宏观深度报告 20220505

# 美联储缩表影响市场的三大猜想

2022 年 05 月 05 日

证券分析师 陶川
执业证书：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
证券分析师 李思琪
执业证书：S0600522010001
lisq@dwzq.com.cn

相关研究

《五一海外市场回顾：金融状况略有回暖，海外央行集体转鹰》
2022-05-04

《加息 50bp+缩表：多紧才算更紧？》
2022-05-04

《常态化核酸检测的经济账》
2022-05-02

- **美联储急于缩减资产负债表远超市场预期。根据疫情以来美国政治经济环境的变化，我们认为原因有三。**一是通胀尚未见顶，超出美联储预期，单纯依靠加息则紧缩力度不足；二是扩表对金融体系带来过多干扰；三是提升资产负债表质量，为未知的风险储备政策空间。
- **美联储计划自 6 月开始以每月 475 亿美元的节奏缩表，预计将在 3 个月后将缩减规模提升至 950 亿美元上限，边际更偏鸽派。同时，为避免美债期限利差倒挂，本次缩表美联储会率先减持 T-Notes 和 T-Bonds，仅在每月到期量不及缩表规模上限的情况下停止对 T-Bills 的再投资操作。**目前年内美联储所持有的美国国债每月到期规模均超 600 亿美元缩表上限，美联储具备快速缩减美国国债持有规模的基础。然而，在住房抵押贷款利率快速上行的情况下，MBS 提前还款量将有所下降，若以纽约联储提到的基准情况测算，美联储最早将于 3 季度开始主动卖出 MBS。
- **对于最终规模，我们认为这可以归结为准备金和其他非货币负债的合意规模为多大，而这里的关键问题是美联储计划在未来实施怎样的货币政策。**美联储理事沃勒曾于 2021 年 12 月表示，美联储资产负债表占名义 GDP 的 20%左右是合理的，那么缩表周期将为 3 年。但在当前美联储的政策框架下，维持合理充裕的准备金规模尤为重要。若总量充裕，即便未来流动性收缩、准备金供给减少，其对联邦基金利率的影响也将有限。因此我们认为最终的资产负债表规模很可能比沃勒所估计的要高。
- **结合历史缩表后的市场表现，我们提出以下三大猜想：**第一，若缩表规模在年内达到上限，同时在加息 2-3 次 50bp 后减小到单次 25bp，10 年期美债利率有在四季度前后破 3.2%并见顶回落的可能；第二，资金从新兴市场流出情况加剧，在美国经济一枝独秀的情况下，美国将成为资金的避风港，年内美元指数或将继续上行至 108；第三，美联储加大紧缩力度控制通胀将使实际中美利差继续缩窄，我国货币政策发力空间再度缩小，降息可能较低，但不排除国常会再度推动降准可能，年内空间在 50bp-100bp 之间。此外，人民银行或将加强结构性货币政策的使用同时通过调整存款基准利率相关政策、CBS 等工具发力，为银行降低资金成本，加大信贷投放以支持实体经济发展。

- **风险提示：**美联储政策超预期，地缘政治风险加剧，疫情扰动超预期



请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 内容目录

**1. 为何美联储急于缩减资产负债表？ ..... 4**
1.1. 本次美联储缩表推进速度较 2017-2019 年明显加快 ..... 4
1.2. 美联储缩表计划边际更偏鸽派 ..... 4
1.3. 影响美联储加快缩表进程的因素有哪些？ ..... 4
1.3.1. 疫情以来，美联储扩表规模已超金融危机时期 ..... 4
1.3.2. 美联储急于缩表的主因有哪些？ ..... 6
**2. 美联储缩表路径展望 ..... 7**
2.1. 美联储具备快速缩表基础，主动出售 MBS 可能性较大 ..... 7
2.2. 美联储资产负债表的最终规模 ..... 9
**3. 美联储缩表对全球资本市场及我国货币政策的影响 ..... 11**
3.1. 缩表对美国流动性的干扰有限 ..... 11
3.2. 以史为鉴，缩表对市场影响几何？ ..... 12
3.3. 美联储加息影响市场的三大猜想 ..... 15
**4. 风险提示 ..... 16**


