



市场快讯

大华银行环球经济与市场研究部

2017年05月05日 星期五

 **UOB** 大华银行

诚挚如一 

东盟：是否准备好应对美联储缩表？

一项重大政策转变正逼近

如我行早前报告（即 2017 年 4 月 26 日《美联储计划进行资产负债表正常化》）中重点指出，随着利率上调，美联储为实现货币政策正常化而缩减资产负债表的可能性正变得越来越接近现实。这一政策转变有可能会影响美元汇率、美债收益率以及资本流动。东盟等新兴市场国家预期将首当其冲地受这一政策转变影响，因此需密切关注和评估事态进展。

与半年前相比，自联邦公开市场委员会（FOMC）3 月 14-15 日会议提出这一议题之后，美联储官员正日益频繁地谈论这一事项。这似乎是为即将于 2017 年末和 2018 年初之间某个时间启动缩表做准备，美联储在 2013 年的“缩减恐慌”（taper tantrum）期间也曾采取类似策略。

基于下列理由，我认为美联储的缩表计划是一项重大政策转变：

1. 美联储现有的证券再投资政策已维持近十年之久（自 2010 年 8 月份开始）；
2. 美联储之前从未实施缩表，因此此次将会面临前所未有的状况；
3. 就目前所处阶段而言，如美联储启动缩表，其是否在 2018 年进行预期的三次加息存在不确定性。

目前为止尚无法从美联储官员明确得知美联储会如何进行缩表，即缩表的节奏和规模，换言之即其“模式”（是否以缩表取代现有的加息或两者同时进行）和 / 或“强度”（即是否被动退出现有已到期的债券，到期后不进行再投资或主动处置债券资产）。诚然，这些问题需明确才能评估缩表的具体影响范围（例如：对美元和美债收益率的影响）。

我行的情景分析显示美元将走强

下文是一份关于我认为美联储在计划进行缩表时可能面临的四种情况的简要说明，这四种情况中的两种极端分别为“按之前情况照常进行”和“积极处置资产”。对市场而言更为重要的是，这四种情况中的每一种将如何影响汇率和债券收益率。

美联储缩表将面临的四种基本情况



如上图所示，除“按之前情况照常进行”（即保持债券再投资）之外的任何一种情况将会对美元利好，并导致较高的美国国债收益率。其中的逻辑很简单，通过减少美国国债（资产）的再投资，美联储将减少向系统投放的流动性（即资产负债表的负债项目），因此其效果相当于货币政策收紧。这一政策收紧会利好美元，进而提高美债收益率并吸引资本流入美元资产。目前的问题是最终缩表 / 政策收紧的程度如何。

从市场的另一端来看，美元走强、美债收益率走高以及资本流入美元资产对新兴市场国家的资产和货币而言将是一项利空。尤其是东盟等新兴市场国家，根据 1997/1998 期间亚洲金融危机的经验来看，这些国家更易受到突发性资本外流冲击。

从美联储“缩减恐慌”中吸取的经验以及人民币定价机制调整

东盟各国货币如何应对美联储缩表？这是否会引发资本大规模从新兴市场国家（如东盟国家）流向美元资产？或只是与最近的美联储利率正常化的进展情况类似。

美联储进行何种程度的缩表目前尚不明确，我行根据之前类似情况时市场的反应来判断美联储缩表对东盟国家市场和货币的潜在影响（在本报告中，东盟国家仅指主要经济体及其货币，即印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国）。

如美联储最终进行缩表，其将会带来自 2008 年 11 月开始的资产购买计划（即 QE 量化宽松，其中包括 1000 亿美元的“政府资助企业（GSE）的直接债务以及 5000 亿美元的抵押贷款担保证券（MBS））以来的前所未有的情况。在上述资产购买计划的最终阶段，即分别于 2012 年 9 月 13 日和 12 月 12 日公布的第三轮量化宽松（QE3），美联储每月购入 850 亿美元债券。QE3 项下资产购买计划于 2013 年 10 月正式终止。

