

宏观点评

以史为鉴，本轮美联储缩表的节奏推演与影响

事件：北京时间 1 月 6 日凌晨 3 点，美联储公布 12 月 FOMC 会议纪要，纪要显示美联储官员已开始详细讨论缩表并预计很快实施，引发市场大幅波动。

核心结论：美联储最快将在 Q3 宣布缩表，随后加息节奏可能暂时放缓；预计全年加息 2 次，首次在 5 月、第二次在年底；未来 1-2 个月美股调整风险仍大。

1、美联储 12 月纪要暗示很快缩表，大超预期，引发资产价格剧烈波动。

>缩表讨论：美联储 12 月会议纪要显示，“几乎所有官员”（almost all）均认为在首次加息后的某一时间点开始缩表是合适的，并且与历史相比，本轮缩表时间可能更早、速度可能更快。

>缩表原因：从纪要内容和现实情况来看，美联储希望尽快缩表的原因主要有两点：（1）防止收益率曲线扁平化，进而防止息差收窄对金融体系的冲击；（2）当前流动性仍处于过剩状态，且存在常备回购工具（SRF），不需要维持如此高的准备金水平。

>市场预期：纽约联储 12 月的市场调查显示，不论一级交易商还是市场参与者，均预计美联储缩表最快也要到 2023Q2，因此本次纪要内容可谓大超预期。

>资产表现：本次纪要公布后的两个交易日，标普 500 指数累计下跌 2%，10Y 美债收益率累计上行 8bp 至 1.73%，美元指数上涨 0.14% 至 96.3，现货黄金下跌 1.2% 至 1788.5 美元/盎司。此外，联邦基金利率期货隐含的 2022 年加息次数由 3.0 次升至 3.4 次，其中 2022 年 3 月加息次数由 0.7 次升至 0.9 次，反映出市场加息预期小幅升温。

2、二战后美联储仅在 2017-2018 年实施过主动缩表，当时的节奏及市场表现回顾。

>缩表过程：2017 年 3 月的 FOMC 会议上，美联储官员首次讨论缩表，纪要显示“大多数官员”（most）认为在 2017 年晚些时候启动缩表是合适的；6 月会议给出了具体的缩表计划，采取逐步提高再投资门槛的方式进行缩表（详见图表 3）；9 月会议正式宣布缩表，10 月开始实施。值得注意的是，美联储在 2016/12、2017/3、2017/6 进行 3 次加息，均间隔 3 个月；但在 2017/6 宣布缩表计划后，下一次加息递延到了 2017/12，这表明启动缩表可能伴随着暂缓加息。

>市场预期：纽约联储调查显示，2017 年 3 月美联储讨论缩表时，市场机构对年内缩表已有预期，但尚不充分；2017 年 6 月美联储给出缩表计划时，市场机构对年内缩表的预期已经非常充分。因此，2017 年美联储缩表并未大幅超出市场预期。

>资产表现：回顾 2017 年美联储缩表全过程，美股仅短期有过小幅调整，整体保持上涨趋势；10Y 美债收益率从 2017 年 3 月开始持续下行，直到 2018 年初才开始上行，但上行的原因更多是经济向好、通胀抬升、特朗普减税等，与缩表关系不大；美元指数持续下跌至 2018 年 4 月，黄金震荡上涨至 2018 年 4 月。这表明，缩表对资产价格中长期走势的影响十分有限。

3、本轮美联储加息和缩表路径推演，及资产价格走势展望。

>加息和缩表路径：根据美联储常规政策操作流程，并结合 2017 年的历史经验，本轮美联储也是按照“加息-给出缩表计划-启动缩表并暂缓加息-再度加息”的路径推进。此外，2017 年从讨论缩表到最后宣布间隔了 6 个月，也可以作为参考。从目前情况来看，最有可能的路线图是：5 月首次加息、6 月或 7 月给出缩表计划、9 月或 Q4 实施缩表、年底第二次加息。我们仍预计全年仅加息 2 次，而不是点阵图和利率期货隐含的 3 次。若后续美国疫情明显缓和，不排除会提前到 3 月首次加息，缩表时间也会相应提前，但全年加息三次及以上的概率依然不高。