请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 图表目录

图 1： 此次扩表规模已超金融危机时期.....5
图 2： 此次扩表规模已超金融危机时期：资产端变化情况明细.....5
图 3： SOMA 持仓情况.....6
图 4： 美联储国债、MBS 持有量占比已超金融危机时期.....6
图 5： 美联储具备快速缩减美国国债持有规模的基础.....7
图 6： 住房按揭抵押贷款利率创下 12 年新高.....8
图 7： 美联储最早将于 3 季度开始主动卖出 MBS.....9
图 8： 准备金规模大幅上升.....9
图 9： 准备金规模是否充裕的比较示意图.....10
图 10： 若美联储决定将资产负债表缩减至疫情前水平，那么缩表周期将为 3 年左右.....11
图 11： 美国金融状况指数与 TED 利差.....12
图 12： 美国金融状况指数与 S&P 500.....12
图 13： 上一轮缩表期间，SOFR 频频突破联邦基金目标利率上限.....13
图 14： 历史 8 次缩表情形梳理.....14
图 15： 2017 年缩表期间，美股、美元收益较好.....14


请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 1. 为何美联储急于缩减资产负债表？

## 1.1. 本次美联储缩表推进速度较 2017-2019 年明显加快

**从 taper 到缩表，本次美联储紧缩节奏大超预期。**与金融危机时期的量化宽松退出路径相比，本次美联储收紧货币政策在速度和规模上都大幅超越了上一轮。同时，在近期美国通胀上行屡超预期的背景下，票委一改 3 月议息会议中 7 月初开启缩表的观点（3 月会议纪要显示 90%的与会者支持 7 月开始缩表），希望将缩表提前至 6 月启动。

**从速度上来看，taper 和缩表计划均超预期，自 taper 结束到缩表开始仅间隔一次议息会议。**2013 年 12 月，美联储宣布于 2014 年 1 月开始 taper，并于 2014 年 10 月末结束。用时 10 个月将每月购债规模从 850 亿美元缩减到零；而本轮 taper 在初始缩减规模就已超过上轮的基础上，又于 2021 年 12 月提速，仅用 4 个月就将 1200 亿美元的月度购债规模缩减到零。另外，从结束 taper 到开启缩表，上轮间隔将近 3 年，且自耶伦宣布缩表计划 3 个月后才正式启动。比较之下，本轮是在 2 月结束 taper 后仅间隔 1 次议息会议就将宣布缩表计划，并将于 6 月正式启动缩表。

**从规模上看，美联储每月缩表规模上限扩大近两倍。**本次美联储最快将在开启缩表的 3 个月后达到缩表规模上限，即每月缩减 600 亿美元美国国债和 350 亿美元 MBS，共计 950 亿美元，而上一轮缩表上限仅为每月 500 亿美元。

## 1.2. 美联储缩表计划边际更偏鸽派

**美联储计划自 6 月开始以每月 475 亿美元的节奏缩表，预计将在 3 个月后将缩减规模提升至 950 亿美元上限，总体边际更偏鸽派。**美联储将在 6 月、7 月和 8 月分别缩减所持美国国债和机构 MBS 300 亿美元和 175 亿美元，于 3 个月后，即 9 月开始分别调高美国国债和机构 MBS 的缩减规模至每月 600 亿美元和 350 亿美元。参照上轮缩表的路径，此前我们猜测初始规模为 300 亿美国国债和 200 亿机构 MBS 的组合，每月分别增加 100 亿美元和 50 亿美元直至规模上限。可见美联储此次缩表的初始规模虽较我们预期的有所上升，但由于此次并非以每月逐步提升缩表规模直至到达规模上限的方式进行，未来 3 个月的总体缩表规模较我们此前预期的有所下降，边际更偏鸽派。

