

缩表冲击：影响有多大？定价到位了吗？

报告发布日期

2022年01月18日

研究结论

- 年初以来缩表冲击带动下，美债收益率已经出现一轮大幅上行。站在当前位置，市场比较关注的问题是：缩表的潜在影响有多大？当前市场定价到位了吗？未来是否会持续定价紧缩的政策预期？这篇报告当中，我们尝试解答这些问题。

1 缩表预期缘何而起：推升长端利率，打开加息空间

驱动加息的底层逻辑是高通胀，触发提前缩表的底层逻辑是期限利差的收窄。疫情后美债期限利差大幅收窄，是美联储未来进入加息通道的关键阻碍。联储未来如果坚持加息目标节奏（短端利率），就需要更加有效地推升长端利率。美联储表上中长期美债规模疫情期间膨胀，缩表将显著提升中长期美债的市场供给压力，拉动长端利率上行，由此缩表提上议程。

2 基线情形：本轮缩表的规模可能多大？持续多久？

1) 基于历史经验（上轮缩表终值 17.9%，发生回购危机）和联储官员表态（沃勒），名义 GDP 的 20%或是资产负债表合意规模。同时缩表周期不能过长，我们在基线情形中期望联储资产负债表在 5 年内达到 20%的终值水平；

2) 假设缩表从 2022 年 12 月开始（避免在中期选举时间窗口启动缩表），美债、MBS 赎回上限分别从开始的每月 100 亿逐月递增到 500 亿、300 亿。美联储资产负债表将在 2026Q4 达到 20%的终值。期间削减规模的名义值为 2.9 万亿。

3 影响估算：缩表全程可能抬升 10 年期美债收益率约 42bp

1) 把长端收益率划分成为中性利率+期限溢价，缩表主要通过改变长债供需，影响 10 年期美债收益率的期限溢价。缩表之后，美联储逐渐停止对持有美债的再投资，中长期美债的市场净供给增加，推升期限溢价、美债长端收益率；

2) 在纽约联储的模型中，1%GDP 规模的长债供给冲击，约推高 10 年期美债的期限溢价 7bp。再代入我们对本轮缩表基线情形的预测，那么缩表全程对 10 年期美债收益率的影响约 42bp，其中计入缩表操作直到 2023 年底的影响约 13bp。

4 市场反应：定价了什么？定价了多少？

1) 年初至今，10 年期美债收益率上行 19bp，期限溢价上行约 10bp，意味着市场大致定价了缩表操作至 2023 年底的影响。理论上尚未定价的缩表影响上限约 32bp；

2) 此外，利率期货隐含的年内加息路径上移，终点利率上升 27bp。市场也定价了节奏更快、终点值更高的加息。这解释了 10 年期美债收益率剩余的上行。

5 走向前瞻：缩表冲击还会持续多久？政策预期向何处发展？

1) 通胀、经济全年或前高后低。美国 CPI、核心 CPI 同比增速均有望在 Q1 跨越峰值，疫情后经济强复苏的余温有望在 2022 上半年延续，通胀、经济增速均前高后低；

2) 政策预期或先紧后松，带动美债收益率走势前高后低。高通胀+热经济的宏观基本面组合下，Q1 将会是美联储前瞻指引和管理通胀预期的关键窗口期。全年维度看，通胀同比增速越过峰值后回落，经济热度降温，届时联储有调整政策预期指引可能，市场当下快速加息、提前缩表预期也将面临考验，美债收益率全年可能呈现前高后低走势；

3) 关注政治周期对货币政策影响，通胀高烧不退是最大风险。CPI 同比读数破 6 是近半个世纪的总统连任“拒绝线”，21 年 11 月 CPI 同比破 6 后，白宫、联储立场步调高度协同转向，加息缩表预期强化。未来①若通胀如期下行，随着 11 月份美国中期选举临近，加息、缩表窗口可能逐渐关闭。②在通胀高烧不退的情形下，高通胀可能被本届美国政府认定为最大的政治风险，货币政策面或尝试“毕其功于一役”，将高通胀阻断在离 2024 年总统连任选举尽可能远一些的时间点。

风险提示

通胀持续高企的可能性；模型测算结果依赖于一系列假设条件。

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn
----	---------------------------

