

关于缩表，需要担心什么？

——海外经济系列之一

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

研究助理：马骏

相关报告

- 1 宏观专题 20220111：就业为何难以拖住美国加息脚步？
- 2 宏观专题 20220116：缩债还有缩表，美债由谁来买？
- 3 宏观专题 20220125：地方经济工作焦点何在？
- 4 宏观专题 20220207：应该担心人民币汇率贬值么？
- 5 宏观专题 20220213：美国劳动参与率能恢复到什么程度？
- 6 宏观专题 20220220：战火之下，大类资产有何表现？
- 7 宏观专题 20220301：“两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻
- 8 宏观专题 20220305：5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点
- 9 宏观专题 20220308：防疫放松需要满足什么条件？
- 10 宏观专题 20220315：持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望
- 11 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？
- 12 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？
- 13 宏观专题 20220419：食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一

投资要点

5月美联储议息会议召开在即，除去加息之外，很可能会公布关于美联储缩表的路径、方式等细节内容。那么，在疫情后时代的环境之下，美联储本轮缩表与上轮有何不同？又会怎样影响经济和资本市场？本报告对此进行展开分析。

- **这次缩表有什么不一样？**首先，从货币收紧的成因上来看，本轮加息缩表主要受到通胀的推动。其次，从全球货币政策的动向上来看，上轮缩表前，除个别新兴市场加息外，全球主要经济体未见明显收紧，而本轮缩表前，全球多数央行都加快了货币收紧进程。第三，从加息和缩表两种货币政策收紧方式的配合性上来看，本次缩表两者协同性更高。第四，从实施方式上来看，本轮缩表方式以被动为主，但或主动出售部分未到期的 MBS。第五，从缩表的速度上来看，本轮推进节奏明显加快，加息与缩表间隔或由上轮的 22 个月降至 2 个月。第六，从强度上来看，本次缩减的目标规模占 GDP 比重相较上轮明显提升。第七，从缩表影响的预防应对上来看，本次联储提前设立常备回购便利工具，尽可能保证市场流动性的充裕。最后，从缩表的总规模上来看，我们估算，本轮缩表约达 1.63 万亿，也远超上轮，并持续约 18 个月至 2023 年底结束。
- **缩表如何影响流动性环境？**美联储缩表对利率水平的影响存在三大传导路径。一方面，通过降低负债端的准备金规模减少货币供给（量）。另一方面，通过释放政策信号与资产组合再平衡的途径推高利率水平（价）。缩表对于短端利率也会有一定推升，而在长端利率上的作用效果更为明显，我们预计，本轮缩表每年约推升十年期美国国债收益率 0.4 个百分点。虽然缩表将显著降低流动性水平，但流动性危机短期或不会再现。一方面，市场现存流动性较高。另一方面，美联储设立新工具将有效平滑市场流动性波动。不过，在本轮缩表周期中，美联储大概率将主动出售其持有的机构 MBS，或进一步推高抵押贷款利率。
- **缩表下的全球资产变局。**上轮缩表对新兴市场冲击较大，发达经济体内部表现则有所分化。从美股的行业表现上来看，信息技术涨幅明显，消费板块显著分化，可选消费好于必选，不过房地产、必选消费和公共事业的板块表现则随着美联储缩表的推进而逐步改善。全球股指方面，上轮缩表时期美股一枝独秀，而其它市场多数下行。新兴市场风险已有释放。不过，本轮 QE 期间，新兴市场表现事实上不及发达市场。考虑到新兴市场今年以来资金有所流出，股指已经回调，风险已有一定释放。截止 2021 年底新兴市场资金流入约 5700 亿美元，不足上轮 QE 期间的一半。多数新兴市场经济体已经进行了预防性加息，因而资本进一步外流的规模可能相对有限。从历史经验来看，上轮美联储缩表期间，中美利差因货币政策错位先收窄后扩大，当前中美利差倒挂已然出现，我们认为，国内以降准降息为代表的货币政策宽松空间受制，国内债市收益率水平易上难下。汇率方面，美元维持强势，或给全球其它主要货币带来一定的贬值压力。目前来看，能源价格的上行主要来自供给冲击，很可能难以被美元走高所压制，全球定价的大宗商品，特别是受到供给约束的工业品，价格或将居高不下。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

