

美联储缩表，这轮有何不同？

美联储缩表行将开启在即，鉴于上轮缩表周期的参考意义有限，我们系统梳理了本轮缩表周期主要的不同之处、可能的演化路径及市场影响，供您参考。

■ 美联储启动加息周期后，缩表计划也提上日程

近期，美联储吹风 5 月加息 50bp 的同时，也在提前“预热”5 月可能启动缩表。美联储在 3 月启动加息以来，多名委员吹风 5 月加息 50bp。受此影响，市场普遍押注美联储 5 月加息 50bp、2022 全年至少加息 250bp。加息预期升温的同时，美联储最新公布的 3 月会议纪要，“预热”5 月可能启动缩表。具体来看，缩表上限定为每月 600 亿美债及 350 亿 MBS，或将在 3 个月左右达到上限。

不过，由于缺少足够的历史可比经验，市场对美联储缩表预期的消化主要参考上轮缩表周期。经验显示，美联储加息操作，对美债中短端利率的影响更为直接，对长端利率的影响相对间接。与加息操作不同，再综合考虑美联储持有的美债期限结构来看，缩表对美债长端利率的推升作用更为直接。不过，由于缺少足够的历史可比经验，市场对缩表预期的消化眼下主要锚定 2017-2019 年缩表周期。

■ 与上轮相比，美联储本轮缩表或有着诸多不同

与 2017 年相比，美联储本轮缩表节奏更快、力度更大，释放的紧缩信号更强。美联储上轮政策正常化的推进节奏缓慢，在加息 4 次后才启动缩表，“酝酿”时间极长；并且首月缩减目标定为 60 亿美债及 40 亿 MBS，在经历 4 个季度后才达到每月 300 亿美债及 200 元 MBS 的缩减上限。不同与上轮，美联储本轮加息与缩表间隔较短，且最快在 1 个季度左右达到每月 600 亿及 350 亿的缩减上限。

不同于 2017 年，当下美国经济增长维持韧性的同时，通胀压力“高烧不退”，使得美联储政策正常化持续加速。疫后美国财政、货币双宽松下，经济快速从衰退走向强力复苏。但在经济回归常态化的过程中，因忌惮于疫情反复，货币政策等正常化进程明显滞后。不过，2021 年下半年以来，就业市场强劲指向美国经济增长维持韧性，同时，通胀压力持续超预期，使得美联储政策正常化持续加速。

■ 美联储政策正常化加快，仍将阶段性扰动市场

在通胀持续超预期的背景下，为了维护公信力，美联储加快收紧政策的决心不宜被低估。美联储货币政策的公信力，很大程度上源于对通胀预期的有效管理。在通胀压力缓和之前，不宜低估美联储加快收紧政策的决心。考虑到加息周期下，美债收益率曲线往往趋于扁平化，易抑制美国银行的放贷意愿。为了合理引导预期、避免美债期限利差过度倒挂的不利影响，主动缩表也在美联储考虑范围内。

未来一段时期，对美联储缩表预期的进一步消化过程中，全球资本市场或保持高波动。从时间、节奏及力度来看，更早、更快、更强缩表，或释放出更紧的紧缩信号。为了更好地捕捉缩表对流动性环境的影响，美联储隔夜逆回购操作规模等指标值得重点关注。中短期来看，对美联储缩表预期的消化过程中，作为资产定价的锚，美债长端利率或仍将延续上行趋势，使得全球资本市场保持高波动。

风险提示：美联储核心通胀居高不下；美国就业修复不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

1、周度专题：美联储缩表，这轮有何不同？	4
1.1、美联储启动加息周期后，缩表计划也提上日程	4
1.2、与上轮相比，美联储本轮缩表或有着诸多不同	7
1.3、美联储政策正常化加快，仍将阶段性扰动市场	9
2、数据跟踪：美国 3 月服务业 PMI 回升，欧元区服务业 PMI 创新高	11
2.1、美国经济跟踪：美国 3 月服务业 PMI 回升，耐用品订单回落	11
2.2、欧洲经济跟踪：欧元区 3 月服务业 PMI 指数创新高	14
3、重点关注：美国 3 月 CPI 数据	15
风险提示：	16

