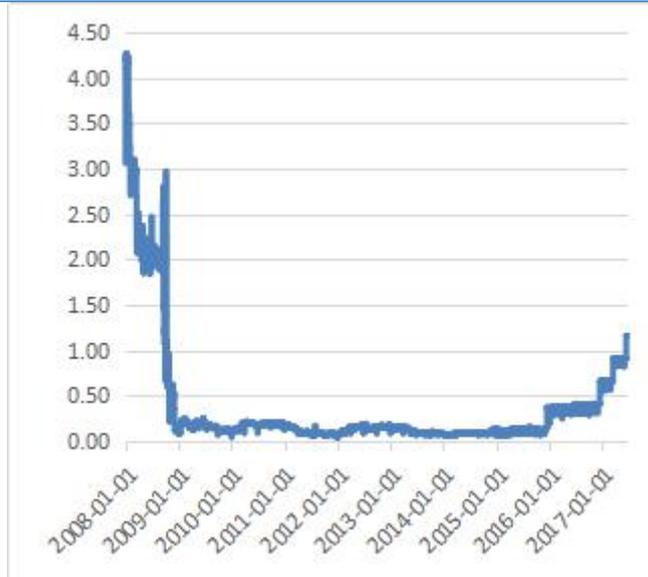
**渐进式的加息和缩表**。美联储6月议息会议结束，美联储宣布加息25个基点，联邦基金利率从0.75%-1%调升到1%-1.25%。这是继今年3月份加息之后的年内第二次加息，也是本轮货币政策正常化以来的第四次加息。至于未来加息路径，6月议息会议预期2017年年底联邦基金利率预期中位数在1.375%，即全年将再有一次加息。维持2018年年底在2.125%不变，即2018年同样预期三次加息。上调2019年年底预期至2.875%（之前料为3%），2019年预期加息次数由之前的4次下调为3次，维持更长周期预期在3%不变。缩减资产负债表是FOMC更长期的目标，并且建立在主要利率指标回升到合理高度的基础上。随着利率向正常水平靠拢，缩减危机时急剧扩张的资产负债表自然成为美联储的下一项议题。美联储预计今年起开始缩表，具体方式为逐步减少到期证券的本金再投资规模：起初每月缩减60亿美元国债、40亿美元MBS；缩表规模每季度增加一次，直到达到每月缩减300亿美元国债、200亿美元MBS为止。届时，缩表计划将按照每月缩减300亿美元国债、200亿美元MBS的节奏进行，直到美联

储认为资产负债表规模回到与经济相适应的合理水平为止。决议公告表示，最终的资产负债表规模将大幅低于当前水平，但高于危机前的水平。中长期来看，如果经济保持较强复苏，随着利率提高到正常水平，资产负债表的正常化也将加快。美联储的缩表行动将是一项缓慢而长期的大工程，根据路透对 15 家与美联储有业务联系的一级交易商的调查显示，美联储资产负债表的最终规模预测中值为 2.75 万亿美元，即在当前规模基础上缩减 1.75 万亿美元。根据旧金山联储主席 John Williams 的估计，美联储缩表操作可能需要持续五年。

**加息和缩表变数。**5 月美联储的议息会议公告显示美联储对美国复苏的乐观看法没有变，尽管 5 月零售、信贷、PMI 等指标有所下滑，通胀与核心通胀数据仍不十分强健，但美联储认为这只是暂时现象；同时公告显示美联储致力于加速推进货币政策正常化的意图目前看也没有变。但美联储 6 月议息会议对美国经济基本面的官方表态相对于 3 月和 5 月议息会议有所软化，尤其是对通胀的表态，并下调了通胀预期，将个人消费支出通胀 (PCE) 从此前的 1.9% 下调至 1.6%。美国通胀与核心通胀指标在今年一季度达到高点之后，现均已开始回落，如果未来核心通胀继续下降至 1.5% 以下，则会增加美联储票委对继续加息的顾虑。另外，失业率是美联储关注的核心指标。近期失业率创十六年新低，就业整体改善，但非农新增就业数据开始高点回落。因此，美联储会根据三季度美国经济和金融市场的表现来决定加息和缩表节奏。另外，关于加息和缩表的关系目前尚无定论，加息缩表并行还是交替进行是个未知数。我们预期如果三季度通胀和就业数据令美联储满意，那么美联储将在 9 月份加息，之后启动缩表；而如果三季度通胀继续低迷和非农数据低于预期，则会选择 9 月先启动缩表，将加息推迟至 12 月份或者下一年度。根据 CME 的数据显示，市场投资者预计美联储 9 月份再次加息的概率仅为 35%。