- 1. 这次缩表有什么不一样? - 4 -
- 2. 缩表如何影响流动性环境? - 8 -
- 3. 缩表下的全球资产变局 - 11 -

图表目录

图表 1: 美国通胀与就业情况 (%)	- 4 -
图表 2: 本次缩表前全球主要经济体政策利率变化情况	- 5 -
图表 3: 美债期限利差、美元指数和美国通胀水平	- 6 -
图表 4: 美联储持有国债和 MBS 到期分布 (亿美元)	- 6 -
图表 5: 预期美联储持有 MBS 提前偿还规模 (亿美元)	- 6 -
图表 6: 美联储持有国债和 MBS 规模变动 (亿美元)	- 7 -
图表 7: 月度缩减目标占联储总资产与 GDP 比重 (%)	- 7 -
图表 8: 2019 年美国流动性危机 (%)	- 8 -
图表 9: 美联储缩表后美元流动性收紧	- 8 -
图表 10: 美联储缩表的传导机制	- 9 -
图表 11: 短期国债收益率与目标基准利率上限差值 (%)	- 9 -
图表 12: 美联储持有不同期限国债到期规模 (亿美元)	- 10 -
图表 13: 存款准备金与隔夜逆回购规模 (十亿美元)	- 10 -
图表 14: 美联储新增 SRF 与 SFIMA 常备货币工具 (亿美元)	- 11 -
图表 15: 房贷利率与房价表现 (%)	- 11 -
图表 16: 上轮缩表期间各类资产表现 (%)	- 12 -
图表 17: 美股分行业表现 (%)	- 12 -
图表 18: 全球主要股票市场表现 (%)	- 13 -
图表 19: 新兴市场与发达经济体股指表现	- 13 -
图表 20: 新兴市场资金流动情况 (亿美元)	- 14 -
图表 21: 流入新兴市场资金占美联储总资产变化 (%)	- 14 -
图表 22: 中美十年期国债收益率 (%)	- 14 -
图表 23: 各国货币兑美元表现 (%)	- 15 -
图表 24: 大宗商品表现 (%)	- 15 -

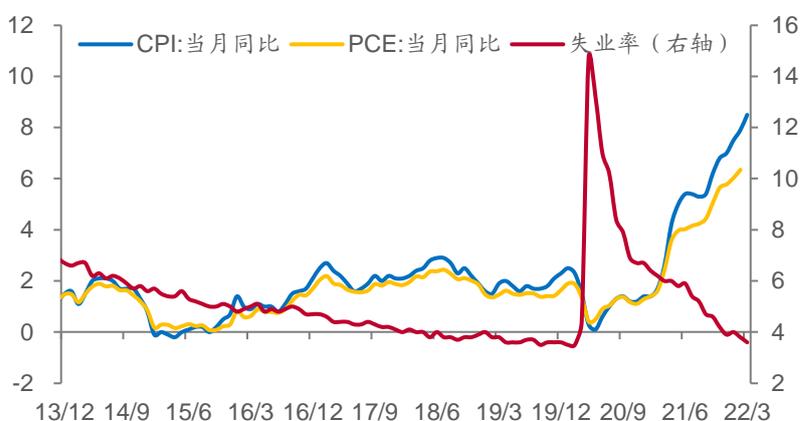
5月美联储议息会议召开在即，除去加息之外，很可能会公布关于美联储缩表的路径、方式等细节内容。那么，在疫情后时代的环境之下，美联储本轮缩表与上轮有何不同？又会怎样影响经济和资本市场？本报告对此进行展开分析。

1. 这次缩表有什么不一样？

在经历过几轮QE之后，2017年美联储正式宣布缩表，直至2019年结束，虽然其作为少数可供参照的缩表时期，但是，本轮缩表很可能与上一轮存在较大的不同。

通胀引发货币收紧。首先，从货币政策收紧的成因上来看，本轮加息缩表主要受到通胀的推动。上轮缩表前，美国经济已经步入复苏通道，制造业PMI稳定在荣枯线以上，失业率也创新低，就业市场整体良好，通胀水平一直以来在2%附近波动。而本轮就业市场虽也存在改善，但自2021年年中以来，美国通胀持续高企并逐步攀升，创下自大滞胀时期以来的新高，并且目前尚未出现见顶回落的迹象。

