

为什么联储提出更早缩表?

证券研究报告

2022 年 1 月 8 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《风险定价-市场预期混乱, 春季躁动仍需观察》 2021-1-5
- 2 《风险定价-成长股出现“结账行情”》 2021-12-28
- 3 《他们(那些消失的就业)还会回来吗?》 2021-12-27

提前开启缩表, 加快缩表进程将从技术上避免利率曲线平坦化, 从而抚平金融市场对经济衰退的担忧。假设联储以每个月 1% 的速度缩减约 9 万亿的资产负债表, 我们测算每年将提升 10 年期期限溢价 32bp, 相当于每年加息两次 (59bp), 这也可能削减联储实际加息的次数。

风险提示: 美国通胀超预期, 美国劳动力市场进展超预期, 美国货币紧缩超预期

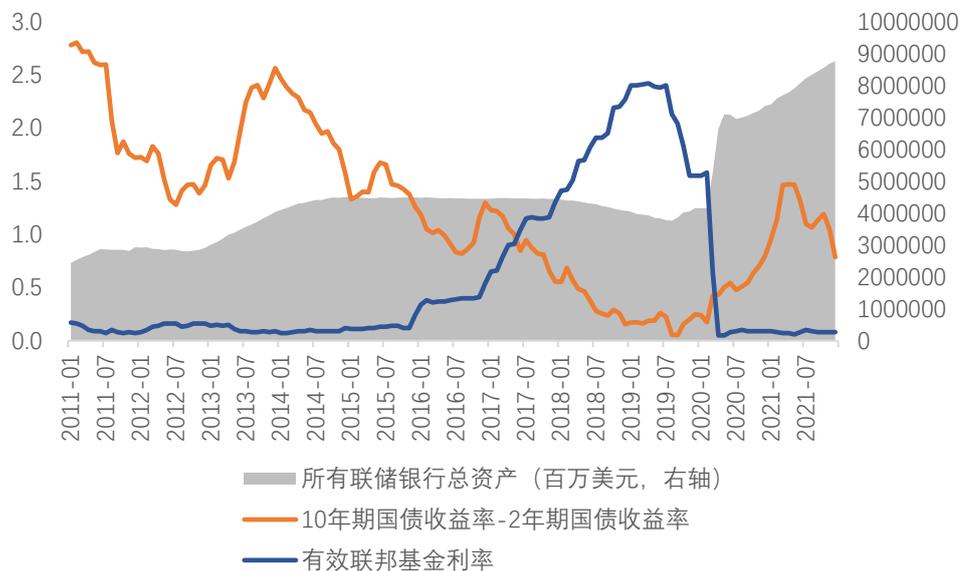
1月5日，美联储发布了2021年12月15日FOMC货币政策会议的纪要。纪要论调明显偏鹰派，官员们提到“可以提前加息且加息速度更快”，特别是提到了“开启加息到开始缩表的间隔比预期更短”，“缩表速度比此前缩表周期更快”等可能性。

为什么美联储提出要比此前更早开启缩表？我们认为这是技术性的操作，主要目的在于抬升利率曲线的斜率，预防长短端利差倒挂带来的金融市场震荡和衰退预期。

去年10月的美联储工作论文《When Normalizing Monetary Policy, the Order of Operations Matters》讨论了加息和缩表的先后顺序对利率曲线的影响，结论是：联储先加息、再缩表的决策，容易导致利率曲线平坦化。

在2015–2019年的美国货币紧缩周期中，加息并没有完全传递到长端，这导致长短端利差一路下行，即便联储在2017年10月开启了缩表，利差倒挂也导致了银行等金融机构借短贷长的利润模式失效，从而抑制了金融机构的贷款意愿，最终使经济衰退的预期变为现实。

图 1：10 年-2 年期限利差在 2015-2019 年的货币政策紧缩周期中的走势



资料来源：Fred，天风证券研究所

Smith and Valcarcel (2021)的论文证明了缩表（量化紧缩）会抬升期限溢价，使利率曲线陡峭化。D’ Amico and Seida (2020)也发现缩表与扩表对不同期限的债券具有类似但相反的效应，基于此，该文探讨了在加息前缩表的可能性。

当前美债 10 年-2 年的期限利差仅 85bp，这意味着在利差倒挂前联储的加息空间相当有限。同时，其他发达经济体如欧盟和日本仍将维持宽松的货币政策（正如 2015–2019 年期间一样），外资净购买也将压低美债的期限溢价。而且今年美国财政部缩减了财政赤字，削减发债导致的债券供需逆转，可能进一步压平利率曲线。

因此，联储讨论“加快缩表进程”是从技术上避免利率曲线平坦化，从而抚平金融市场对经济衰退的担忧。假设未来联储以每个月 1% 的速度缩减约 9 万亿的资产负债表，我们测算每年将提升 10 年期期限溢价 32bp，相当于每年加息两次（59bp），这也一定程度上降低了联储实际加息的频率。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪		

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_35820