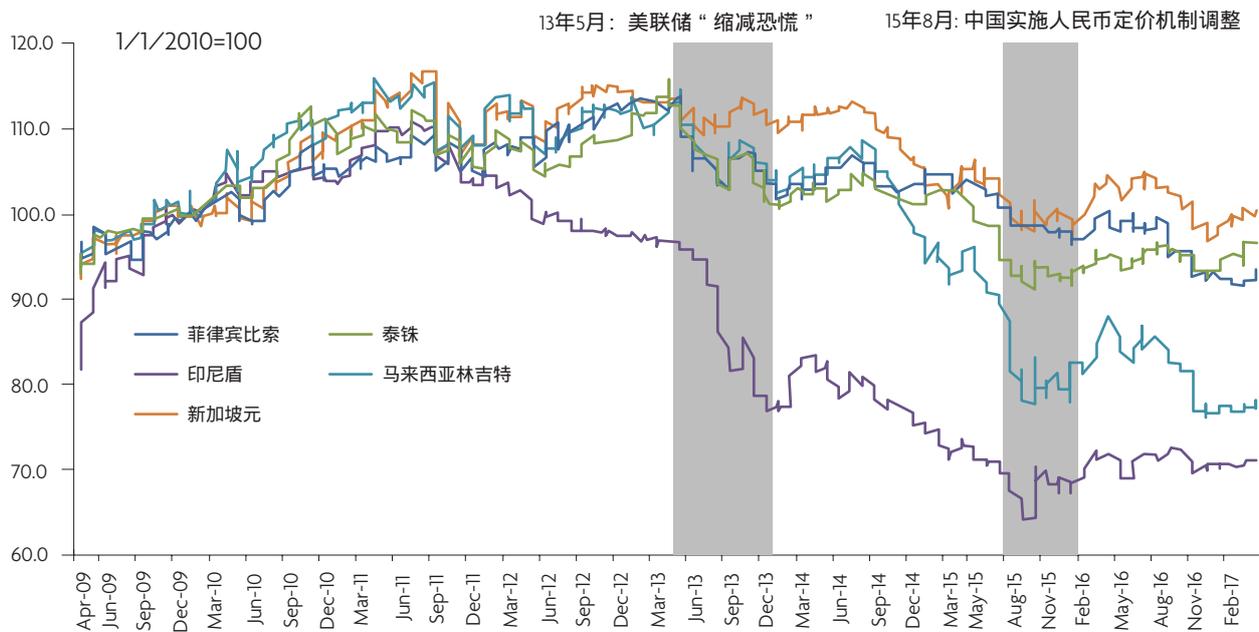
然而，过去的确曾发生类似缩表的情况，即所谓的美联储“缩减恐慌”，通过这一情况可大致判断当美联储在 2017 年末或 2018 年初真的启动缩表时新兴市场国家尤其是东盟资产价格的反应。

时任美联储主席本·伯南克在 2013 年 5 月 22 日向美国国会提交证词时，提出美联储可能会在当年早些时候开始减缓债券购买节奏（即“缩减”）时首次引发“缩减恐慌”。这一证词为 2013 年 6 月 19 日举行的新闻发布会作出铺垫，在该次新闻发布会上，本·伯南克再次指出资产购买计划可能会在 2013 年早些时候（即 2013 年下半年期间）缩减，与此对应，美元长期债券收益率以及美元汇率此后经历数次暴涨，这一现象后来称为“缩减恐慌”。例如，美国 10 年期国债收益率从 2013 年 5 月初的 1.629% 猛升至 2013 年 9 月初的近 3%。



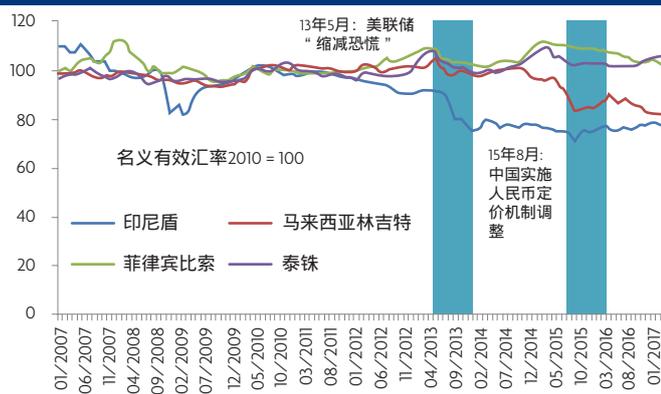
虽然并非与美联储缩表的情况完全相似，另一起导致新兴市场国家大幅动荡的事件为中国在 2015 年 8 月 11 日出乎意料地调整美元 / 人民币定价机制。然而，由于该调整在最初被视为是一项“货币战争”事态，东盟国家的货币自然作出利空反应，虽然其程度比“缩减恐慌”时期更为缓和，如图中所示。