图表 1: 美国通胀与就业情况 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

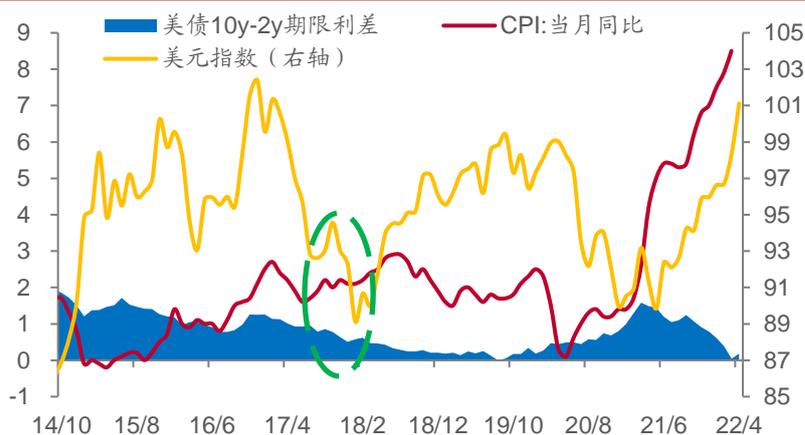
加息抢跑防患未然。其次，从全球货币政策的动向上来看，上轮缩表前，除个别新兴市场加息外，全球主要经济体未见明显收紧。而2021年下半年，随着美联储货币收紧预期上升，俄罗斯、巴西等新兴经济体先后采取预防性加息，防范汇率贬值、资本外流风险。今年以来，俄乌危机推动能源价格高企，为了抑制通胀，全球多数央行都加快了货币收紧进程。多个新兴市场经济体单次加息至少50个基点，新西兰、加拿大、韩国等发达经济体也进入加息队列，全球已经迎来新一轮加息潮。

图表2: 本次缩表前全球主要经济体政策利率变化情况

经济体 (%)	当前利率	22/4	22/3	22/2	22/1	21/12	21/11	21/10	21/9	21/8	21/7	21/6	21/5	21/4	21/3	21/2	21/1
美国	0.50		0.25														
中国	3.70				-0.10	-0.05											
欧元区	0.00																
日本	-0.10																
英国	0.75		0.25	0.25		0.15											
印度	4.00																
加拿大	1.00	0.50	0.25														
韩国	1.50	0.25			0.25		0.25				0.25						
俄罗斯	14.00	-6.00		11.50		1.00		0.75	0.25		1.00	0.50		0.50	0.25		
澳大利亚	0.10																
巴西	11.75		1.00	1.50		1.50		1.50	1.00	1.00		0.75	0.75		0.75		
墨西哥	6.50		0.50	0.50		0.50	0.25	0.25		0.25		0.25					-0.25
印尼	3.50																-0.25
瑞士	-0.75																
土耳其	14.00					-1.00	-1.00	-2.00	-1.00						2.00		
中国台湾	1.38		0.25														
沙特	1.25		0.25														
波兰	4.50	1.00	0.75	0.50	0.50	0.50	0.75	0.40									
瑞典	0.25	0.25															
泰国	0.50																
挪威	0.75		0.25			0.25			0.25								
以色列	0.35																
尼日利亚	11.50																
丹麦	0.00																
菲律宾	2.50																
阿根廷	47.00	2.50	2.00	2.50	2.00												
马来西亚	1.75																
中国香港	0.75		0.25														
越南	2.50																
埃及	9.75		1.00														
阿联酋	1.55		0.25									0.05					
孟加拉	4.75																
哥伦比亚	4.00				1.00	0.50		0.75									
南非	4.25		0.25		0.25		0.25										
捷克	5.00		0.50	0.75		1.00	1.25	0.45									
巴基斯坦	12.25	2.50				1.00	1.50		0.25								
智利	7.00		1.50		1.50	1.25		1.25	0.75		0.25						
罗马尼亚	3.00	0.50		0.50	0.25		0.25	0.25									-0.25
秘鲁	4.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25							
新西兰	1.50	0.50		0.25			0.25	0.25									

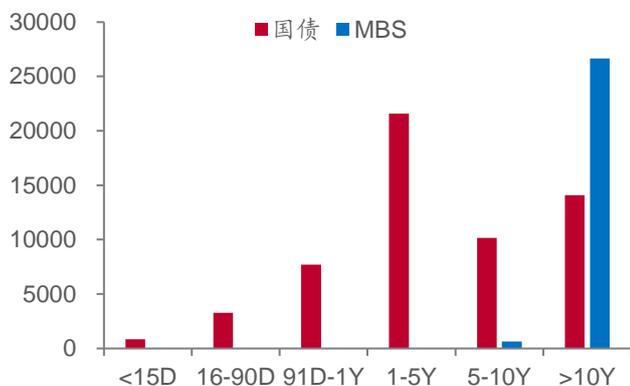
来源: CEIC, 中泰证券研究所

缩表加息紧密配合。第三,从加息和缩表两种货币政策收紧方式的配合性上来看。持续几轮的量化宽松使得美联储资产负债表规模在上一轮缩表前夕,较金融危机发生前扩大近4倍,准备金过度宽裕令美联储试图将**总资产规模正常化**。同时,由于此前连续加息导致美元指数居高不下,通胀水平低位徘徊,当时在某种意义上,其实是以缩表作为加息的替代手段,这使得收紧方式上**更加灵活**,相对而言对于汇率和通胀的影响也比加息更为缓和。而反观本轮缩表,其主要目的在于配合加息这一方式,**加快抑制通胀上行**,缩减资产负债表和准备金规模回收过剩的流动性,特别是**推高长端利率进而扩大期限利差,为持续加息创造条件**。

