

美联储缩表：节奏与资产影响

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观助理分析师：丁俊菰

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

投资要点：

► 美联储加息落地，5 月或将开启缩表

1) 联储加息落地，幅度符合预期。3 月 17 日，美联储召开 FOMC 会议，宣布将联邦基金目标利率上调至 0.25%-0.50%，符合市场预期。

2) 缩表或于 5 月开启。鲍威尔在后续的新闻发布会上表示，最快在 5 月份公布缩表计划，缩表计划框架将与上一次相似，但缩表速度将比上一次更快。

► 以史为鉴：美联储历史上的六次缩表

由于次贷危机前后，美联储资产负债表规模、结构发生了质的变化，缩表规模和目的也有较大差别，因此我们将六次缩表划分成两类，一类是危机前，一类是危机后。

1) 危机前的五次缩表：应对通胀以及被动缩表是主要原因。1920-1921 年、1947-1951 年、1978-1979 年的三次缩表分别是为了应对“战争经济”以及第二次石油危机带来的严重通胀；1930-1931 年的缩表是“大萧条”时期，大量银行倒闭带来的被动缩表；2000-2001 年的缩表是临时提供流动性后的短期退出性收缩。

2) 危机后的一次缩表：量化宽松（QE）后的货币正常化。在经过了 3 轮大规模 QE 之后，美联储资产规模从 2008 年 8 月的 9500 亿美元飙升至 4.5 万亿美元。这次缩表采用的是被动缩表（减少到期国债和 MBS 再投资规模）和渐进式提升缩表上限的方式（初始缩表规模 100 亿美元/月，上限 500 亿美元/月），持续时间约 2 年，缩表规模约 7000 亿美元。

3) 本轮缩表节奏更快，规模更大：参考上轮初始缩表规模以及缩表上限占美联储总资产比重，预计此轮缩表初始规模约为每月 200 亿美元，月度缩表上限约为 1000 亿美元。

► 缩表期间大类资产表现如何？

1) 债券市场：货币收紧阶段，10Y-2Y 期美债利差持续缩窄，启动缩表后，美债长端利率抬升明显，中美利差在缩表期间持续收窄。

2) 股票市场：加息落地以及加息+缩表期间，全球股票市场普遍下行，市场风格方面，美股成长占优，A 股价值占优。

3) 大宗商品：美元指数整体较强，南华商品指数和农产品指数以及原油价格均有所回落，黄金在加息落地和连续加息阶段相对强势。

国内资产展望：股票市场，应该警惕 5 月缩表落地后美国长端利率上行可能带来的资金外流以及对于风险偏好的压制，价值股可能会相对占优。

债券市场：现阶段国内经济基本面仍是主要矛盾，疫情影响下稳增长的压力有所增加，信用扩张偏弱，后续货币政策仍有进一步放松可能。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 美联储加息落地，5月或将开启缩表.....	3
2. 以史为鉴：美联储历史上的六次缩表.....	4
2.1. 危机前的五次缩表：应对通胀以及被动缩表是主要原因.....	4
2.2. 危机后的一次缩表：量化宽松（QE）后的货币正常化.....	7
3. 本轮缩表将如何演绎？.....	8
3.1. 三大因素助推联储加快缩表节奏.....	8
3.2. 仍会采用被动缩表，月度缩减上限或为 1000 亿美元.....	10
4. 缩表期间大类资产表现如何？.....	11
5. 风险提示.....	13