>大类资产展望：相比 2017 年，本轮缩表的宏观环境有 3 点不同：（1）2017 年美国处于经济修复阶段，当前美国经济已开始边际放缓；（2）2017 年美国通胀持续抬升，当前美国通胀即将触顶回落；（3）本轮缩表明显比 2017 年更加超预期。鉴于美国经济明显走弱和通胀拐点的确立均需要时间，未来 1-2 个月市场对美联储政策收紧的预期仍将延续鹰派，甚至可能进一步升温，因此美股调整压力仍大，美债收益率也将保持高位。但前期报告《美国通胀即将迎来拐点——兼评 11 月美国 CPI》中我们曾指出，通胀预期和加息预期均是只反映了即期通胀走势，一旦美国通胀出现明确拐点，叠加经济数据走弱，通胀预期和加息预期将迎来降温，届时美股下跌压力将逐步减轻，美债收益率也将重回下行通道。全年来看，维持我们年度海外报告中的判断：美股以震荡调整为主，难以延续 2021 年的涨势；美债名义利率大概率温和下行，实际利率可能上行；美元指数趋于上涨，高点可能破 100；黄金价格大概率下跌。

风险提示：美联储政策立场超预期调整，美国通胀持续超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《2022 年美联储可能先鹰后鸽——兼评 12 月 FOMC 会议》2021-12-16

2、《美国通胀即将迎来拐点——兼评 11 月美国 CPI》2021-12-11

3、《外汇存款准备金率再上调，怎么看人民币汇率？》2021-12-10

4、《变局与破局——2022 年宏观经济与资产配置展望》2021-11-29

5、《反转之年——2022 年海外宏观展望》2021-11-12

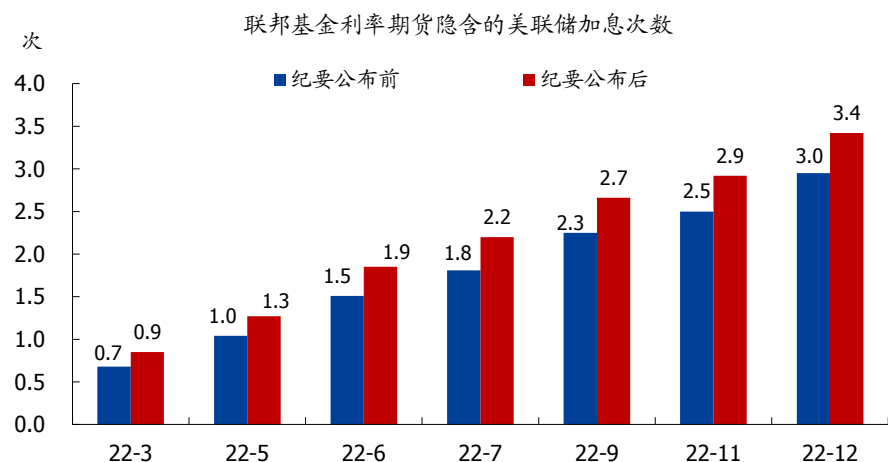
图表 1: 纽约联储 12 月调查显示, 市场预期最快 2023Q2 才会启动缩表

一级交易商							市场参与者						
Net Change in U.S. Treasury Securities (\$ billions)							Net Change in U.S. Treasury Securities (\$ billions)						
Mid-Jul. 2022 to End 2022	Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	Mid-Jul. 2022 to End 2022	Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	0	0	0	-40	-80	-90	25th Pctl	0	0	0	0	-10	-30
Median	0	0	0	0	-50	-50	Median	0	0	0	0	0	0
75th Pctl	0	0	0	0	0	0	75th Pctl	0	0	0	0	0	0

Net Change in Agency MBS (\$ billions)							Net Change in Agency MBS (\$ billions)						
Mid-Jul. 2022 to End 2022	Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	Mid-Jul. 2022 to End 2022	Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	0	0	0	-25	-50	-60	25th Pctl	0	0	0	0	-15	-20
Median	0	0	0	0	-25	-25	Median	0	0	0	0	0	0
75th Pctl	0	0	0	0	0	0	75th Pctl	0	0	0	0	0	0