图表 3: 美债期限利差、美元指数和美国通胀水平


来源: WIND, 中泰证券研究所

被动缩表为主, 部分主动出售。第四, 从缩表的实施方式上来看, 上轮缩表主要是通过减少到期资金再投资的方式来进行的被动缩表, 而并没有采取主动缩表(在市场上出售尚未到期的持有证券)的形式。不过, 根据 3 月美联储议息会议纪要, **本轮缩表方式以被动为主, 但或主动出售未到期的 MBS。**一方面, 3 月议息会议上与会官员认为, MBS 本金提前还款可能会低于缩表的每月上限。纽约联储和里士满联储研究估算, MBS 提前偿还月均规模约在 240-250 亿左右, 低于 MBS 缩减上限。另一方面, 联储预计未来持有资产组合应主要由国债构成, 考虑主动出售 MBS 是合适的。

图表 4: 美联储持有国债和 MBS 到期分布(亿美元)


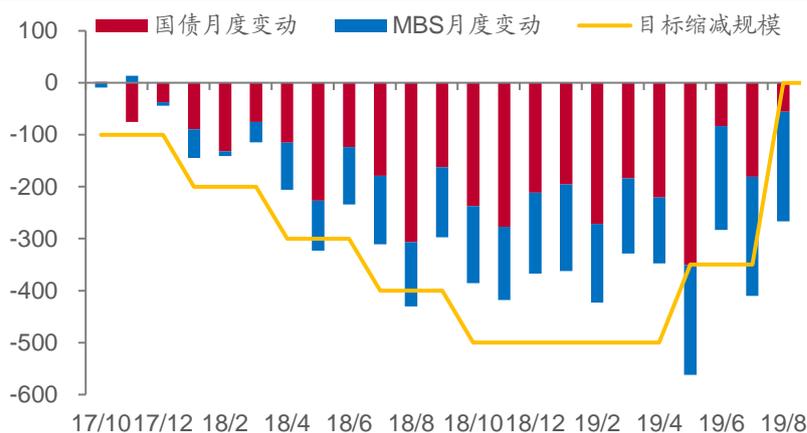
来源: 纽约联储, 中泰证券研究所

图表 5: 预期美联储持有 MBS 提前偿还规模(亿美元)


来源: 纽约联储, 中泰证券研究所

缩表速度明显加快。第五, 从缩表的速度上来看。美联储在加息已达四次, 历经 22 个月后才正式启动上轮缩表, 首月缩减目标定为 60 亿的美国国债与 40 亿的 MBS, 并每三个月分别提高 60 亿和 40 亿额度, 历时一年达到每月 300 亿美债及 200 亿 MBS 的缩减上限。在持续 7 个月后, 美联储开始降低缩表上限, 首次将国债和 MBS 上限分别降至 150 亿和 200 亿额度, 再历经 3 个月后将二者上限降为零。而本轮缩表从时间上来看, 美联储推进节奏明显加快, 加息与缩表时间间隔或降至 2 个月, 且最快或于缩表后 3 个月就达到每月 600 亿美债及 350 亿 MBS 的缩减上限。

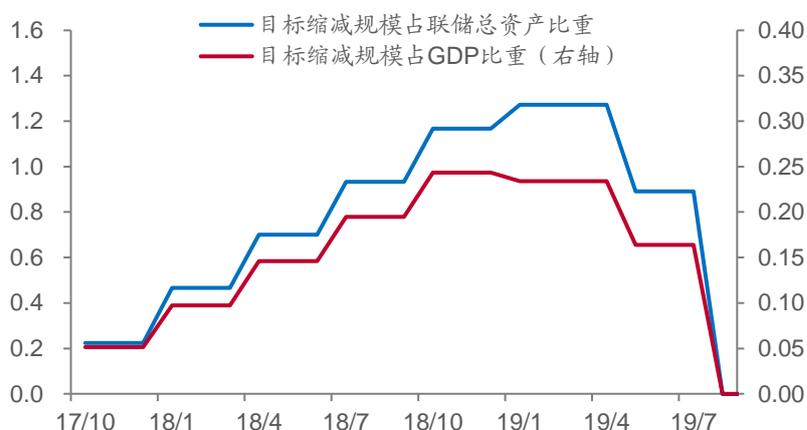
图表 6: 美联储持有国债和 MBS 规模变动 (亿美元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