相关报告

通胀破 7，美股为何仍然上涨？	2022-01-13
77bp 期限利差下的加息空间：利率曲线扁平化趋势观察，与联储货币政策应变情景推演	2021-12-31
再探滞胀与加息的一致性预期：——2022 海外宏观焦点展望	2021-12-08

目录

1 缩表预期缘何而起：推升长端利率，打开加息空间	4
2 基线情形：本轮缩表的规模可能多大？持续多久？.....	6
幅度：或锚定 20%左右水平	6
节奏：大概率采取被动赎回，赎回上限高于上轮，2026 年底完成	7
给出本轮缩表的基线情形	8
3 影响估算：缩表全程可能抬升 10 年期美债收益率约 43bp	9
缩表主要改变长债供需，影响 10 年期美债收益率的期限溢价	9
缩表全程估计抬升期限溢价 43bp，其中操作到 2023 年底影响约 13bp	10
4 市场反应：定价了什么？定价了多少？	11
期限溢价上行约 10bp，定价了缩表操作至 2023 年底的影响	11
此外，市场也定价了节奏更快、终点值更高的加息	12
5 走向前瞻：缩表冲击还会持续多久？政策预期向何处发展？	13
通胀、经济全年或前高后低	13
因此政策预期或先紧后松，带动美债收益率走势前高后低	14
关注政治周期对货币政策影响，通胀高烧不退是最大风险	15
风险提示	16

图表目录

图 1: 2s10s 美债期限利差 (%) : 2021 年全年.....	4
图 2: 5s30s 美债期限利差 (%) : 2021 年全年.....	4
图 3: 过去 4 轮加息周期前后的 2s10s 美债期限利差水平.....	5
图 4: 过去 2s10s 利差至当前水平后, 加息周期剩余次数、幅度, 及距离首次降息月份数.....	5
图 5: 美联储疫情期间持有的短期美债规模 (亿美元).....	6
图 6: 美联储疫情期间持有的中长期美债规模 (亿美元).....	6
图 7: 联储近期关于缩表的沟通表述.....	6
图 8: 美联储资产负债表规模、名义 GDP 规模 (万亿美元) 及比值.....	7
图 9: 当前美联储持有美债每月到期规模 (十亿美元).....	8
图 10: 基线情形下, 缩表期间每年美债和 MBS 缩减量 (十亿美元).....	9
图 11: 联储资产负债表规模预计在 2026Q4 到达终值 (%GDP).....	9
图 12: 缩表主要影响长端利率的期限溢价.....	9
图 13: 缩表影响长债供需格局, 继而抬升期限溢价示意.....	9
图 14: 1%名义 GDP 的长债供给冲击推升 10 年期美债期限溢价约 7bp.....	10
图 15: 本轮缩表对 10 年期美债收益率期限溢价的影响估计.....	11
图 16: 10 年期美债收益率及期限溢价 (%).....	11
图 17: CME 利率期货隐含的 FOMC 会议后政策利率均值变化 (%).....	12
图 18: 市场对终点利率的定价 (5y5y OIS, %) 上行 25bp.....	12
图 19: WTI 原油价格、EIA 油价预期 (美元) vsCPI 能源商品指数.....	13
图 20: CPI 住房项同比及美国大中城市房价同比 (%).....	13
图 21: 美国个人收入环比增速仍高.....	14
图 22: 服务消费环比增速仍高 (%).....	14
图 23: 美国 CS 大中城市房价指数同比及销售.....	14
图 24: 美国成屋库存、住宅营建许可、新屋开工 (万套).....	14
图 25: 2022FOMC 会议排期.....	15
图 26: CME 期货隐含的历次会议后的加息概率 (%): 最早 3 月.....	15
图 27: 近半个世纪以来美国 CPI 同比破 6 时刻与在任总统.....	15

2021 年末，我们在全年的最后一篇报告当中判断，美联储本轮货币政策正常化的路径很有可能偏离当时的一致预期，对市场形成重要影响：可能性之一是加息节奏、目标幅度的妥协；可能性之二是提前启动缩表，配合加息，前者鸽，后者鹰。伴随着 2022 年宏观环境的演化，两种政策预期虽然迥异，但各自均有可能在不同的时点上发酵，引致市场波动。