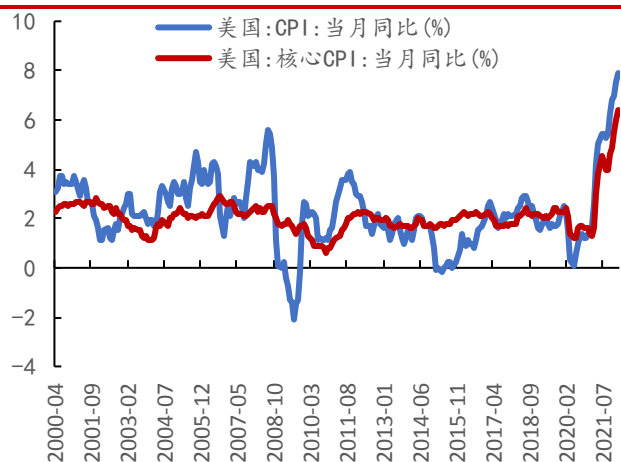
图表目录

图 1 2022 年 2 月 CPI 同比 7.9%，创近 40 年新高.....	3
图 2 2022 年 2 月美国失业率 3.8%，接近疫情前水平.....	3
图 3 2022 年 3 月 FOMC 会议点阵图.....	3
图 4 2021 年 12 月 FOMC 会议点阵图.....	3
图 5 1920 年以前粗钢产量持续攀升.....	4
图 6 1920 年 6 月 CPI 同比升至 20% 高位.....	4
图 7 “大萧条”期间道琼斯指数跌幅近 90%.....	5
图 8 1915-1940 年美联储资产负债表结构.....	5
图 9 二战结束后美国通胀再度飙升至 20% 高位.....	5
图 10 1945-1955 年美联储资产负债表结构.....	5
图 11 1978-1980 年美国进口原油均价涨幅明显.....	6
图 12 1978-1980 年美国面临“滞胀”困境.....	6
图 13 1999-2000 年美国出现过热现象.....	6
图 14 1999 年底至 2000 年 2 月美联储进行了缩表操作.....	6
图 15 次贷危机以来，美联储资产负债表规模和结构均发生了重大变化.....	7
图 16 美联储上一轮加息缩表节奏.....	8
图 17 布油价格持续维持高位（美元/桶）.....	9
图 18 能源、交通运输等分项环比增幅较大（%）.....	9
图 19 截至今年 3 月美联储资产规模约 9 万亿美元.....	9
图 20 美国银行体系准备金规模约 3.8 万亿美元.....	9
图 21 加息周期往往伴着美债 10Y-2Y 期限利差的收窄.....	10
图 22 本次首次加息美债 10Y-2Y 期限利相比过去几轮明显偏低.....	10
图 23 2017 年采取的被动缩表和渐进式提升缩表上限方式.....	11
图 24 美联储上一轮加息+缩表期间美债收益率变动情况.....	12
图 25 连续加息阶段，中美经济势头均相对强劲.....	12
图 26 加息+缩表阶段海外资金回流明显（亿美元）.....	12
表 1 美联储三轮 QE 概况.....	7
表 2 美联储上一轮加息+缩表期间，大类资产表现.....	13

1. 美联储加息落地，5月或将开启缩表

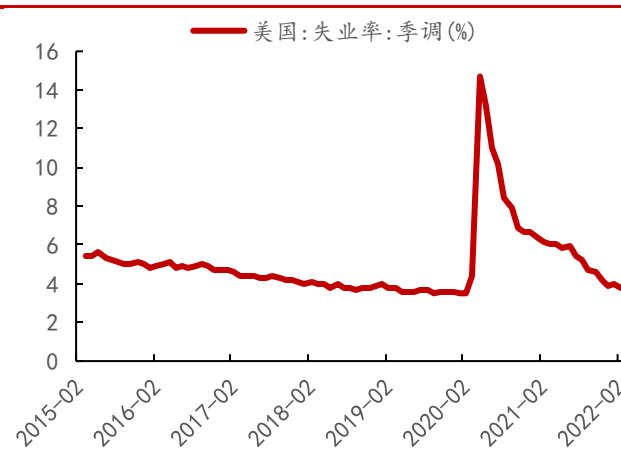
美联储3月加息25bp，幅度符合市场预期。2022年3月17日，美联储公布3月FOMC会议声明，会议声明指出美国经济活动和就业指标继续走强，就业增长强劲，失业率大幅下降；通货膨胀仍然居高不下，反映出与大流行、能源价格上涨和更广泛的价格压力相关的供需失衡。为了支持最大就业和2%的通胀目标，委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至0.25% - 0.50%（上调幅度为25bp），并预计目标区间的持续上调将是适当的。25bp的加息幅度与此前市场预期较为一致。