缩表强度有所提升。第六,从缩表的强度上来看。上次缩表过程中,美联储目标缩减规模占联储总资产比重最高约 1.3%,占 GDP 比重最高约 0.24%。尽管本次缩减上限提升至 950 亿美元且缩减速度大幅提升,但由于目前美联储达到历史最高规模的总资产,目标缩减规模占联储总资产比重未见明显变化,约为 1.1%,而目标缩减规模占 GDP 比重约为 0.41%,相较上轮明显提升。

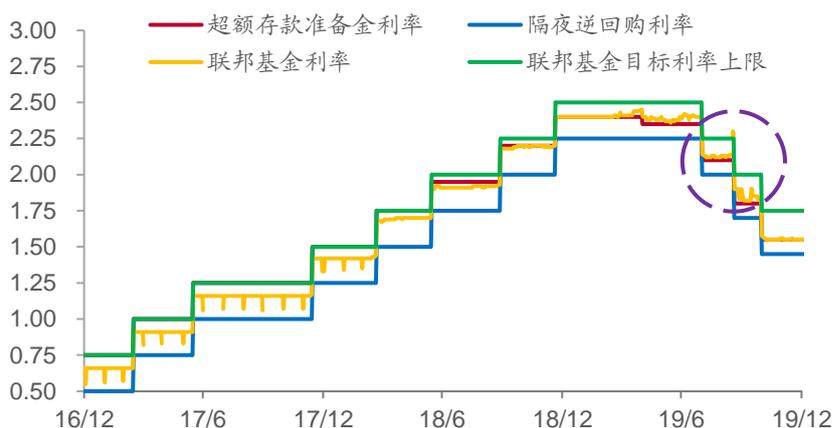
图表 7: 月度缩减目标占联储总资产与 GDP 比重 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

缩表影响提前应对。第七,从缩表影响的预防应对上来看。流动性危机是美联储终止上轮缩表进程的主要原因。金融危机后,为增强银行系统抵御流动性风险的能力,美联储在监管方面提高了对流动性资产的要求。2019 年 9 月,由于缩表、缴税和国债认购缴款三重因素叠加,隔夜拆借利率一度飙升至 10%,联邦基金利率也一度突破目标上限升至 2.3%,迫使纽约联储近十年来首次出手干预隔夜回购市场,流动性短缺最终导致美联储退出缩表。本次联储充分吸取上轮缩表所暴露出的流动性问题,提前设立常备回购便利工具,尽可能保证市场流动性的充裕。

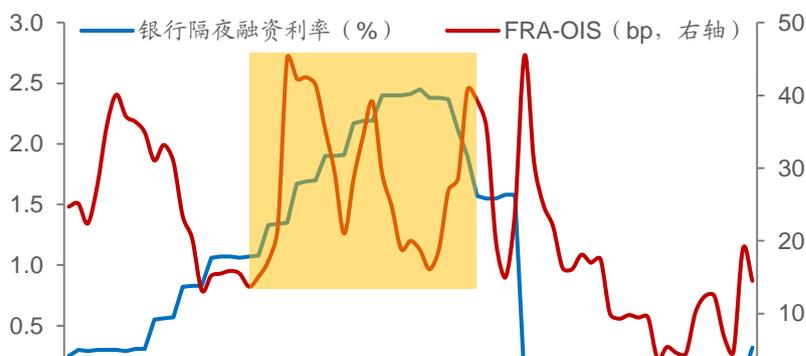
图表 8: 2019 年美国流动性危机 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

缩表规模远超上轮。最后,从缩表的总规模上来看。在 2017 年-2019 年整个缩表周期中,联储目标缩减规模为 7550 亿美元,实际缩减了约 6500 亿美元的总资产,占缩表前美联储总资产规模的 15%,占当年 GDP 规模约 3%。考虑到目前准备金充足,流动性较为宽松,本次加息进程不会因此重蹈覆辙。但未来若通胀势头有所遏制,加息缩表进程或也不排除提前结束。参照上轮缩表经验以及近期联储官员发言,准备金规模占名义 GDP 比例为 8% 时,市场流动性较为合适。若按 IMF 预测美国 2023 年名义 GDP 为 26.7 万亿,则合意准备金规模约为 2.14 万亿美元,粗略估算本轮缩表规模 1.63 万亿,占现有总资产规模的 18.2%,缩表持续约 18 个月至 2023 年底结束。

图表 9: 美联储缩表后美元流动性收紧



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_41298



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn