



程实：美联储更快缩表的 细节与影响



文/意见领袖专栏作家 程实、张弘硕

“溪云初起日沉阁，山雨欲来风满楼。” 本周四，美联储公布了关于加息及缩表的具体细节。首先，几乎可以肯定美联储将在 5 月加息 50 个基点并同时启动缩表。其次，关于缩表的规模，联储官员普遍同意每月缩表上限合计 950 亿美元且缩表规模可在三个月或更长时间内分阶段调整至最高上限。这意味美联储缩表的节奏相比上一轮加息期间快了一倍。然而，联储并未提及关于主动卖出国债的信息。主要原因是联储对当前金融市场流动性的紧张状况感到担忧，流动性紧张或将进一步会放大美国债市、股市和原油市场的深度恶化。最后，量（缩表）价（加息）组合将成联储未来抑制通胀的主要手段。但相比加息，缩表作为一种“数量”工具，将通过调整央行准备金存量的规模来配合加息政策影响市场流动性。因此，缩表对市场的影响不如加息的作用更为直接。这也是为什么联储暗示如果通胀风险持续，未来 50 个基点的加息可能不止一次。



更快的缩表势在必行。联储宣布预计将在下次（5 月）议息会议启动缩表计划。正如我们预期，本次纪要联储公布缩表规模每月上限为 950 亿美元（600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS），即每月缩表的最大步幅约为资产负债表规模的 1.06%。缩表节奏比上一轮加息（2017 年至 2019 年）快一倍，上次缩表每月上限减持规模为 500 亿美元。因此，在基准情况下，我们预计本轮缩表将在 2025 年年中结束，缩表总规模将达到 3.3 万亿美元。更快的缩表启动原因有三：一是通胀压力仍是当前市场最大风险。纪要中美联储再次表达了抗击通胀的决心。同时，联储将劳动力市场偏紧状态与当前高通胀联系起来，暗示了工资-价格螺旋正在支持高通胀压力（尽管此前联储一再表示当前工资价格螺旋迹象不明显）。因此，更快的缩表配合更大幅度的加息势在必行。二是当前联储缩表的条件比 2017 年更为成熟。吸取了上一轮加息中回购市场暴露出的流动性问题，本次美联储设立常备

回购便利工具(SRF)将尽可能保证回购市场流动性充裕。三是从技术上看,当前美联储持有国债的加权平均久期相比 17 年更短。当前美联储持有 5~10 年及 10 年期以上国债规模占总规模比重约 41%, 2017 年缩表前这一占比约 60% (见图 3)。因此,本轮缩表预计也将相比上一轮更快。最后,纪要中美联储提及了银行体系内对流动性需求的程度将决定何时停止缩表,这可能暗示了本次加息缩表过程中美国银行体系的准备金规模将充分参考 2019 年回购市场流动性紧缺的状况。

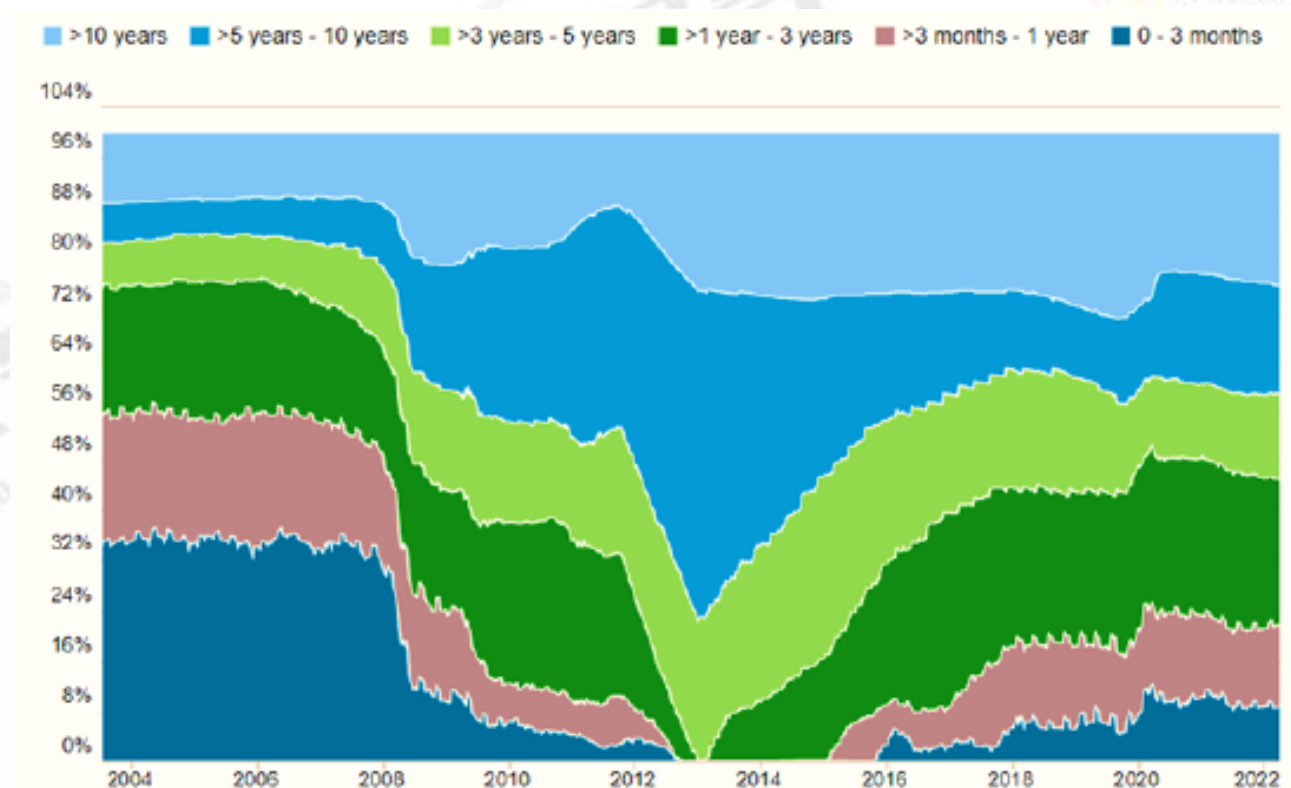
图 1: 美联储国债和机构 MBS 持有规模

美国国债

机构 MBS

参考资料: Fed, 我们的整理

图 2: 美联储国债期限占比



参考资料：Fed， 我们的整理

缩表对债券收益率曲线的影响有限。尽管央行开启缩表政策相当于债券的净供给有所增加，这将有助于抑制期限溢价，从而压低长期收益率。但我们认为当前缩表对债券收益率倒挂的影响仍然有限。首先，从技术上看，央行持有的国债加权平均久期要比上一轮加息更短，而加息节奏比上一轮更快。联储持有国债平均久期短意味着缩表对长端收益率的影响有限。

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_40101