东盟国家货币对美元汇率表现



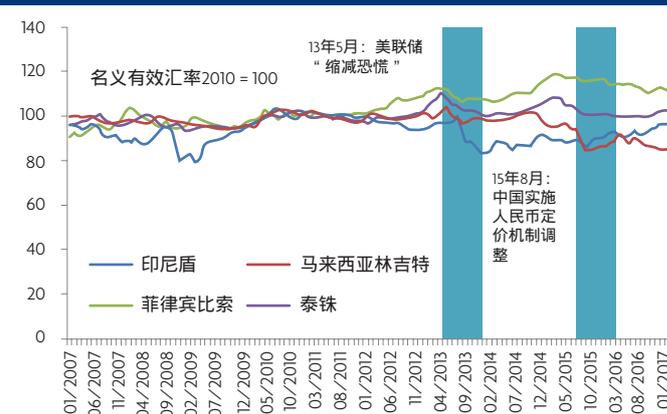
数据来源：彭博资讯；大华银行环球经济与市场研究部预测。

亚洲国家货币在“缩减恐慌”期间名义有效汇率下跌，印尼盾则大幅下跌



数据来源：国际清算银行、大华银行环球经济与市场研究部预测

在“缩减恐慌”期间印尼盾的实际有效汇率下跌同样更为明显



数据来源：国际清算银行、大华银行环球经济与市场研究部预测

如果美联储真的实施缩表，对东盟各国货币有怎样的影响？

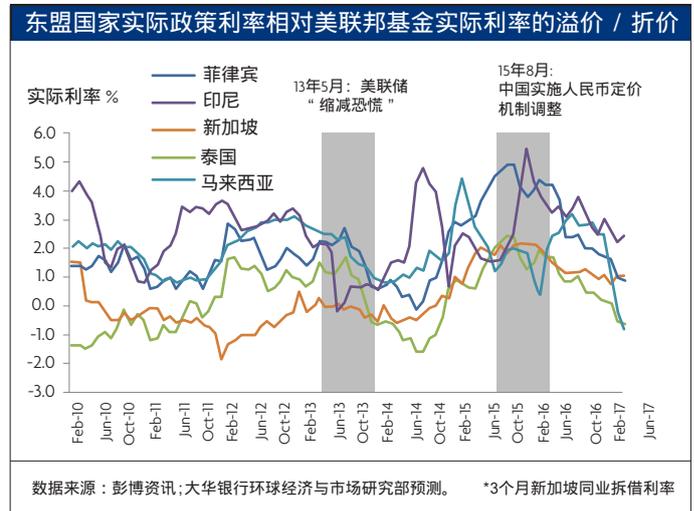
在引发“缩减恐慌”的事件发生后半年内，东盟国家货币在“缩减恐慌”期间走弱，平均下跌 9%，并在“人民币定价机制”调整事件期间下跌 3%。然而，印尼卢比受影响最大，在“缩减恐慌”期间跌幅大约为 20%。马来西亚林吉特自从 2015 年初的“1MDB（一马发展）洗钱案”以来就已承压，人民币定价机制调整仅仅导致林吉特大约 6% 的跌幅。这些数字为我们判断美联储缩表时东盟国家的预期反应提供了依据。

虽然在美联储缩表的情况下，美元预期走强和美债收益率走高可能会吸引资本从非美元资产流出，我行预计东盟国家货币将应对良好且只发生微调。东盟国家的货币调整程度不可能重蹈前两次覆辙，应不会出现印尼卢比 20% 跌幅（半年内）的情况，这是因为自 2013 年以来，经济基本面和印尼卢比资产的市场情绪 / 投资者信心已大为改善。

经济基本面改善可对东盟货币起到缓冲作用

1. 实际利率

大多数东盟国家的实际利率水平总体而言处于正区间，并领先于实际美联邦基金利率。这应该会抵消其他国家或地区债券收益率走高带来的某些影响。然而，马来西亚和泰国的实际利率水平低于其他东盟国家，因此可能是其中的一个软肋。