图表目录

图表 1：美联储多名委员吹风 5 月加息 50bp，引发加息预期进一步升温	4
图表 2：美联储 5 月加息 50bp 的概率接近 8 成	5
图表 3：市场普遍押注美联储 2022 年全年加息 250bp	5
图表 4：2014 年 9 月会议，美联储公布《货币政策正常化原则及计划》	5
图表 5：美联储 1 月公布了最新的《缩表原则》	6
图表 6：美联储在 3 月会议纪要里再次“预热”缩表	6
图表 7：美联储加息前后，10Y 美债收益率走势	6
图表 8：美联储加息前后，对美债期限利差影响	6
图表 9：2017-2019 年缩表周期，10Y、2Y 美债收益率同步上行，但期限利差在持续走扩	7
图表 10：美联储上次是在加息 4 次后启动缩表	7
图表 11：美联储上次缩表速度缓慢	7
图表 12：2022 年，美联储约 1 万亿美元美债面临到期	8
图表 13：其中，2022 年到期美债以中长期为主	8
图表 14：起于 2017 年 10 月的缩表，影响有限	8
图表 15：本轮美联储缩表的影响或远超 2017 年	8
图表 16：美联储货币政策正常化启动偏晚	8
图表 17：美联储认定“充分就业”且通胀高烧难退	8
图表 18：美国企业的招工需求依然强劲	9
图表 19：美国“菲利普斯曲线”向右上方移动	9
图表 20：美联储在 12 月已经调高了通胀预测	9
图表 21：美国通胀预期存在阶段性“脱锚”风险	9
图表 22：美债收益率曲线越发“扁平化”	10
图表 23：美债期限利差倒挂，易抑制银行的放贷意愿	10
图表 24：美联储逆回购规模等值得重点关注	10
图表 25：SOFR 利率等也值得关注	10

图表 26: 美联储增持了更多的超长期美债.....	11
图表 27: 全球市场或仍将保持高波动.....	11
图表 28: 美国 3 月服务业 PMI 走强.....	11
图表 29: 美国 3 月服务业 PMI 超季节性回升.....	11
图表 30: 美国线下活动趋于修复.....	12
图表 31: 美国航空出行人数越发接近疫情前水平.....	12
图表 32: 美国服务业 PMI 新订单、商业活动指数上升.....	12
图表 33: 美国服务业 PMI 主要分项连续高于荣枯线.....	12
图表 34: PMI 商业活动、新订单、就业指数均上升.....	12
图表 35: PMI 物价指数持续高位运行.....	12
图表 36: 3 月商业活动小幅上升, 环比低于平均变幅.....	13
图表 37: 3 月新订单指数上升, 环比高于平均变幅.....	13
图表 38: 3 月就业指数上升, 环比远高于平均变幅.....	13
图表 39: 3 月供应商交付指数显著下降.....	13
图表 40: 3 月库存指数上升, 环比高于平均变幅.....	13
图表 41: 3 月物价指数上升, 环比略高于平均变幅.....	13
图表 42: 当周, 美国初请失业金人数差于预期.....	14
图表 43: 当周, 美国 EIA 原油库存回升.....	14
图表 44: 欧元区服务业 PMI 创去年 11 月以来新高.....	14
图表 45: 欧元区 3 月服务业 PMI 高于历史平均变幅.....	14
图表 46: 德国 3 月服务业 PMI 创去年 9 月以来新高.....	15
图表 47: 德国 3 月服务业 PMI 高于历史平均变幅.....	15
图表 48: 下周海外重点数据发布日期情况.....	15