图1 2022年2月CPI同比7.9%，创近40年新高



资料来源：WIND，华西证券研究所

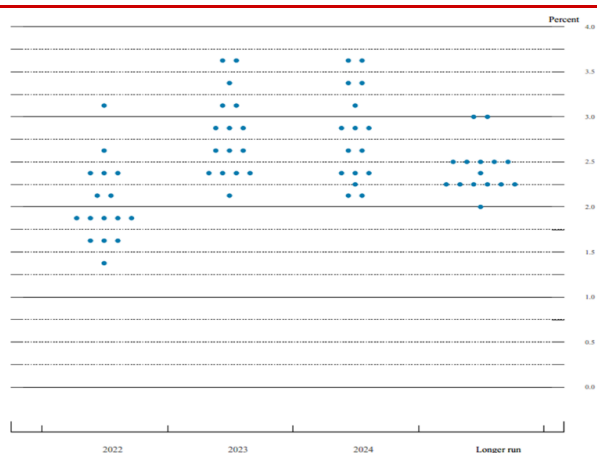
图2 2022年2月美国失业率3.8%，接近疫情前水平



资料来源：WIND，华西证券研究所

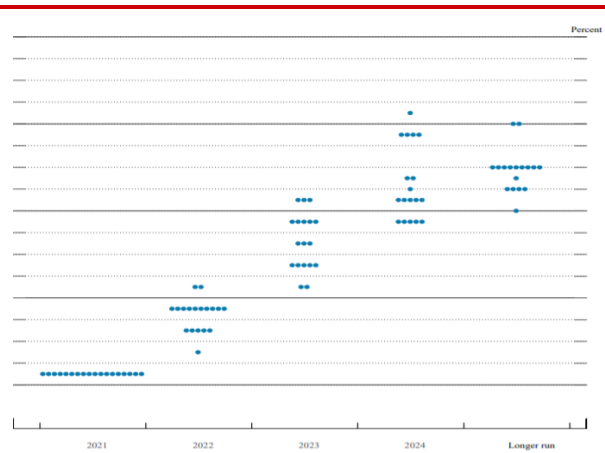
点阵图预计全年或有7次加息。3月点阵图表明，有12位委员预计2022年至少加息7次（假设每次加息25bp），占全部16位委员的3/4。此外，有一半的委员预计2023年底前基准利率至少上调至2.75%，远高于去年12月份预期的1.5%。

图3 2022年3月FOMC会议点阵图



资料来源：美联储，华西证券研究所

图4 2021年12月FOMC会议点阵图



资料来源：美联储，华西证券研究所

缩表最快可能会在 5 月份。议息会议指出，预计将在即将召开的会议上开始减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，也即缩表。鲍威尔在后续的新闻发布会上进一步表示，最快在 5 月份公布缩表计划，缩表计划框架将与上一次相似，但缩表速度将比上一次更快。

那么即将到来的缩表节奏如何，和历史上的缩表有何异同？对于大类资产影响几何？我们进行了详细梳理。

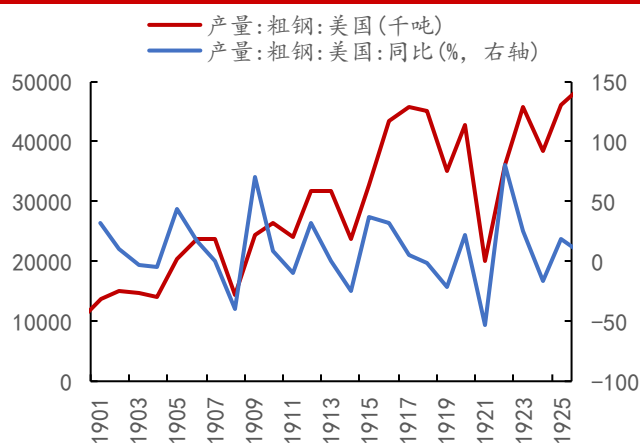
2. 以史为鉴：美联储历史上的六次缩表

1920 年以来，美联储共进行了六次缩表，时间分别为 1920-1921 年、1929-1931 年、1947-1951 年、1978-1979 年、2000-2001 年以及 2017-2019 年。由于次贷危机前后，美联储资产负债表规模、结构发生了质的变化，缩表规模和目的也有较大差别，因此对于这六次缩表我们划分成两类，一类是危机前，一类是危机后。