2. 资本外流的缓冲

由于大多数东盟国家不断积累外汇储备，因此具备对抗资本市场外流和外债敞口风险的较高缓冲能力。在发生极端情况(可能性较低)时，假设外国投资者全面撤出股票和债券投资，最脆弱的国家将会是印尼。而即使是在这种极端情况下，印尼也具备足够的外汇储备弥补资本外流的影响，在此情况下为弥补资本外流而动用的外汇储备会少于全部外汇储备的三分之二(见相关表格)。

在更为极端的情况下，假设在外国投资者全面撤资的同时需偿还全部短期外债，马来西亚将会是最受冲击的国家，因为其外汇储备不足以应付这一需求。

这一分析显示，在排除上文所述极端(不太可能)情况的前提下，东盟国家具备充足外汇储备应对正常的资本流动，这解释了在英国脱欧以及美国总统大选结果造成波动的期间，东盟地区的市场行情为何相对波澜不惊。

外汇储备覆盖率评估：以股票和债券市场的外国投资者全面撤资的最坏情况为前提假设

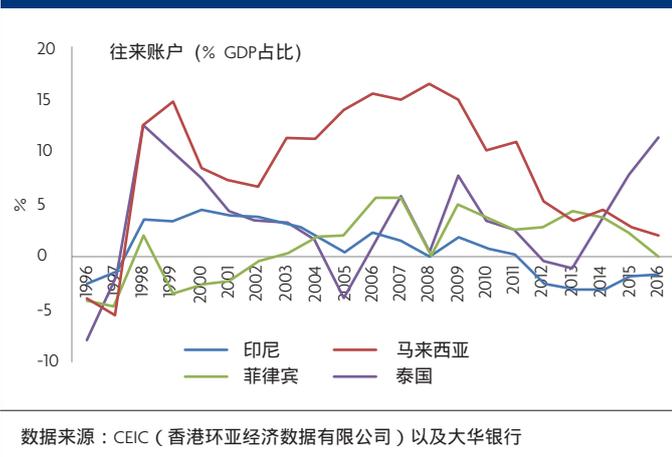
		A	B	C	D	E	较小=更好	较小=更好	对美元 汇率下降
美元 短期票据	外资股权 净买入	外资持有 政府债券 数额	短期外债	总外债	外汇储备	金融市场储 备覆盖率= (A+B) / E	储备覆盖 率= (A+B+C) / E	英国脱欧 4天后	特朗普当选 4天后
印尼	\$23.8	\$54.3	\$40.6	\$316.8	\$121.8	64%	97%	-0.2%	-1.2%
韩国	\$33.7	\$66.7	\$105.2	\$380.9	\$375.3	27%	55%	-1.1%	-0.8%
马来西亚	无数据	\$35.4	\$83.6	\$208.7	\$92.0	39%	129%	-1.3%	-1.6%
泰国	(\$2.7)	\$15.9	\$52.8	\$131.4	\$172.7	8%	38%	0.0%	-1.2%
菲律宾	\$7.6	无数据	\$14.5	\$74.8	\$80.9	9%	27%	-1.1%	-0.6%
印度	\$166.5	无数据	\$82.1	\$479.7	\$346.3	48%	72%	-0.2%	-1.8%
台湾	\$134.9	无数据	\$160.0	\$172.2	\$437.5	31%	67%	-1.0%	-0.7%
中国	无数据	无数据	\$919.3	\$1,416.2	\$3,009.1	-	31%	-0.8%	-0.8%
日本	\$518.8	\$965.1	NA	\$3,646.2	\$1,168.9	127%	127%	-	-