2022 开年以来，缩表的政策预期率先对市场产生了强有力的冲击，伴随缩表预期发酵，10 年期美债收益率一度升破 1.8%，较去年收官上行超过 30bp，股票市场受到冲击大幅下挫。

美联储真的要缩表了吗？我们仍然认为，当下对联储货币政策关注不宜拘泥于过分具体的叙事：大开大阖的宏观环境里，货币政策仍有较大成分是随行就市、相机抉择的，预测、排期意义有限。更有意义的问题是，这些未来某时刻注定将会落地的政策如何影响市场？影响幅度有多大？市场定价了多少？站在当下位置，未来更有可能是超调后的修正，还是继续计入政策的影响？

因此这篇报告，我们聚焦本轮缩表（无论何时启动）的逻辑、机制和潜在影响估量，并结合当下缩表冲击在市场发酵的情形，探讨一个问题：本轮缩表冲击调整到位了吗？

主要围绕以下问题——

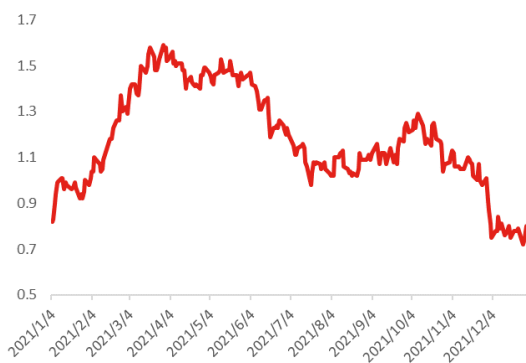
- 1) 美联储为什么在考虑提前启动缩表？
- 2) 根据联储政策方针，本轮缩表的幅度、节奏基线情形大致会是怎样？
- 3) 根据基线情形，缩表因素对 10 年期美债收益率的影响幅度理论上有多大？
- 4) 根据缩表潜在影响的估计，当前市场定价调整到位了吗？
- 5) 缩表预期冲击市场还要持续到何时？之后政策预期、美债走向怎么看？

1 缩表预期缘何而起：推升长端利率，打开加息空间

驱动加息的底层逻辑是高通胀，触发提前缩表的底层逻辑是期限利差的收窄。

我们在《77bp 期限利差下的加息空间》中认为，疫情后美债长端利率疲弱，短端利率却随加息预期持续走高，期限利差大幅收窄，是美联储未来进入加息通道的关键阻碍。因此，美联储未来如果坚持加息目标节奏，意味着政策路径和政策预期大概率出现调整，新的工具需要被提前引入以打破逻辑矛盾。

图 1：2s10s 美债期限利差（%）：2021 年全年



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

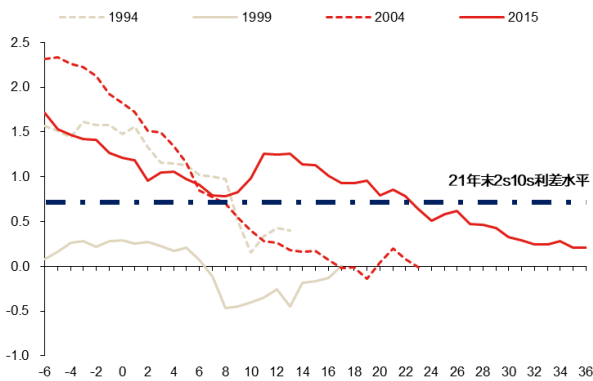
图 2：5s30s 美债期限利差（%）：2021 年全年



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

在2021年底，也即22年开年长端利率飙升之前，美债短端利率走高，长端利率持续震荡，2s10s期限利差收窄至77bp（12月30日）。由于短端利率在更大程度上跟随政策利率，而长端利率的驱动成分复杂，加息周期当中期限利差往往持续收窄，接近0（收益率曲线倒挂）时则成为衰退信号和金融系统正常运行的重大隐患。从最近历史上的4次加息周期和期限利差的关系来看，加息周期当中期限利差均伴随加息持续下行。其中的3轮加息启动时，2s10s期限利差空间都显著高于21年底水平，21年底水平对应上述加息周期中途。77bp的期限利差水平，对应历史上平均剩余可操作的加息次数为5.5次，加息幅度约为1.5%，远不足以支撑联储完成全程加息。