资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

图表 2: 美联储 12 月会议纪要公布后, 市场加息预期小幅升温



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 3: 2017 年 6 月美联储公布的缩表计划

1、委员会计划通过减少本金再投资的方式, 逐步减少美联储持有的证券规模。委员会将设定一个逐步提升的额度, 只有超过额度的资金才会继续再投资。具体如下:

(1) 国债: 最初额度为每月 60 亿美元, 未来 12 个月中每 3 个月提升 60 亿美元, 最终达到每月 300 亿美元的上限。

(2) 机构债和 MBS: 最初额度为每月 40 亿美元, 未来 12 个月中每 3 个月提升 40 亿美元, 最终达到每月 200 亿美元的上限。

(3) 一旦达到上限, 将维持这一水平不变, 直至美联储认为持有的证券规模合适为止。

2、该计划将导致银行准备金余额的下降, 美联储预计准备金规模将降至近年来的低位, 但仍高于 08 年金融危机之前。

3、联邦基金目标利率仍是货币政策的主要手段, 但如果经济前景大幅恶化使得必须大幅降息, 美联储可以恢复到到期本金的再投资。如果需要比单纯降息更加宽松的货币政策, 美联储将准备使用所有工具, 包括改变其资产负债表的规模和构成。

资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表4: 2017年美联储缩表并未大幅超出市场预期

	缩表时点概率分布-2017年3月调查						
	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018H2	更晚
一级交易商	3%	8%	17%	21%	18%	19%	13%
市场参与者	4%	11%	27%	21%	17%	10%	9%

	缩表时点概率分布-2017年6月调查						
	17-06	17-07	17-09	17-10	17-12	2018Q1	2018Q2
一级交易商	5%	4%	38%	9%	33%	7%	3%
市场参与者	3%	3%	29%	11%	35%	12%	4%

资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

图表5: 2017年美联储缩表期间, 美股保持上涨趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 2017年美联储缩表期间, 美债收益率持续下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 2017年美联储缩表期间, 美元指数持续下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 2017年美联储缩表期间, 黄金价格震荡上涨



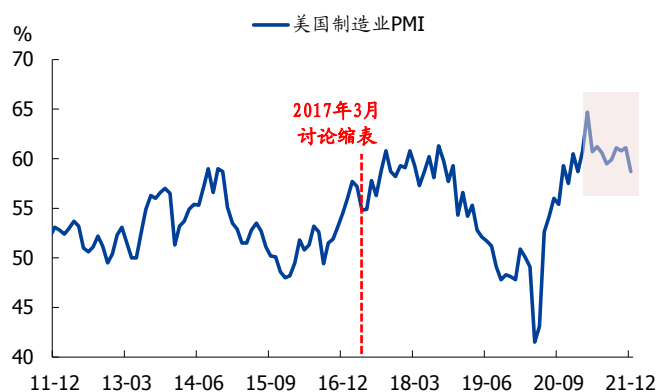
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 历史上看, 提前较长时间的点阵图和市场加息预期均不准确

年份	上年 12 月点阵图	年初利率期货	实际加息次数
2013	0	/	0
2014	0	/	0
2015	4	2.2	1
2016	4	2.3	1
2017	3	2.2	3
2018	3	2.1	4
2019	2	0	-3

资料来源: FED, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 10: 2017 年缩表时美国经济加速修复, 当前已开始放缓



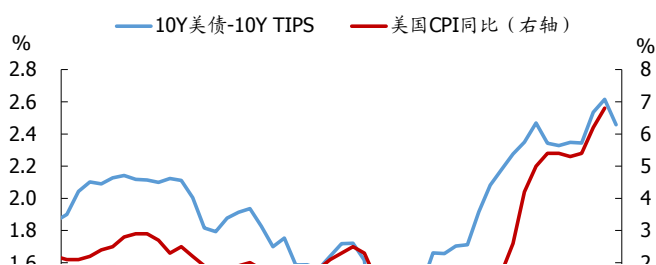
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2017 年缩表时美国通胀持续抬升, 当前即将触顶回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 美债隐含的通胀预期与美国 CPI 同比走势高度一致



图表 13: 通胀预期回落将带动美联储加息预期降温



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_35698