2.1. 危机前的五次缩表：应对通胀以及被动缩表是主要原因

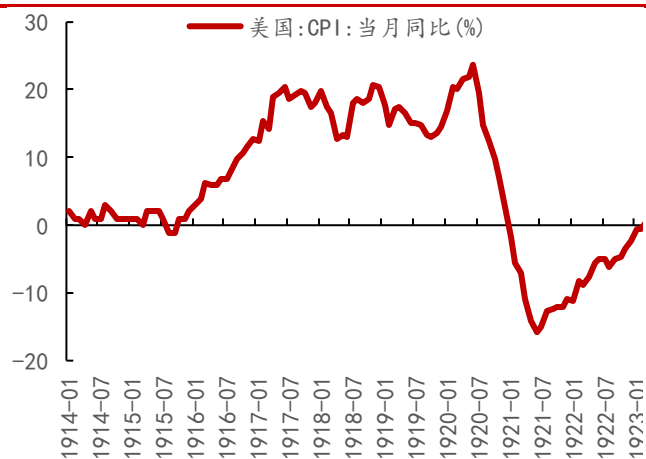
1920-1921 年缩表：应对“战争”经济带来的通胀。1917 年美国加入一战，为了满足战争所需的大规模融资需求，美国财政部发行了大量的战争债券，而美联储则通过允许商业银行抵押政府债券获取贷款的方式进行了大规模扩表，资产规模从 1917 年的约 10 亿美元扩张至 1920 年的接近 65 亿美元。美联储扩表虽然满足了战争需求，但是释放的大量货币也造成了严重的通货膨胀，美国 CPI 同比增速在 1917-1920 年间基本都在 15% 以上，部分月份甚至超过 20%。为了应对过高的通胀，美联储自 1920 年起开启了第一次缩表，时间持续约 2 年，最终资产规模缩减至 50 亿美元左右，收缩幅度约 23%，通胀也得到了明显遏制。

图 5 1920 年以前粗钢产量持续攀升



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6 1920 年 6 月 CPI 同比升至 20% 高位



资料来源：WIND，华西证券研究所

1930-1931 年缩表：“大萧条”带来的被动缩表。美国经济在经历了近 10 年的“柯立芝”繁荣之后，经济发展不平衡问题逐步凸显，工资涨幅远落后于生产率的提高，导致有效需求严重不足，大萧条爆发。1929 年 10 月道琼斯指数出现崩盘，短短一个月跌幅接近 50%，市场情绪迅速扩散并蔓延至银行系统，美国银行出现大规模挤

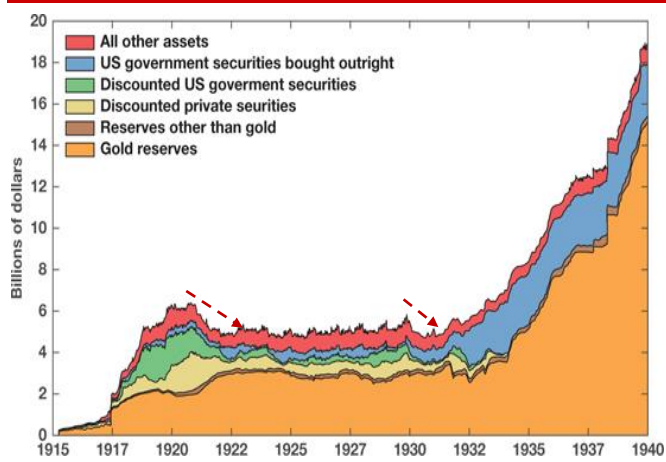
兑和倒闭，而当时由于决策者信奉清算主义，认为市场能够自行修复，没有及时采取补救措施，导致风险进一步蔓延。银行的大量倒闭导致联储票据贴现与短期贷款规模快速下跌，进而导致美联储资产规模的被动收缩。