图3：过去4轮加息周期前后的2s10s美债期限利差水平



数据来源：Wind、东方证券研究所（横轴表示第一次加息前/后的月份数）

图4：过去2s10s利差至当前水平后，加息周期剩余次数、幅度，及距离首次降息月份数

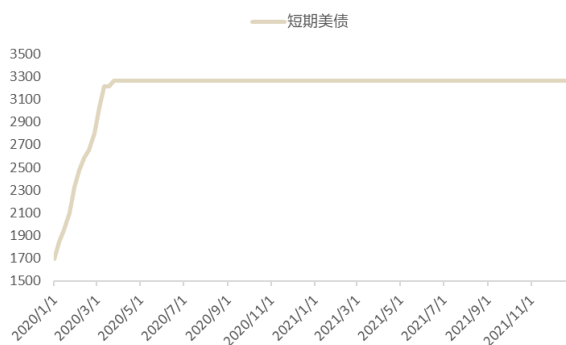
	加息空间 (%)	加息次数	降息于x个月启动
1994	0.5	1	7
1999	1.75	6	18
2004	2.75	10	30
2015	1.25	5	21
平均	1.56	5.5	19

数据来源：Wind、东方证券研究所（1999年加息周期全程利差低于当前水平，至降息的月份统计为首次加息至首次降息）

如何打开加息的政策空间？对于联储来说，这个问题约等于如何更加有效地推升长端利率，此时美联储将目光投向其资产负债表——

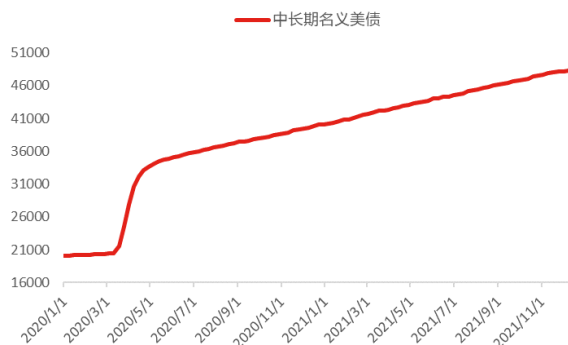
疫情以来，美联储资产负债表大幅度扩张，其中资产端主要来自于增持美债的贡献。从2020年初至2021年末，美联储资产负债表上持有美债规模从2.3万亿上升到5.6万亿，期间约增持了3.3万亿美债。更重要的是，从期限结构来看，美联储持有美债的规模扩张全部来自于中长期美债。美联储从2019年底开始在短暂的技术性扩表中增持短期美债，但是在疫情爆发前就已经停止增持，此后增持与到期相抵，使得联储账上的短期美债规模稳定在3260亿。同时，自2020年3月开始，美联储通过一级市场拍卖和二级市场的资产购买（QE）快速拉升持有中长期美债规模，从疫情前的约2万亿提升至当前近4.9万亿左右，增加了近2.9万亿。因此，如果美联储启动缩表，逐渐抹平疫情期间账上持有美债的规模变化，将非常明显地侧重于对中长期美债的冲击，给长端利率带来向上的拉动。上一轮货币政策正常化，联储在2017年10月启动缩表，10年期美债收益率随后大幅持续上行近1个百分点。而当前联储持有中长期美债规模较上轮更大，理论上缩表的步伐也会跨得更大、更紧，缩表因素对长端利率的影响幅度可能较上轮缩表更加显著。

图 5：美联储疫情期间持有的短期美债规模（亿美元）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 6：美联储疫情期间持有的中长期美债规模（亿美元）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

政策预期管理上，2021 年底，联储的政策沟通当中已经零星出现缩表的身影。2022 年初，美联储公布了 12 月利率会议声明，其中出现大篇幅的缩表讨论，由此彻底触发了缩表恐慌，缩表影响开始在市场上定价。

图 7：联储近期关于缩表的沟通表述

身份	时间	倾向	2022投票权	表述
堪萨斯联储	2021.10.14	--	--	在 "When Normalizing Monetary Policy, the Order of Operations Matters" 关于货币正常化操作步骤上，认为美联储在加息前缩表有利于阻止未来货币政策正常化后收益率倒挂、支撑银行净息差。
圣路易斯联储主席	2021.11.16	鹰派	轮值	"我们应该在Taper结束后进行缩表，而不是再等一段时间"。
FOMC理事	2021.12.15	鹰派	永久	美联储应该在3月份完成Taper后不久，开启第一次加息，之后立即开启缩表。其建议美联储资产负债应在GDP的20%，而不是目前的36%。
美联储主席 FOMC理事会主席	2021.12.17	鸽派	永久	在12月FOMC会议后其表示，虽然尚未决定何时开始缩表，但“在接下来的会议中政策会有转向”；此次缩表同上次缩表经济形势大不相同，可能需要尽快结束。
堪萨斯联储主席	2022.01.11	鹰派	轮值	美联储应迅速减少其 8.5 万亿美元的巨额债券持有量，以帮助遏制美国近 40 年来的最高通胀。

数据来源：Fed、东方证券研究所

2 基线情形：本轮缩表的规模可能多大？持续多久？

对缩表影响的估计首先建立在缩表的体量预期之上。我们提到当前联储持有美债体量超过上轮缩表前夕，本轮缩表的幅度将会更大。具体来看，有没有对本轮缩表跨度、节奏的大致预期？

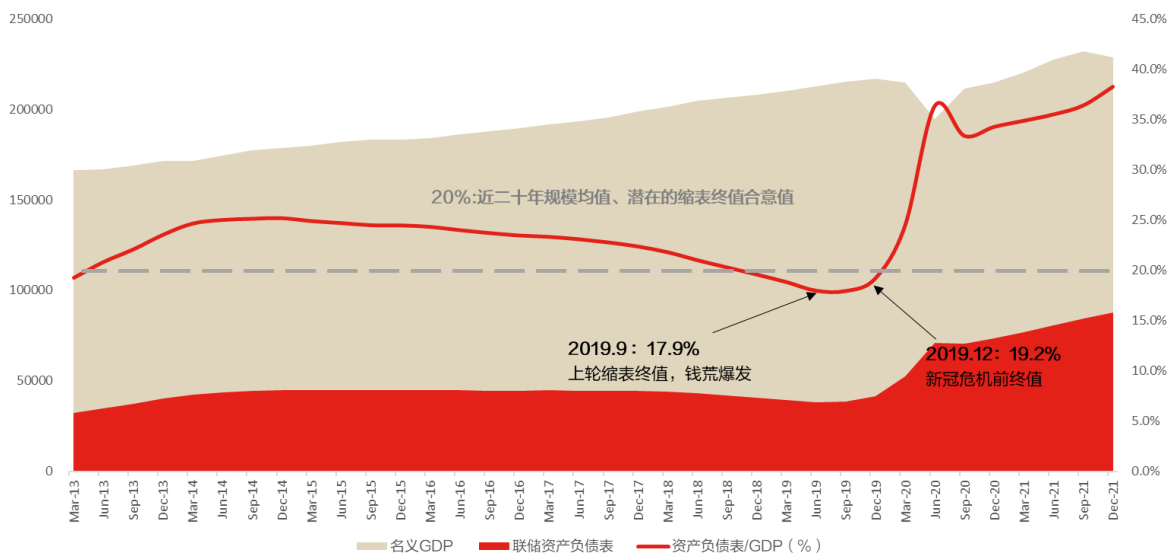
幅度：或锚定 20%左右水平

首先是跨度，我们梳理发现目前最合适的对本轮缩表幅度（联储资产负债表终点规模）基线情形的大致估计，可能来自于近期联储官员表态与以往资产负债表操作实证经验的结合——

- 1) **联储官员表态**：2021 年 12 月，联储理事沃勒曾在谈到缩表时表示合意的央行资产负债表规模应为 GDP 的 20%左右；
- 2) **上轮缩表经验**：上轮缩表结束时，美联储资产负债表规模为 GDP 的 17.9%。值得注意的是在这一资产负债表规模水平上，美国金融系统一度发生了严重的“钱荒”（2019 年 9 月，回购危机），并最终在客观上迫使缩表进程终结。因此这个数字更有可能作为经验提供的缩表“警戒线”。