综上所述，我们认为，美联储货币正常化会美联储货币政策常态化三步走——退出 QE，渐进式的加息和缩表。

图 1 美国联邦基金利率上升



资料来源：WIND 南华研究

图 2 美国国债规模大

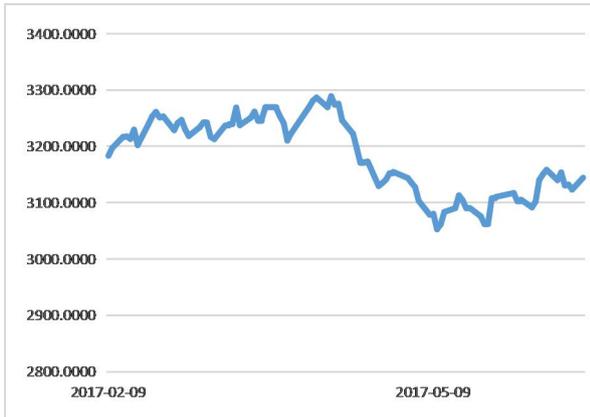


资料来源：WIND 南华研究

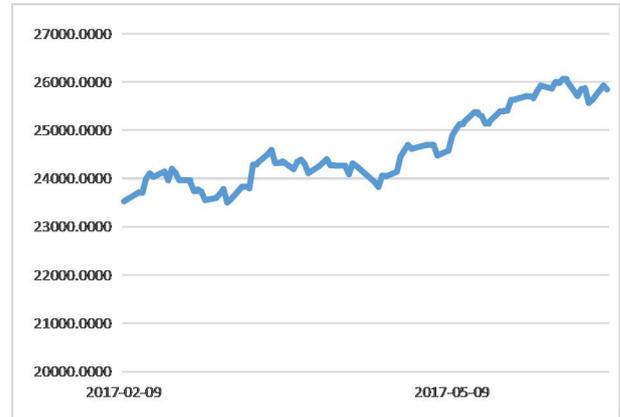
**【全球股市】**

2017年6月27日

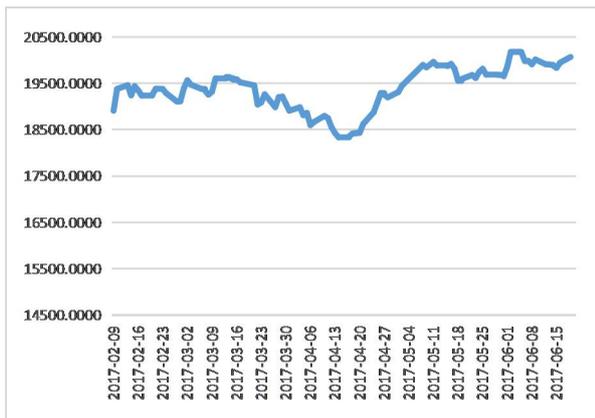
上证综指



恒生指数



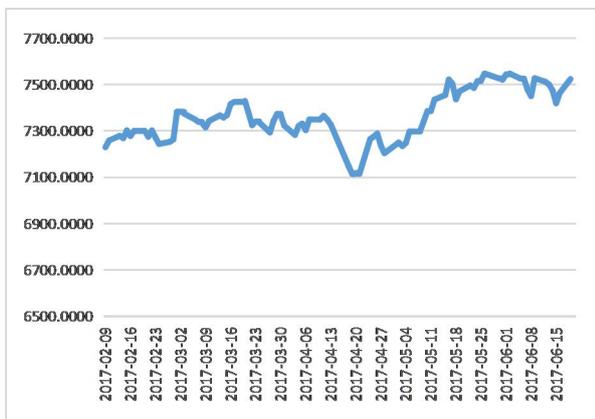
日经 225



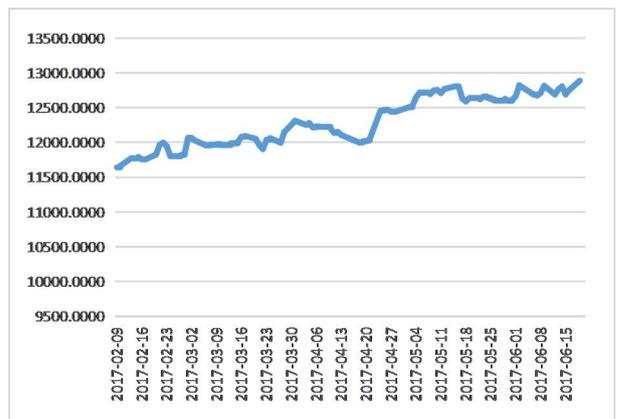
道琼斯工业指数



富时 100



德国 DAX

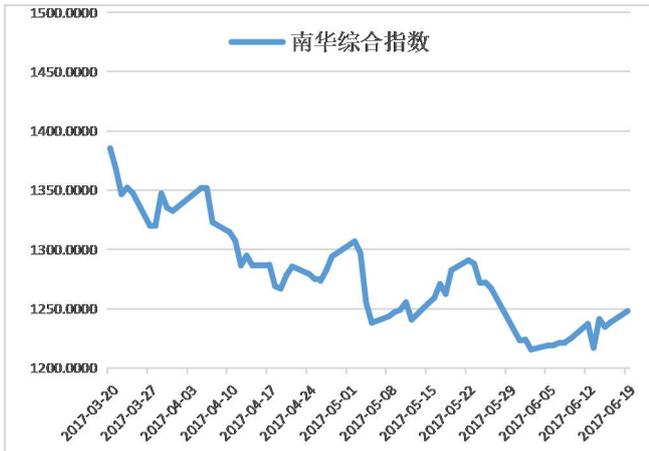


资料来源: WIND 南华研究

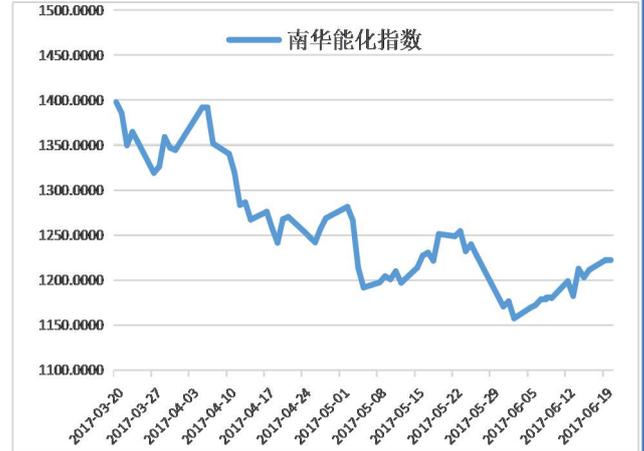
**【南华指数】**

● 2017年6月27日

南华商品期货综合指数



南华能源化工指数



南华工业品指数

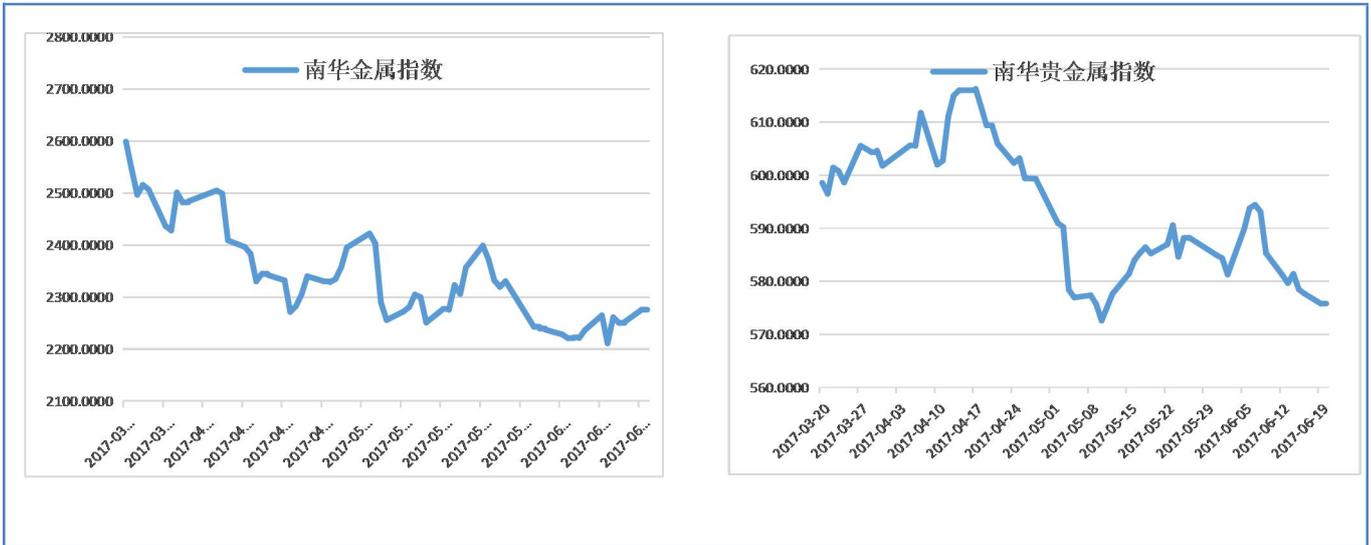


南华农产品指数



南华金属指数

南华贵金属指数



资料来源: WIND 南华期货研究所

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室  
电话：0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话：0576-88539900

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801  
电话：0577- 89971820

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
电话：0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话：0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼  
电话：0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼  
电话：0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
电话：0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号  
电话：028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号  
金地商务大厦 11 楼 001 号  
电话：0931-8805310

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座  
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号  
电话：0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
电话：010-63155309

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室  
电话：010-63161286

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室  
电话：0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
电话：0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话：0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
电话：024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802  
电话：022-88371079

### 上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
电话：02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层  
电话：021-68400692

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话：021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
电话：0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室  
电话：0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房  
电话：020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室  
电话：0553-3880211

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
电话：023-62611626

### 永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话：0579-89292777

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室  
电话：0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室  
电话：0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层  
电话：0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室  
电话：0573-80703000

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层  
3232、3233、3234、3235 室  
电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话：0512-87660825

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室  
电话：0592-2120366

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式  
电话：0754-89980339

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0574-85201116

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