图 7 “大萧条”期间道琼斯指数跌幅近 90%



资料来源: WIND, 华西证券研究所

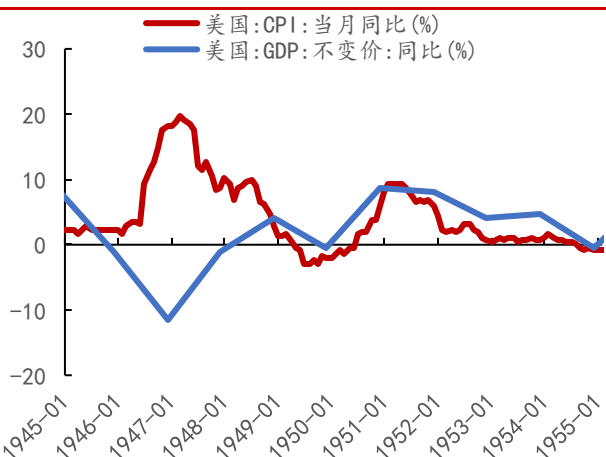
图 8 1915-1940 年美联储资产负债表结构



资料来源: IMF, 华西证券研究所

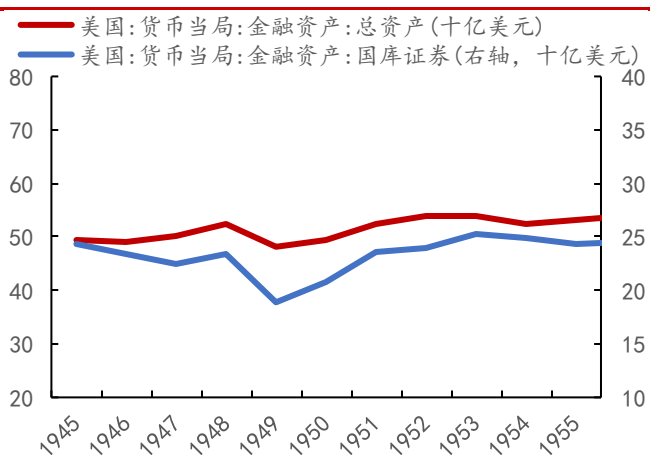
1947-1951 年缩表：遏制“二战”后过高的通胀。二战期间，为了满足战争需要，美国政府发行了大量战争债券，而美联储也积极配合，导致了财政赤字货币化，为后续价格上涨埋下伏笔；另外，二战结束后，美国逐步放开了价格管制，民众对于商品的需求大幅增加，而战时工业则在战后陷入低谷，工业生产指数和制造业指数在 1946 年同比增速分别跌至-11.41%和-13.74%。财政赤字货币化以及供需失衡导致美国通胀再度飙升至 20%。在这一背景下，美联储再次开启缩表，资产规模从高点 520 亿美元缩减到 480 亿美元，通胀在也货币政策收紧后逐步回落。

图 9 二战结束后美国通胀再度飙升至 20%高位



资料来源: WIND, 华西证券研究所

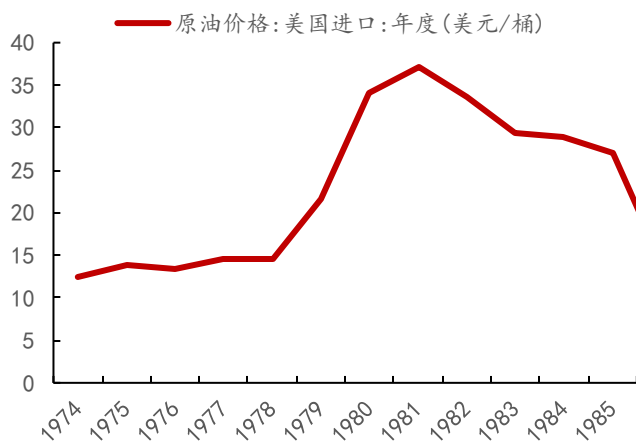
图 10 1945-1955 年美联储资产负债表结构



资料来源: WIND, 华西证券研究所

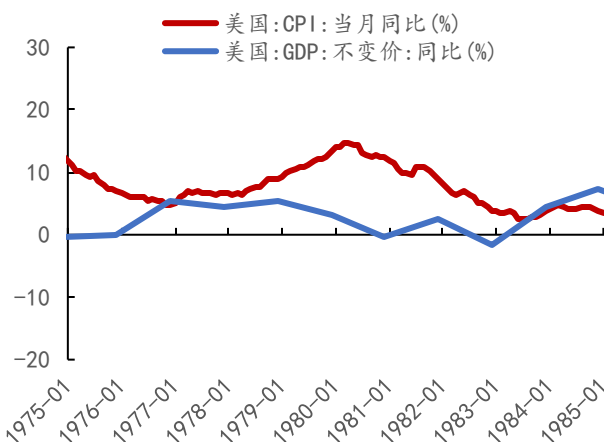
1978-1979 年缩表：应对第二次石油危机带来的“滞胀”。1979 年第二次石油危机爆发，1978-1981 美国进口原油均价从 14.56 美元/桶上涨到 37.07 美元/桶，涨幅超过 1.5 倍，美国的 CPI 也从 1977 年 1 月的 5.2% 飙升至 1980 年 3 月的 14.8%。为了遏制愈发严重的通胀，美联储主席沃尔克上任（1979.8-1987.8 在任）后，便加大了对信贷和货币的收缩力度，基准利率从 1979 年 8 月的 10.94% 升到 1981 年 6 月的 19.10%，美联储资产规模也从 1978 年 12 月的约 1600 亿美元下降至 1979 年 4 月的 1400 亿美元。

图 11 1978-1980 年美国进口原油均价涨幅明显



资料来源：WIND，华西证券研究所

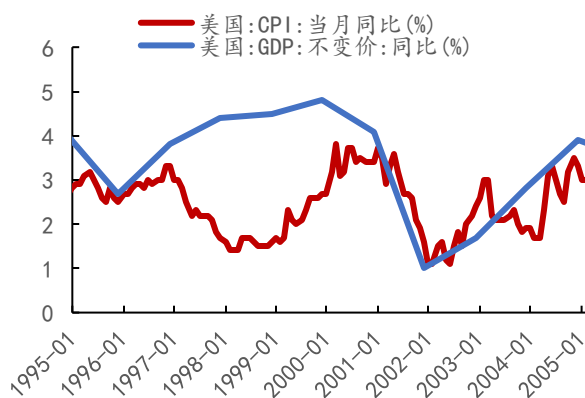
图 12 1978-1980 年美国面临“滞胀”困境



资料来源：WIND，华西证券研究所

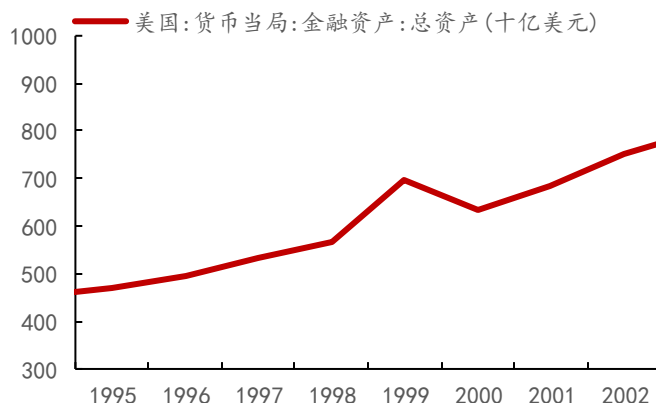
2000-2001 年缩表：临时提供流动性后的短期退出性收缩。为了应对“千年虫”的不确定性，美联储在 1999 年 Q4 向市场注入了大量的短期流动性，资产负债表规模由 10 月的约 5700 亿美元扩张至年底的约 6700 亿美元。短期流动性的过量注入带来了经济的过热，1999 年 12 月美国 GDP 同比增速达到 4.8% 的高点，CPI 也升至 3.8%。在此情形下，美联储很快开始了缩表，资产负债表规模由 1999 年 12 月的约 6700 亿美元，下降至 2000 年 2 月的月 5800 亿美元。

图 13 1999-2000 年美国出现经济过热现象



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 14 1999 年底至 2000 年 2 月美联储进行了缩表操作



资料来源：WIND，华西证券研究所

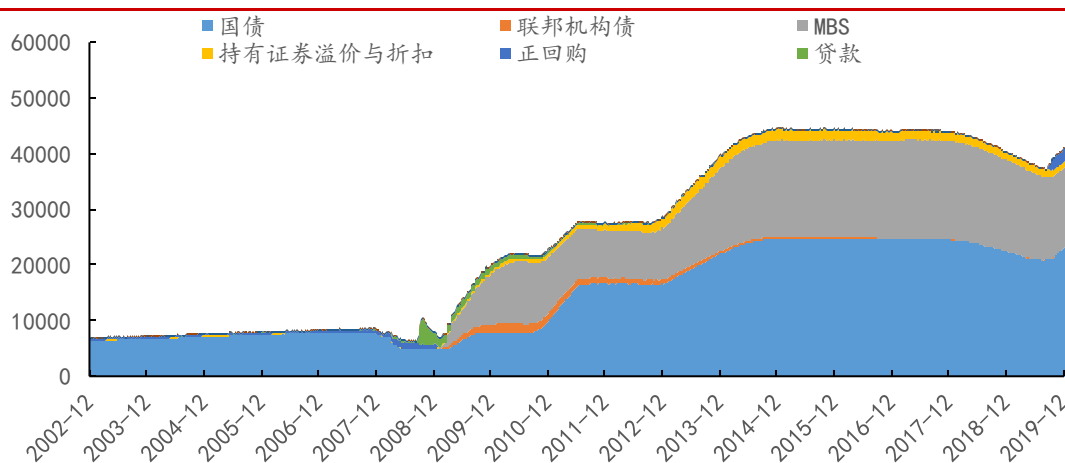
2.2. 危机后的一次缩表：量化宽松（QE）后的货币正常化

次贷危机后，美联储资产负债表的规模和结构均发生了重大变化。

规模方面：次贷危机之前，美联储资产负债表规模相对稳定，年平均增速在 2-4% 之间，次贷危机之后，美联储资产负债规模急剧扩张，约是此前的 4.7 倍。2008 年 8 月美联储总资产规模约为 9500 亿美元。而次贷危机之后，美联储进行了三轮大规模的量化宽松（QE）。2008 年 11 月启动的 QE1 共买入资产 1.725 万亿美元，其中 1.25 万亿美元 MBS，3000 亿美元长期国债，1250 亿美元机构债券；2010 年 10 月启动的 QE2 购买了 6000 亿美元长期国债；2012 年 9 月启动的 QE3 共买入 1.6 万亿美元资产，其中 8000 亿美元长期国债，8000 亿美元 MBS。三轮 QE 过后，美联储资产规模从 2008 年 8 月的 9500 亿美元飙升至 4.5 万亿美元，约为危机前的 4.7 倍。

结构方面：次贷危机之前，美联储资产端以国债为主，QE 后 MBS 占比大幅抬升。次贷危机之前，美联储持有的证券全部为国债，国债占总资产的比重在 90% 左右，而次贷危机之后，美联储购买了大量抵押贷款支持证券（MBS），导致其占比大幅抬升，国债占总资产的比重下降至 55% 左右，而 MBS 占总资产的比重在 40% 左右。