每日买入和卖出金额的合计和累计数额为各国相关数据出炉之后的数额。

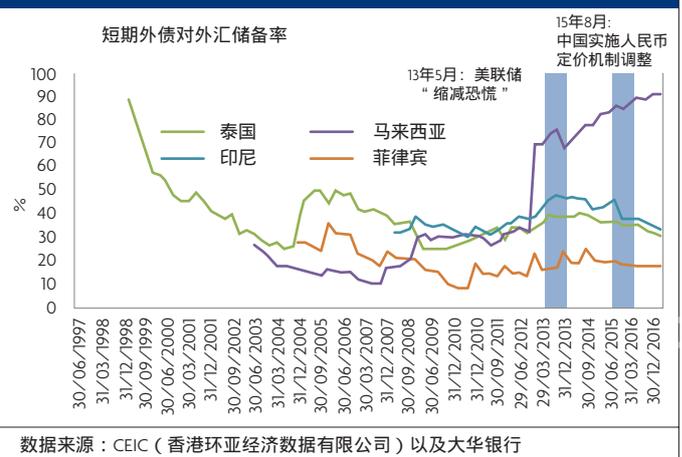
标注颜色部分提示影响的严重程度，绿色代表低影响，红色代表高影响。

数据来源：彭博资讯；大华银行环球经济与市场研究部预测。

对印尼盾的影响因印尼在“缩减恐慌”期间回归经常账户逆差而加强



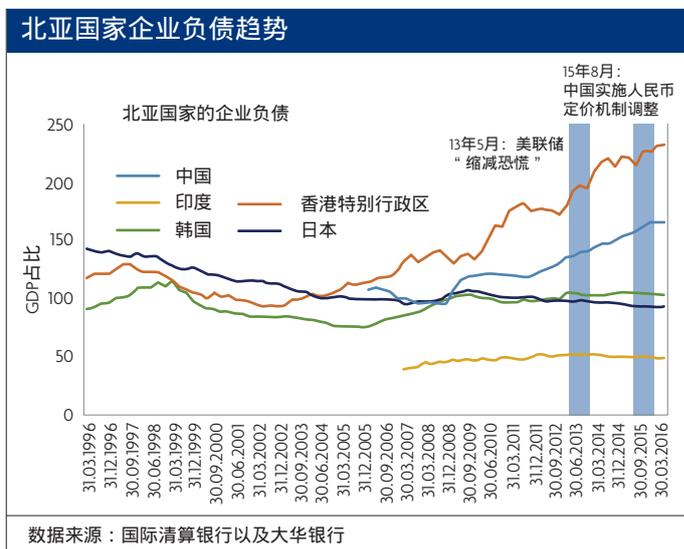
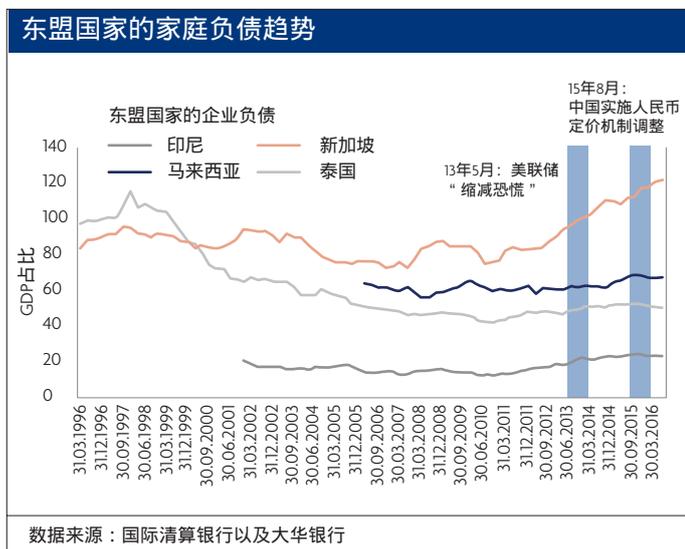
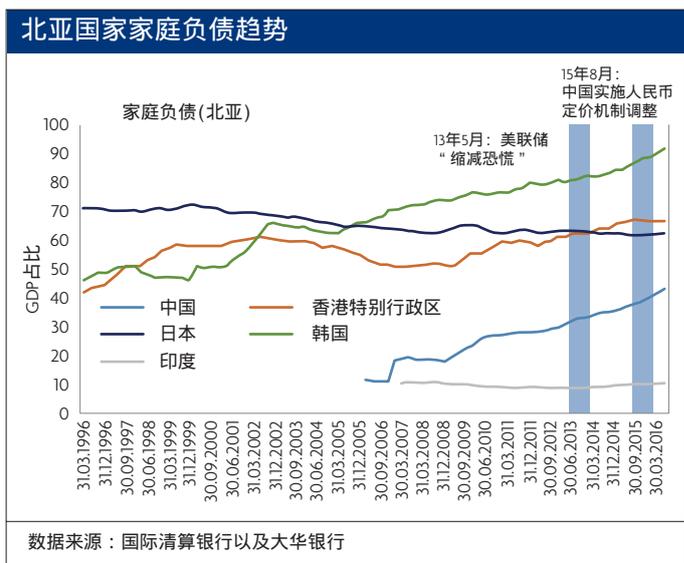
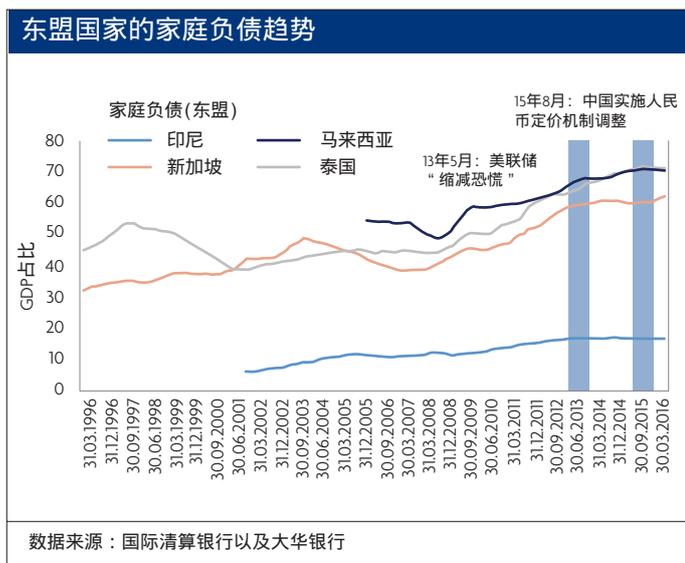
短期外债 / 外汇储备趋势：马来西亚比其他东盟国家更脆弱