1、周度专题：美联储缩表，这轮有何不同？

美联储缩表行将开启在即，鉴于上轮缩表周期的参考意义有限，我们系统梳理了本轮缩表周期主要的不同之处、可能的演化路径及市场影响，供您参考。

1.1、美联储启动加息周期后，缩表计划也提上日程

美联储在 3 月启动加息周期以来，多名委员吹风 5 月加息 50bp，引发加息预期进一步升温。近期，美联储核心官员的态度进一步转“鹰”¹。美联储主席鲍威尔明确表示，“考虑加息 50 个基点的选项、以及将政策利率上调至中性利率之上”。2022 年 FOMC 票委、圣路易斯联储主席布拉德的表态更为鹰派，“支持美联储在 2022 年下半年将利率升至 3%-3.25%”。受此影响，市场对普遍押注美联储 5 月加息 50bp、2022 全年至少加息 250bp。

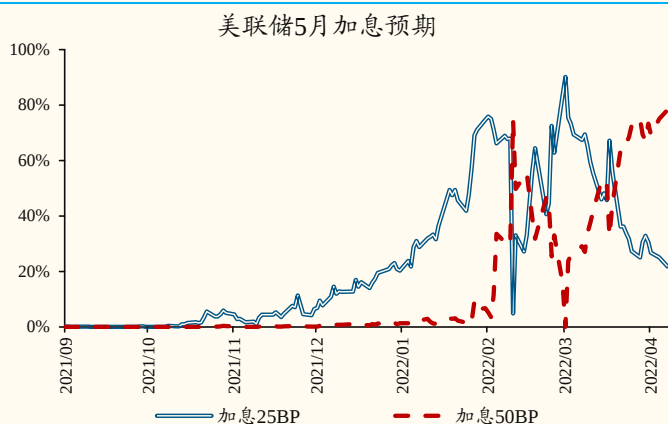
图表 1：美联储多名委员吹风 5 月加息 50bp，引发加息预期进一步升温

姓名	职位	投票状态	过去表态	最新表态
Jerome Powell	主席	常任	通胀可能会比预期的更高更持久，将在 2022 年加息并缩表，倾向于 3 月加息 25 个基点，不排除在一次或多次会议上加息 50 个基点；缩表会在加息后开始，通过可预期的调整再投资方式进行，将在下次 FOMC 会议上确定缩表进度；最快 5 月公布缩表计划，框架将与上一次相似，但速度更快。	如有需要，美联储将加息 25 个基点以上，考虑加息 50 个基点的选项，考虑加息至中性利率之上；在即将召开的会议上，美联储将开始为期超过 3 年的缩减资产负债表进程。明年经济衰退的可能性没有上升。
Lael Brainard	副主席	常任	维持 2% 的通胀是美联储的目标，目前暂时性的因素不能提供太多的信号。努力降低通胀是美联储目前“最重要的任务”，将使用强有力工具来遏制通胀；一旦债券购买计划结束，就会开始加息。	加息和缩减资产负债表的综合影响，将使货币政策在今年晚些时候变得更加中性；可能最快将在 5 月快速收缩资产负债表，预计缩表速度会比之前的复苏速度快得多；预计与 2017-2019 年相比，缩表最高限额将大大增加，缩债期限也将缩短。
John C. Williams	纽约联储主席	常任	鉴于当前劳动力市场非常强劲的迹象，美联储正在接近做出逐步加息的决定；美联储可能不会像过去那样等待很久才开始缩减资产负债表。	考虑在会议上提高 50 个基点
Michelle Bowman	理事	常任	通胀已经上升，未来还会上升	支持在 3 月加息，现在判断美联储是否会在 3 月加息 50 个基点还为时过早。
Chris Waller	理事	常任	2022 年加息三次仍是良好的基准预测，如果通货膨胀率居高不下，可能会有 4 次甚至 5 次的加息。支持缩表不晚于 7 月开始；考虑在接下来的某几次会议上加息 50 个基点；倾向于在下次或下次会议上开始缩表。	抵押贷款利率的反弹、房价的上涨使公民难以负担房价，租金将在明年有所缓解，后续可能会考虑出售住房抵押贷款支持证券，收紧资产负债表将对更长的利率产生影响
Patrick Harker	费城联储主席（代替）	2022 年	如果供应链问题等导致通胀上升的因素没有得到缓解，美联储今年可能会加息 4 次，致力于确保美联储今年开始缩表。加息是有计划的，不排除在下次会议加息 50 个基点，但也不会做出承诺。	预计美联储将很快开始缩减其资产负债表，将会有一系列有计划的加息。紧缩政策不能过于激进以至于带来经济衰退风险。
James Bullard	圣路易斯联储主席	2022 年	3 月加息幅度应为 50bp，这是和削减资产负债表将是应对通胀的“更合适”方式；建议今年将联邦基金利率提高到 3% 以上。应该立刻开始缩表，缩表进程可以比上次更快，如有必要，考虑出售资产，50 个基点的加息肯定会出现，美联储应该开始缩表	即使在金融市场收紧的情况下，美联储在抗击通胀方面仍落后于形势。对抗高通胀所需的联邦基金利率在 3.5% 左右，而当前的利率为 0.25%-0.5%，需要尽快提高政策利率，支持美联储在 2022 年下半年将利率升至 3%-3.25%。目前市场已经消化了缩表的前景，住房抵押贷款证券出售是未来可能要考虑的问题。
Loretta Mester	克利夫兰联储主席	2022 年	经济处于充分就业状态。支持提高利率，并可以更快地削减资产负债表。预计年底通胀率将达到 3.5% 至 4%，甚至更高；将先从 25 个基点的加息开始，接下来数月持续加息。	今年可能需要数次 50 个基点的加息，倾向于在 2022 年底前将利率提高到 2.5%，预计 2023 年将在中性水平之上进一步加息。2023 年可能需要将政策利率提高到中性水平以上。缩表不会是对抗通胀的主要工具，不担心在同一次会议上开始减少资产负债表并提高利率，支持启动缩债流程。预计今年通货膨胀率会下降，但不会回到 2%
Esther L. George	堪萨斯联储主席	2022 年	通胀预期指标上升。现在说 FOMC 是否应该 3 月加息 50 个基点还为时过早，在非会议期间加息是为紧急情况而保留的。美联储应该考虑资产出售以遏制通胀。	加息 50 个基点是必须考虑的选择。5 月的调整需要超过中立政策才能抑制通胀。

来源：Fed、国金证券研究所

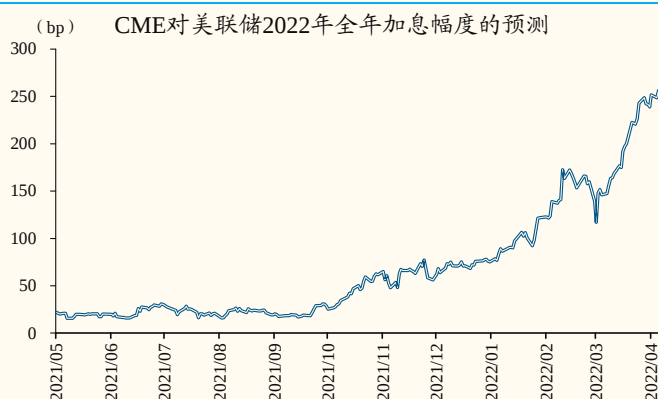
¹ 波士顿联邦储备银行新任主席 Susan Collins 将于 7 月 1 日上任，此前由费城联储主席 Patrick Harker 代替投票。

图表 2: 美联储5月加息50bp的概率接近8成



来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 市场普遍押注美联储2022年全年加息250bp



来源: Wind、国金证券研究所

与此同时，美联储最新公布的 3 月会议纪要，也在提前“预热”5 月可能启动缩表。美联储在 1 月会议中公布了最新的《缩表原则》，但未点明缩表时点及节奏。具体来看，美联储认为“调整联邦基金利率目标区间是其调整货币政策立场的主要手段。”，重申“加息后以可预见的方式缩表，主要方式是持有的美债到期不续”。在最新公布的 3 月会议纪要里，美联储预计最早或将在 5 月加息会议上启动缩表，缩表上限定为每月缩减 600 亿美元美债及 350 亿美元 MBS，最快或将在 3 个月左右达到缩表上限。

图表 4: 2014 年 9 月会议，美联储公布《货币政策正常化原则及计划》

货币政策正常化原则及计划	
加息	缩表
FOMC 将判定政策正常化的合适时机和速度——这意味着为 上调联邦基金利率及其他短期利率至更加正常的水平 所需采取的步骤	FOMC 计划以渐进的、可预见的方式来降低美联储的证券持有量，主要方式是 停止将“系统公开市场账户”中持有的证券的本金还款用于再投资
1、当经济状况和经济前景令 FOMC 有理由采取不那么宽松的货币政策时，FOMC 将上调联邦基金利率的目标区间。	1、在开始上调联邦基金利率的目标区间以后，FOMC 预计将停止或开始逐步取消再投资；其时机将有赖于经济和金融状况以及经济前景的演变发展。
2、在正常化期间，美联储计划 主要通过调整超额准备金利率 的方式来令联邦基金利率达到 FOMC 设定的目标区间。	2、FOMC 目前并不预计出售机构抵押贷款支持债券将成为 支持程序的一部分 ，但从长期来看，可能有理由进行有限的出售以降低或完全消除残余的证券持有量。任何出售交易的时间和速度都将提前通知公众。
3、在正常化期间，美联储计划使用一种隔夜准备金回购协议安排及其他必要的补充性工具来帮助控制联邦基金利率。FOMC 将仅在必要程度上使用一种隔夜准备金回购协议安排，并将在不再需要利用这种安排来帮助控制联邦基金利率时逐步撤回。	3、长期来看美联储将仅持有可用于有效和高效实施货币政策的证券， 并将主要持有美国国债 ，从而最小化美联储证券持有量对各个经济领域中信贷配置的影响。

来源: Fed、国金证券研究所

图表 5：美联储 1 月公布了最新的《缩表原则》

《缩表原则》 (Principles for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet)
委员会认为调整联邦基金利率目标区间是其调整货币政策立场的主要手段。
委员会将确定缩减美联储资产负债表规模的时机和步伐，以促进其最大就业和物价稳定目标。委员会预计，在提高联邦基金利率目标范围的过程开始后，美联储将开始缩减资产负债表规模。
委员会打算主要通过调整从系统公开市场账户（SOMA）中持有的证券收到的本金再投资金额，以可预测、（删去“渐进的”）的方式随着时间的推移减少美联储的证券持有量。
随着时间的推移，委员会打算在其充足的准备金制度下将证券持有量维持在有效实施货币政策所需的数量上。
从长远来看，委员会打算在 SOMA 中主要持有美国国债，从而最大限度地减少美联储持有的对跨经济部门信贷分配的影响。
委员会准备根据经济和金融发展调整其缩小资产负债表规模的方法的任何细节。

来源：Fed、国金证券研究所

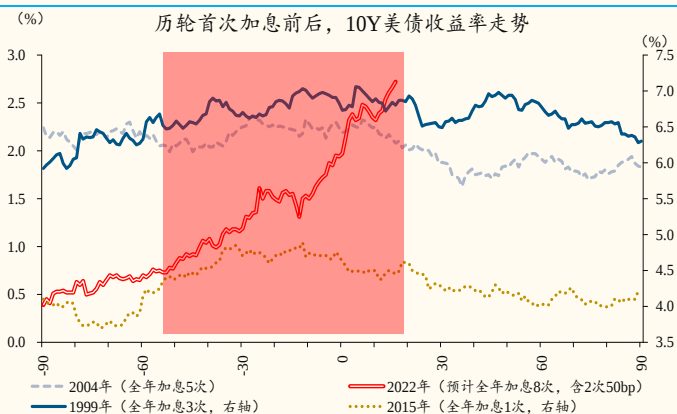
图表 6：美联储在 3 月会议纪要里再次“预热”缩表

要点	内容
缩表时间	最早或将在 5 月议息会议上启动缩表
缩表上限	每月缩减 600 亿美元美债+350 亿美元 MBS
缩表节奏	最快或在 3 个月左右达到缩表上限
缩表终点	高度不确定，可能缩减至“充足准备金”附近的水平，货币市场流动性是重要观测指标

来源：Fed、国金证券研究所

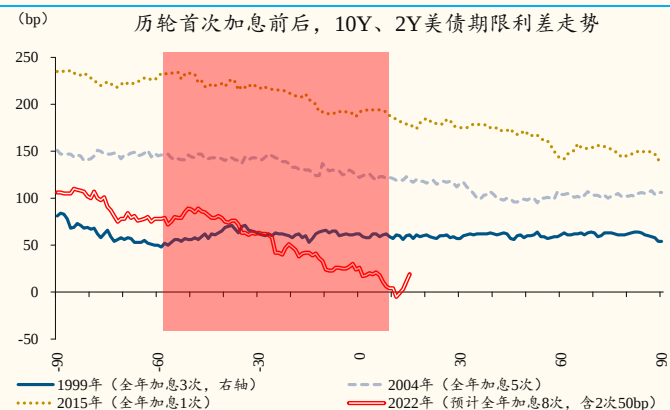
不过，由于缺少足够的历史可比经验，市场对缩表预期的消化以参考上轮缩表周期为主。美联储加息操作，对美债中短端利率的影响更为直接，对美债长端利率的影响相对间接。与加息操作不同，再综合考虑美联储持有的美债期限结构来看，缩表对美债长端利率的推升作用更为直接。不过，由于缺少足够的历史可比经验，市场对缩表预期的消化眼下主要锚定 2017-2019 年缩表周期。

图表 7：美联储加息前后，10Y 美债收益率走势



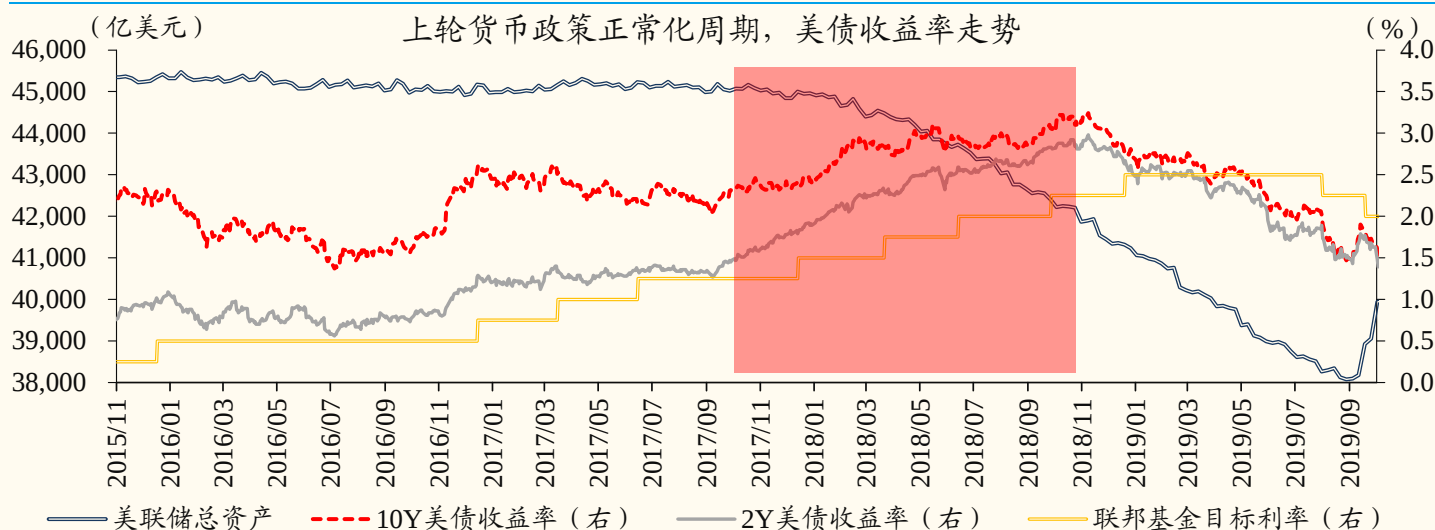
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：美联储加息前后，对美债期限利差影响



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：2017-2019 年缩表周期，10Y、2Y 美债收益率同步上行，但期限利差在持续走扩