最后一个关键的数字：在进入本轮新冠疫情危机之前，联储资产负债表规模的最后读数（19 年底）为 19.2%。这样，我们就可以理解联储官员谈及本轮缩表时锚定 20%这一数字并非随意给出，虽然在未来真正宣布缩表时，联储并不一定要向市场给出终值目标，但是三点一线在 20%左右的水平上贯穿，我们认为可以将其视作美联储意向中的缩表终值参考。

图 8：美联储资产负债表规模、名义 GDP 规模（万亿美元）及比值



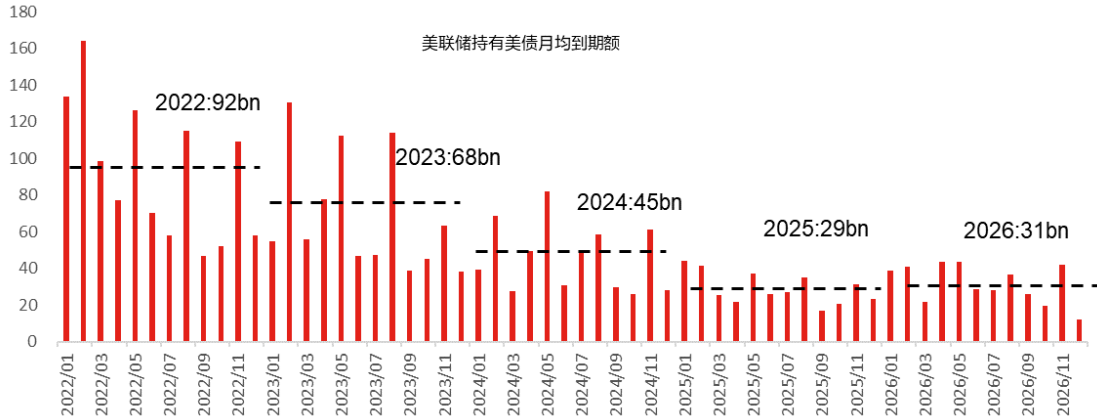
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

节奏：大概率采取被动赎回，赎回上限高于上轮，2026 年底完成

被动赎回：其次是节奏，美联储持有债券规模的维持主要通过一级市场拍卖和二级市场交易完成。缩表通常采取的是的债券持有至到期后不续的被动操作（可叫做赎回），继而到期债券相应的规模就从美联储资产负债表上减去。被动赎回的好处是，美联储账户持有的每月到期的美债规模是公开信息，市场可以完美在事前观测，保证联储政策的可预测性。

赎回上限：美联储还会为每月的被动赎回设置一个上限，比如上一轮美债的月度赎回上限是 300 亿。这意味着，如果当月到期 500 亿，那么联储会再投资 200 亿，缩表规模 300 亿；如果当月到期 200 亿，那么缩表规模就是 200 亿。设置赎回上限的好处是，规避了月度缩表规模大幅波动的可能性，保证联储政策的稳定性。

图 9：当前美联储持有美债每月到期规模（十亿美元）



数据来源：NY Fed、东方证券研究所

从当前联储持有美债的到期情况来看（图 9）：2022 年持有美债的月均到期额高达 920 亿，2023 年 680 亿，2024 年 450 亿。这意味着——

- 1) 被动赎回可以实现的缩表节奏已经足够快，2022、2023、2024 年，月度到期额均远高于上轮的每月 300 亿上限，美联储没有必要主动卖出；
- 2) 到期分布方差大，2022-2023 有 8 个月份出现超 1000 亿的天量到期额，因此美联储仍然需要设置一个赎回上限，以保证缩表操作对市场冲击可控。

节奏方面，2021 年 12 月份鲍威尔本人曾提及鉴于更热的经济和更大的表，本轮缩表如果启动，可能节奏要更快。如果按照当前联储对提前缩表风险情形的讨论，那么起点最早是 6 月（最早的加息时点的 1-2 次后），最晚 12 月（规避中期选举的时间窗口同时仍然属提前缩表）。

给出本轮缩表的基线情形

结合我们对美联储资产负债表潜在的合意规模的推断，我们就可以描述本轮缩表节奏和路径的基线情形——

1) 名义 GDP 采用预测值，以约占名义 GDP 的 60% 的净资产负债规模作为基线，例如当净资产

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_36235