## 1.3. 影响美联储加快缩表进程的因素有哪些？

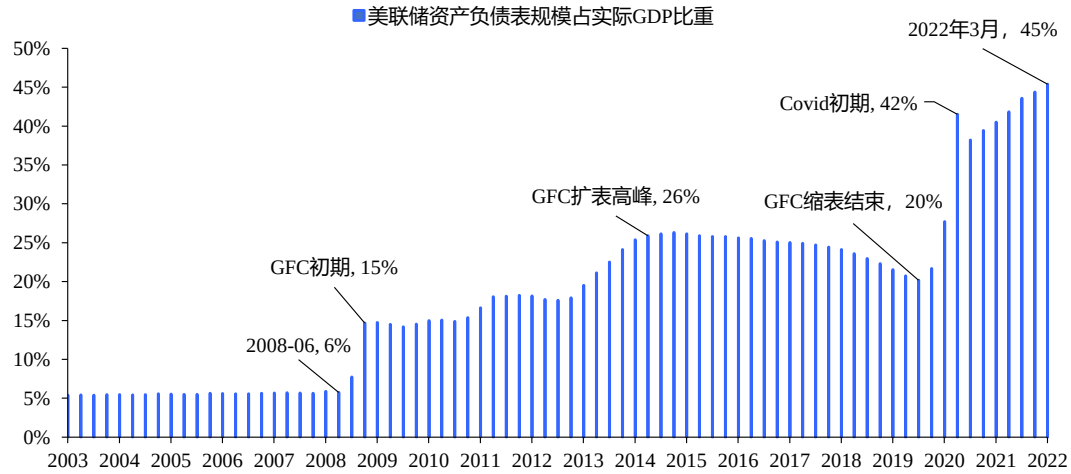
### 1.3.1. 疫情以来，美联储扩表规模已超金融危机时期

**以美联储资产规模占实际 GDP 比重来看，美国本轮扩表规模不止两倍，本轮宽松力度过大，扩表规模甚至超过 2008 年金融危机时期。**通过比较美联储资产负债表，目前所有联储银行资产端规模达 8.9 万亿美元，资产端规模几乎是上一轮缩表前的两倍，


请务必阅读正文之后的免责声明部分

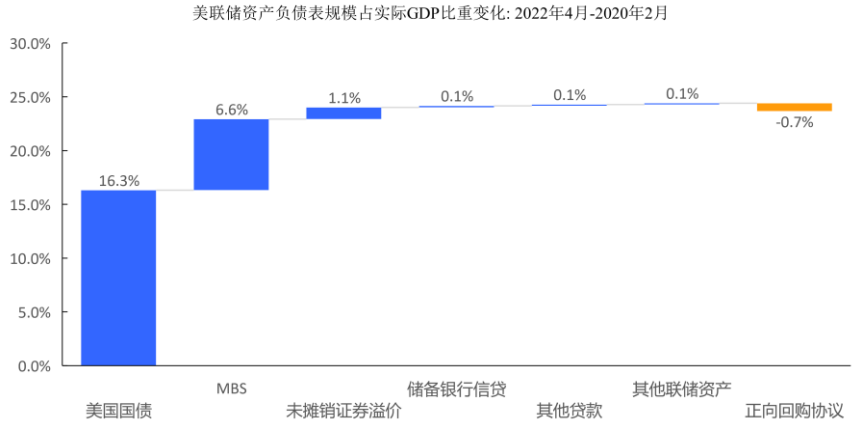
所持美国国债占比也较先前上升近 10 个百分点至 68%。若考虑到美国经济增长情况，以扩表规模占 GDP 比重来计算，本轮扩表后，美联储资产与美国实际 GDP 之比已达 45%，而上一轮缩表结束时这一比值为 20%，上涨近 25 个百分点。对比来看，金融危机时期该占比由 6%上升至初期峰值 14%，且总体规模远小于当前水平。

**图1：此次扩表规模已超金融危机时期**




数据来源：Fred，Wind，东吴证券研究所

**图2：此次扩表规模已超金融危机时期：资产端变化情况明细**




数据来源：Fred，Wind，东吴证券研究所

**从 SOMA 持有债务规模来看，目前美联储所持有的美债、MBS 量占市场比重均超过 20%，美联储资产负债表质量较低。**美联储主要通过纽约联储购买国债、MBS 等资产达到扩表效果，而这些操作都反应在 SOMA（System Open Market Account）账目上。从当前持有量来看，SOMA 总量已达 8.42 万亿美元（截至 2022 年 4 月 20 日）。其中美


请务必阅读正文之后的免责声明部分

国国债占 67.5%，MBS 占 32.4%。目前美联储所持有的美国国债与 MBS 规模均突破历史新高，且从市场占比来看，也双双突破金融危机时期，分别达 25%和 38%。虽然当前加权平均到期年数较 2017 年水平有所下降，但美联储持有证券总量占市场份额较前期有所上升。MBS 的违约风险较传统央行持有资产高出很多，资产负债表质量下滑程度可想而知，且在美联储快速加息、房贷利率跟随快速上升的情况下，这类资产质量或将进一步下降。