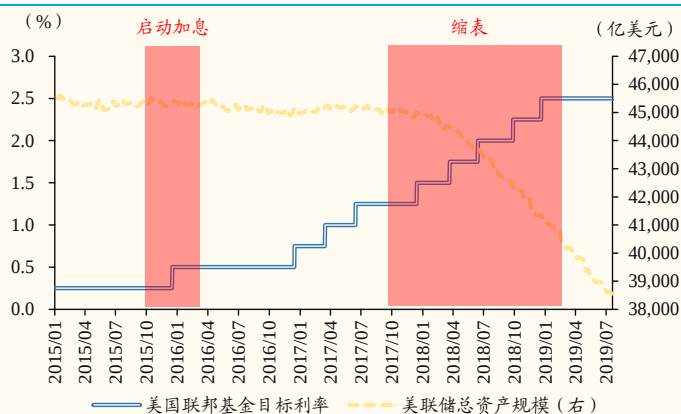


来源：Wind、国金证券研究所

1.2、与上轮相比，美联储本轮缩表或有着诸多不同

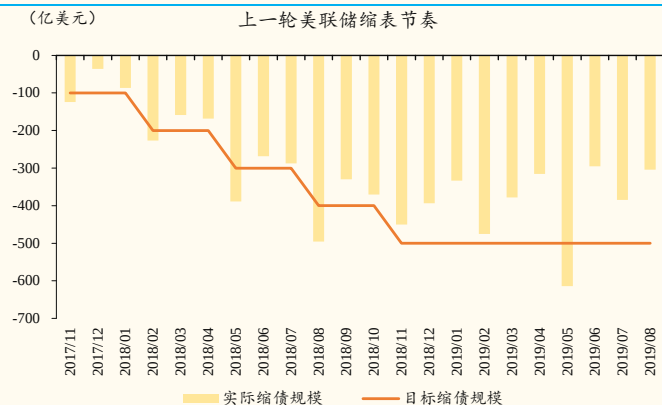
与上轮不同的是，本轮缩表预计将于首次加息后启动，“酝酿期”明显缩短。历史回溯来看，美联储上轮政策正常化的推进节奏缓慢，在加息 4 次后才启动缩表，“酝酿”时间极长。从最新跟踪来看，美联储在 12 月会议纪要中明确表示，“几乎所有与会者都同意在首次加息后启动缩表”，再考虑到 3 月加息已经落地，本轮缩表的“酝酿期”更短，最早或将于 5 月启动。