3. 东盟国家的家庭和企业负债水平仍维持良性

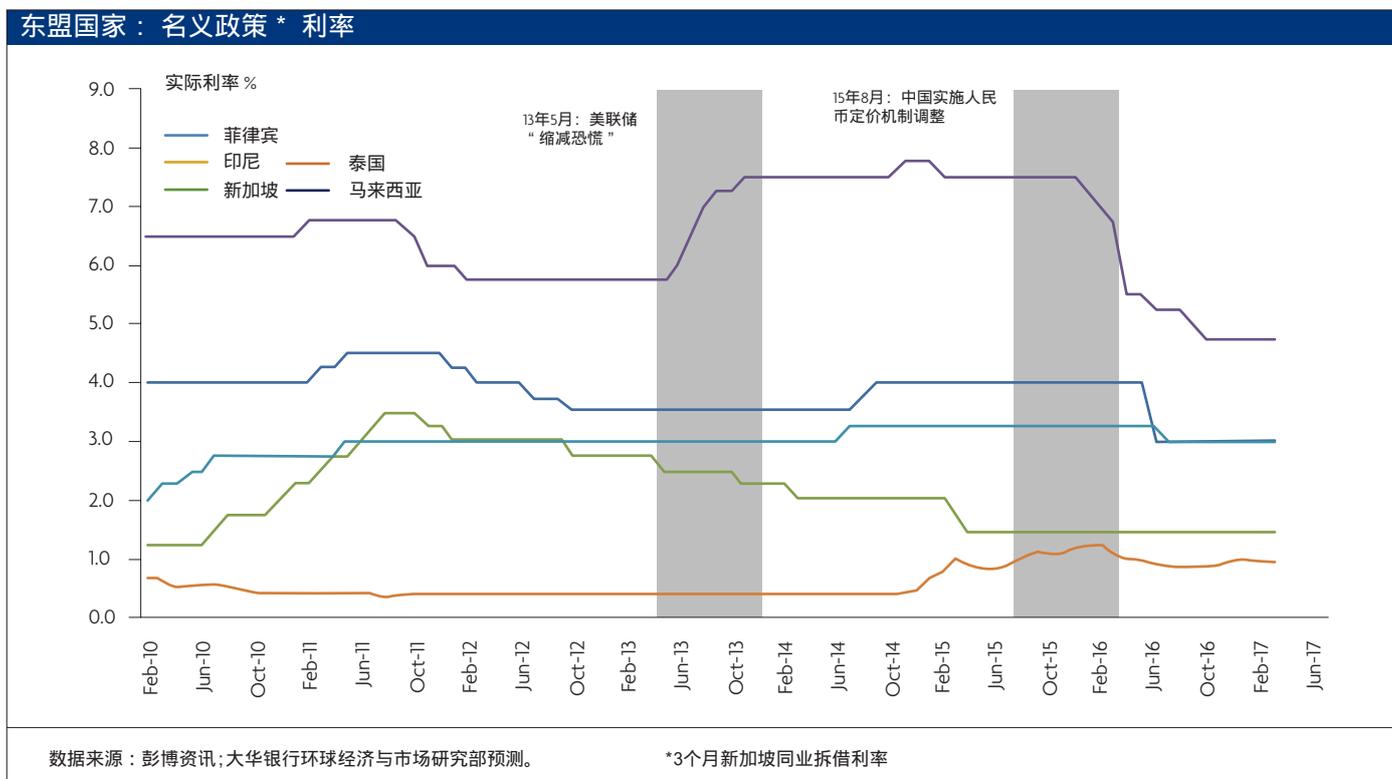
在全球金融危机之后，东盟国家的家庭负债比率明显上升，这是由低息贷款和资本流入所造成的。这引起了资产价格的快速上涨，尤其是新加坡和香港房产价格上升至泡沫水平。尽管家庭负债比率比之前流动性收紧时期更高，我认为全球货币政策形势的审慎有度收紧应不会导致严重后果，因为较高的负债比率符合家庭收入增长趋势。然而，较高的债务偿付成本可能会对那些家庭负债比率较高的国家的个人消费造成抑制，包括马来西亚和泰国，根据国际清算银行的估算，上述两国的家庭负债大约占 GDP 的 70% 左右。