**图3：SOMA 持仓情况**

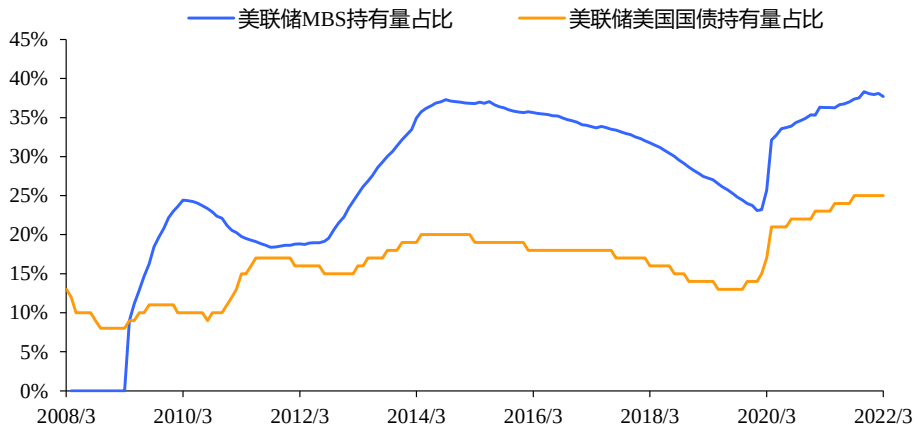
| 证券类型 | 美国国库券（T-Bills） | 美国国库券和债券（票据/债券） | 美国国债浮动利率票据（FRN） | 美国国库通胀保值证券（TIPS） | 联邦机构证券* | 机构抵押支持证券** | 机构商业抵押支持证券** | SOMA总规模 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 总额（十亿美元） | 326.04 | 4,946.31 | 29.15 | 380.86 | 2.35 | 2,721.69 | 8.99 | 8,415.40 |

数据来源：NY Fed，东吴证券研究所

**Fannie Mae, Freddie Mac and Federal Home Loan Bank

**Guaranteed by Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae.

**图4：美联储国债、MBS 持有量占比已超金融危机时期**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

### 1.3.2. 美联储急于缩表的主因有哪些？

**结合上文所介绍的情况，美联储如此急于缩减资产负债表远超市场预期。根据疫情以来美国政治经济环境的变化，我们认为此次美联储急于缩表的原因有三。**

**一是通胀尚未见顶，超出美联储预期，单纯依靠加息则紧缩力度不足。**美联储如此急于缩表与美国通胀压力有极大关联。此前美联储票委普遍期望于 7 月开始缩表，但在 3 月 CPI 数据再次超预期且还未见顶的情况下，布雷纳德等票委纷纷发言支持更早启动缩表。当前通胀压力已远远超出此前美联储所预期的基准情况，即二季度通胀即将见顶回落。然而当前供应链问题依然存在，俄乌争端又带来了新的能源问题，这一预期已被打破。因此，仅靠加息收紧金融状况、防止经济过热力度不足，而过快加息也会给美元带来过度的升值压力，将对出口部门形成不利影响。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**二是扩表对金融体系带来过多干扰。**大规模的宽松也对金融资产价格、房价等广义通胀领域带来干扰。在低利率环境下，QE 将债券和股票价格推至过高水平，疫情期间 S&P500 市盈率一路上升至 2021 年 3 月的 32.2，对资产回报率产生了较大影响。同时，美联储大量购买 MBS 扭曲了市场的信贷资源配置效用，抵押贷款利率于 2020 年 3 月起持续下滑至历史最低水平，30 年抵押贷款利率于 2021 年 1 月降至 2.65%，美国房屋均价同比增速也在 2021 年 5 月飙升至 17.5%，2022 年 3 月这一增速仍在 9.7%的过高水平。

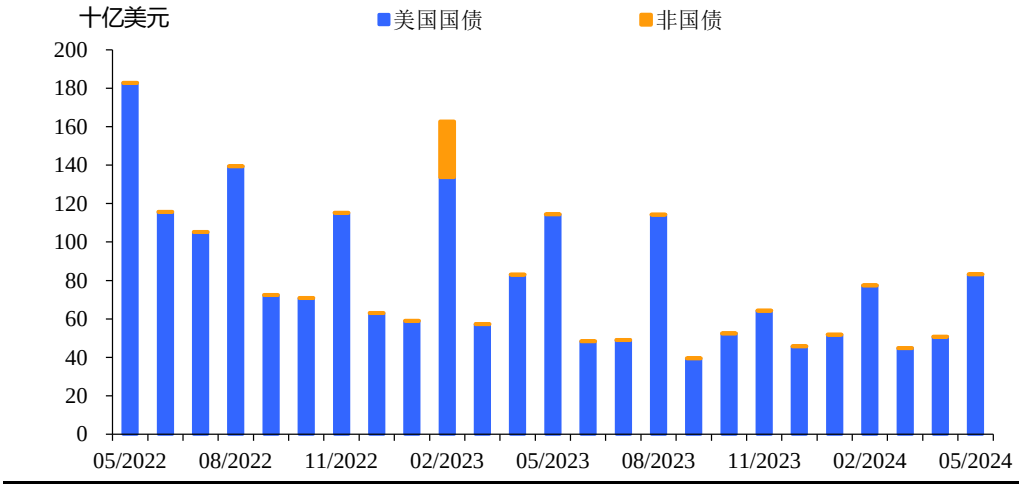
**三是提升资产负债表质量，为未知的风险储备政策空间。**正如上文所介绍的，美联储资产与美国实际 GDP 之比已达 45%。虽然一季度美国 GDP 增速出现负增长，但需求依旧非常旺盛，此时缩表可以为未来的诸多不确定性储备政策空间。

## 2. 美联储缩表路径展望

### 2.1. 美联储具备快速缩表基础，主动出售 MBS 可能性较大

**当前美联储具备快速缩减美国国债持有规模的基础。**从美联储所持美国国债规模来看，短期美债占比较先前有所上升，未来两年内到期债务总额达 1.77 万亿美元，加权平均到期年数为 11.28。年内美联储所持有的美国国债每月到期规模均超 600 亿美元缩表上限。

**图5：美联储具备快速缩减美国国债持有规模的基础**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

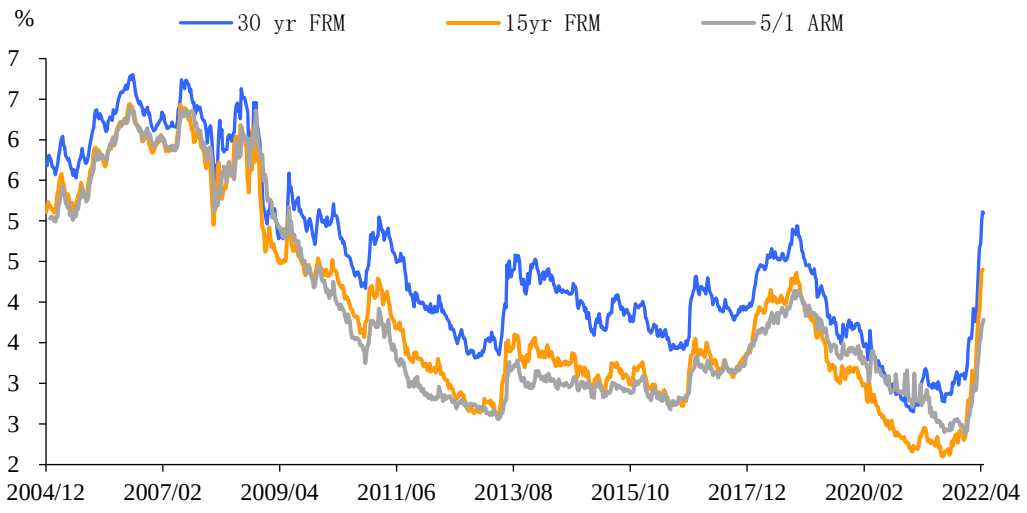
**为避免美债期限利差倒挂，本次缩表美联储率先减持 T-Notes 和 T-Bonds。**本次缩表美联储将在早期对 T-Bills 进行再投资，仅在每月到期量不及缩表规模上限的情况下允许 T-Bills 到期不续作。根据纽约联储 SOMA 持仓情况来看，未来 2 年月均付息美国国债到期量超 600 亿美元，年内到期付息美国国债规模小于上限的月份为 9 月、10 月、


请务必阅读正文之后的免责声明部分

12 月，预计第一年 SOMA 所持有的 T-Bills 总量最多减少 441 亿美元。

**加息已使住房按揭抵押贷款利率上行，预计 MBS 提前还款量将显著减少，美联储最早将于 3 季度开始主动卖出 MBS。**目前美国 30 年期住房按揭抵押贷款利率已较年初上行 189bp，在 4 月的第三周创下 12 年新高。然而在美联储加大紧缩力度，美债利率还将进一步上行的预期下，美国房贷利率预计还有继续上升的空间，这无疑将拖慢 MBS 提前还款量。根据美联储测算，未来机构 MBS 的平均月度提前还款量为 250 亿美元，若抵押贷款利率降低 1%，则平均月度提前还款量将较现在水平增加 168 亿美元。根据 FOMC 决议以及纽约联储对 MBS 提前还款量的测算，从 6 月开始以 175 亿美元/月的规模开始缩表并于 3 个月后达到缩表上限，那么美联储将从 9 月起开始主动性减持 MBS 持有量。届时，为提高 MBS 市场的流动性，美联储或将延续上一轮缩表进程中的操作方式，即指导交易台在必要时进行美元滚动策略（Dollar Roll）和息票掉期交易（Coupon Swap）。

**图6：住房按揭抵押贷款利率创下 12 年新高**




数据来源：Freddie Mac，东吴证券研究所

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_41309