图表 10：美联储上次是在加息 4 次后启动缩表



来源：Wind、国金证券研究所

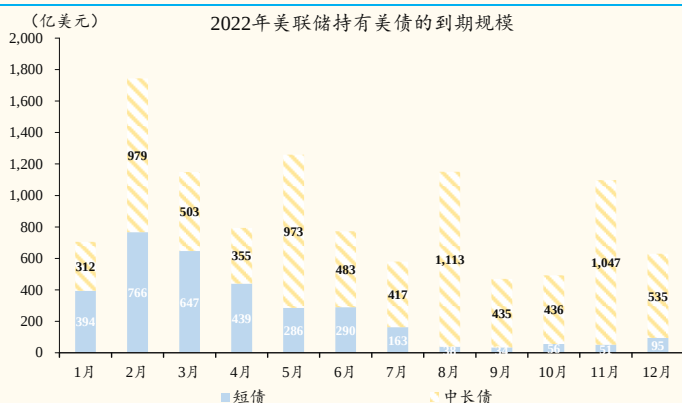
图表 11：美联储上次缩表速度缓慢



来源：Wind、国金证券研究所

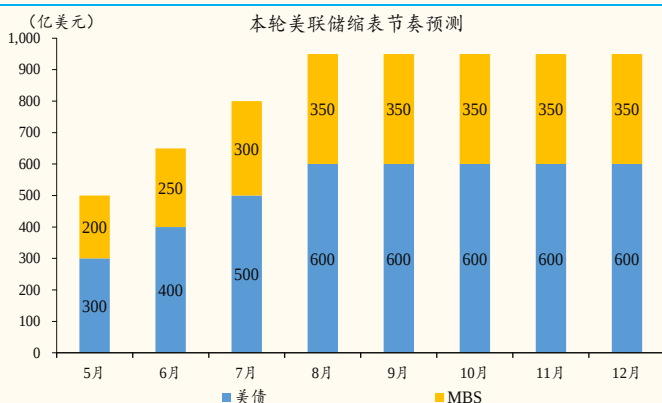
上轮缩表节奏缓慢、力度有限，相比而言，本轮缩表的节奏与力度都将大幅提升。回顾美联储 2017 年-2019 年缩表历程，美联储启动缩表时将每月缩减目标定为 60 亿美元美债及 40 亿美元 MBS，在经历 4 个季度后才达到每月 300 亿美元美债及 200 亿美元 MBS 的缩减上限。结合 3 月会议纪要来看，美联储最早可能在 5 月启动缩表，并将首月的缩减目标定为 300 亿美元美债及 200 亿美元的 MBS，最快或在 1 个季度后达到每月 600 亿美元及 350 亿美元的缩减上限。显而易见，美联储本轮缩表的节奏与力度都将大幅提升。

图表 12: 2022 年, 美联储约 1 万亿美元美债面临到期



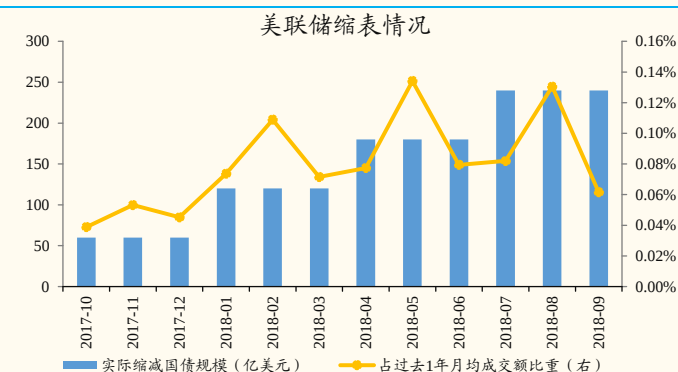
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 其中, 2022 年到期美债以中长期为主



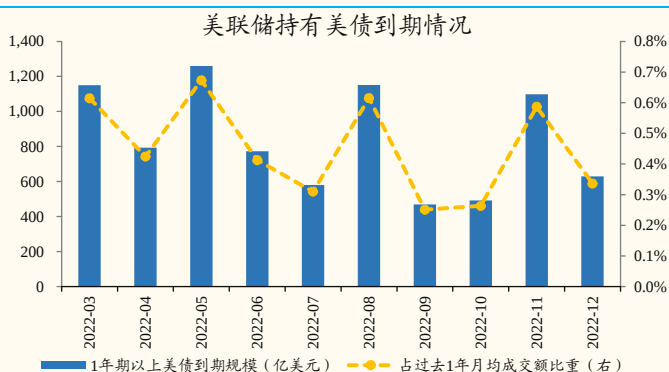
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 起于 2017 年 10 月的缩表, 影响有限



来源: SIFMA、国金证券研究所

图表 15: 本轮美联储缩表的影响或远超 2017 年



来源: SIFMA、国金证券研究所

不同于 2017 年的高增长、低通胀, 当下美国经济增长虽然维持韧性, 但通胀压力“高烧不退”的背景下, 美联储政策正常化持续加速。疫情爆发后, 美国财政、货币双宽松下, 经济快速从衰退走向强力复苏。但在经济回归常态化的过程中, 由于忌惮于疫情反复的影响, 货币政策等的正常化进程明显滞后。不过, 2021 年下半年以来, 就业市场强劲指向美国经济增长维持韧性, 同时, 通胀压力持续超预期, 使得美联储持续加快政策正常化进程。

图表 16: 美联储货币政策正常化启动偏晚

(%)

图表 17: 美联储认定“充分就业”且通胀高烧难退

(2008/1=100) 美国非农就业人数及通胀走势 (%)

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_40131