在过去十年里，东盟国家的企业负债水平与家庭负债相比而言趋势更为稳定。新加坡和香港的企业负债水平大幅上升与其亚洲金融中心的地位相关。



4. 各国央行仍有收紧货币政策的操作空间，从而缓冲美国货币政策正常化的潜在影响

在 2016 年期间，东盟地区央行处于货币政策偏宽松的过程，其中，印尼和菲律宾的央行大幅下调利率。随着美国货币政策进一步正常化以及大宗商品价格趋稳，东盟国家央行将会承压从而转变之前的货币宽松政策。鉴于东盟相对较低的政策利率，如形势需要，这些国家的央行显然具有大量的加息操作空间。



那么问题来了，哪个东盟国家的央行会首先宣布加息呢。泰国由于受到实际利率水平较低的压力显然有可能在 2018 年第一季度开始收紧货币政策。虽然与东盟内其他国家相比，印尼的实际利率水平较高，鉴于相对印尼的外汇储备规模而言，印尼的债券和股票市场对外国投资者具有相对较大的风险敞口，下跌趋势可能会促使印尼央行采取措施应对资本外流风险。尽管如此，由于马来西亚国家银行（BNM）认为紧接原油价格正常化之后发生的通胀压力为暂时性现象，并且鉴于财政失衡风险减弱，我行认为马来西亚会按兵不动。

结论：东盟国家货币将企稳

假设美国财政 / 税收 / 贸易政策不发生重大变化以及中国经济保持稳定的前提下，我行预计大宗商品价格将企稳，亚洲将保持出口复苏势头。但如上述前提条件发生任何变化，例如美国政府实施边境调节税，则会对资本流动造成重大影响，进而引起美元以及我行的地区货币前景展望的较大幅调整。

排除上述基本前提假设的任何变化的基础上，当美联储实施缩表的情况下，地区货币对美元汇率的贬值可能会得到有效抑制，虽然这仍取决于本文前部分强调的美联储缩表的模式和强度。如美联储采取更鹰派的积极资产出售，则会引起东盟国家大规模资本恐慌性出逃和增加新兴市场国家货币的下行风险。东盟地区某些国家将会比其他国家更易受到影响，但东盟国家实际利率水平和外汇储备等基本面因素改善预计可为资本出逃风险提供缓冲。我认为，东盟国家货币调整不可能与 2013 年“缩减恐慌”期间同日而语，尤其是卢比和林吉特更是如此。

最新报告：

美联储计划进行资产负债表正常化（2017 年 4 月 26 日）

http://www.uobgroup.com/assets/pdfs/research/FN_170426.pdf

免责声明

本文件来源于大华银行环球经济与市场研究部。大华银行(中国)有限公司(“本行”)经授权予以发布。大华银行(中国)有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用，研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息（研究部和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前，请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询，如果您决定不征求该等顾问的意见，您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行行销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。