图 15 次贷危机以来，美联储资产负债表规模和结构均发生了重大变化



资料来源：WIND，华西证券研究所

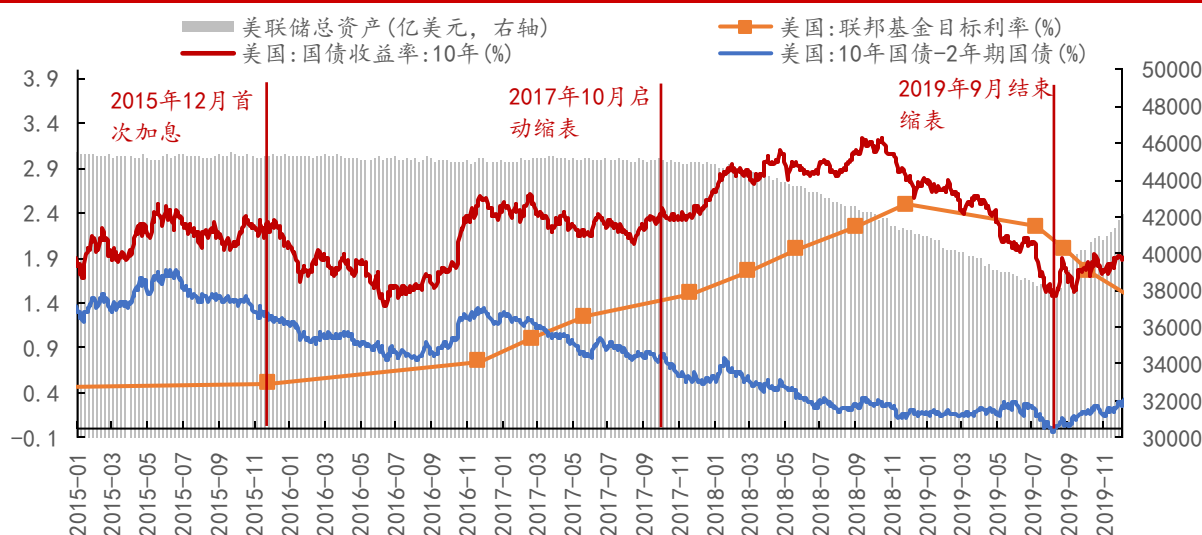
表 1 美联储三轮 QE 概况

阶段	实施时间	涉及规模		内容影响
QE1	2008.11-2010.04	MBS	1.25 万亿美元	美联储第一轮量化宽松于 2008 年 11 月 25 日开始，期间共购买了 1.725 万亿美元，通过购买国家担保的金融资产来重建金融机构信用，解决市场流动性停滞的危机问题。
		机构债券	1250 亿美元	
		长期国债	3000 亿美元	
QE2	2010.11-2011.06	MBS	-	美联储第二轮量化宽松于 2010 年 11 月开始，共买入 6000 亿美元长期国债，通过向金融机构注入流动性以压低长期利率，拉动实体经济复苏。
		机构债券	-	
		长期国债	6000 亿美元	
QE3	2012.09-2014.10	MBS	8000 亿美元	美联储第三轮宣布量化宽松力度加码，共买入 1.6 万亿美元，除了 2012 年 9 月推出每个月 400 亿美元的 MBS 购债规模外，另外还在 2012 年 12 月宣布增加每个月 450 亿美元的国债购买计划，刺激经济复苏和就业增长。
		机构债券	-	
		长期国债	8000 亿美元	

资料来源：华西证券研究所

美联储上一轮缩表在加息四次后启动，持续时间约 2 年，缩表规模约 7000 亿美元。上一轮货币紧缩的节奏是 QE——Taper——加息——缩表。第三轮 QE 之后，美联储于 2013 年 12 月启动 Taper，2014 年 10 月正式退出 QE，一年后的 2015 年 12 月迎来首次加息，2016 年 12 月再度加息，2017 年上半年实施两次加息后，FOMC 在 6 月公布缩表方案，10 月启动缩表。美联储的缩表采用的是被动缩表方式，也即减少持有的国债和 MBS 到期的再投资。缩减规模从每月 100 亿美元开始（60 亿美元国债，40 亿美元 MBS），每三个月增加 100 亿美元（国债和 MBS 分别按照 60 亿和 40 亿美元的速度增加），直至达到每月 500 亿美元（300 亿美元国债，200 亿美元 MBS）的限值，初始 100 亿美元的缩表规模约占总资产规模的 0.22%，限值 500 亿美元的缩表规模约占总资产规模的 1.11%。美联储在缩表期间同步加息 5 次，联邦基金利率目标区间升至 2.25%-2.50%。2019 年 8 月美联储首次实施降息并于 9 月结束缩表。

图 16 美联储上一轮加息缩表节奏



资料来源：WIND，华西证券研究所

3. 本轮缩表将如何演绎？

3.1 上一轮缩表时资产端与负债端的变化

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_39867

