

# 美联储缩表的决定因素和影响

——宏观深度报告

2022年06月30日

- **本轮美联储缩表、加息幅度较大，缩表紧随加息步伐。**本轮缩表上限在9月加速为950亿美元/月，规模接近2017年缩表上限的两倍，年内缩表规模将超过5000亿美元。节奏上看，上一轮缩表、加息时间间隔近2年，本次加息3月开启，缩表也在6月随之启动。当前逆回购规模快速推高，市场流动性过剩依然严重，缩表也带来了避险情绪上行。
- **通胀高企，金融体系流动性过剩，改善资产负债表需求下推动缩表。**疫情期间基金的扩表和财政政策，遗留了金融体系流动性过剩的问题。今年俄乌冲突和欧美制裁，叠加工资上涨通胀在多重因素作用下持续高位，通胀预期脱锚的担忧增加。美联储政策独立性受到牵制，本轮加息开启偏晚，美债期限利差倒挂压力显现，缩表提前提上议程。
- **纵观历次缩表、加息进程，沃尔克时期操作大开大合，压降通胀的同时，也带来了经济衰退和失业率暴涨。**虽然本轮美联储坚定控通胀，但相较彼时，央行政策独立性受到制约。美联储在1994年通过加息，将风险转移给其他国家。2019年，缩表进程在流动性转紧、利率突破走廊上限时结束，压力显现时，缩表、加息可能提前结束，对本次缩表有一定指导作用。
- **缩表短期有助于缓解美联储多重“燃眉之急”，降低金融系统风险。**1) 缩表将在一定程度上改善美联储资产负债表，前期LASP的实施，导致资产负债表规模较大，美联储持有大量的长期债券，持仓损失风险暴露。2) 美联储持有大规模的长债，将导致长期利率被人为压低，加息操作向长端利率传导的效率过低。通过减持长债来加速缩表，有助于提高长端利率上行速度。3) 可以置换出部分宽松的短期利率政策，提升调控短期利率能力。美联储在偏鹰表态，严控通胀的同时，在短端操作上依然相对宽松，可见其对于市场流动性维护的倾向。缩表可以部分替代联邦基金利率的升高。4) 缩表有助于减少大量超额准备金可能造成的通胀。
- **流动性收紧进程，资产价格承压。**美股或由“杀估值”转入“杀盈利”阶段。海外需求收缩压力下，工业类大宗商品价格预期回落。美债为主要承压项，联邦目标基金利率预期上调至3%以上，美债持续高位，中美利差三季度倒挂压力延续。
- **缩表进程关注流动性量价指标，经济趋势、债务上限、缩表的溢出效应等，缩表或提前结束。**常备回购工具（SRF）投放放量，隔夜融资利率（SOFR）突破利率走廊上限，准备金规模偏低或带动缩表节奏放缓。缩表或提前进入减速期。
- **风险因素：**地缘政治风险发酵，油价等持续高位；通胀失控的风险；美联储政策节奏和幅度超出预期。

**分析师：**徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

**研究助理：**于天旭

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

## 相关研究

础润而雨

输入型通胀“锚定”PPI，CPI相对温和疫情阶段性干扰，关注外需基本面

## 正文目录

<b>1 美联储缩表的背景和历史回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1 本轮美联储缩表、加息幅度较大，缩表紧随加息步伐.....	4
1.2 通胀持续高位，政策收紧势在必行.....	4
1.3 金融体系流动性过剩，改善资产负债表需求下推动缩表.....	6
1.4 美联储加息、缩表历史回顾.....	7
1.4.1 2015-18 年加息+缩表，缩表规模上限 500 亿美元.....	7
1.4.2 2004-06 年“小步快跑”式加息.....	7
1.4.3 1994-95 年快速大幅加息，降息迅速开启，发展中国家风险扩散.....	7
1.4.4 1979-81 年的“沃尔克时刻”.....	8
<b>2 美联储缩表的影响</b> .....	<b>8</b>
2.1 短期缓解美联储多重“燃眉之急”.....	8
2.2 大类资产：长端美债承压，美股未来主要看基本面情况.....	11
<b>3 美联储缩表进程分析及展望</b> .....	<b>12</b>
3.1 缩表能否达到合意规模，需要关注流动性变化.....	12
3.2 经济趋势、债务上限、缩表的溢出效应等，给缩表规模带来不确定性.....	14
<b>4 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

图表 1: 6 月开启缩减国债、MBS 债务规模 (万亿美元).....	4
图表 2: 美联储逆回购规模激增 (百亿美元, %).....	4
图表 3: 通胀高位的压力延续, 环比延续正增 (%).....	5
图表 4: 消费者信心指数降至近几年新低.....	5
图表 5: 劳动参与率依然低于疫情前水平 (%).....	5
图表 6: 疫后经济政策不确定性抬升, 近期再度反弹.....	5
图表 7: 疫后美联储资产规模占 GDP 比重偏高.....	6
图表 8: 美联储持有国债占比升高.....	6
图表 9: EFR 突破目标利率, 流动性偏紧 (%).....	7
图表 10: 缩表进程比加息慢 2 年 (万亿美元).....	7
图表 11: 1994 年开启快速加息, 风险被转移至其他地区 (%).....	8
图表 12: 美联储资产负债表构成.....	9
图表 13: 加息预期下, 10Y-2Y 国债曾出现倒挂 (%).....	10
图表 14: 美国利率走廊上下限 (%).....	10
图表 15: 2021 年 12 月加息预期下, 股市开启下行杀估值阶段 (%).....	11
图表 16: 短端利率上行速度偏快 (%).....	12
图表 17: 美债收益率走向熊平 (%).....	12
图表 18: 10 年期利差持续到挂 (%).....	12
图表 19: 美债 1 年期利率处于高位.....	12
图表 20: 市场流动性受冲击时, 缩表进程或受阻.....	13
图表 21: 利率向上突破利率走廊上限, 缩表将放缓 (%).....	13
图表 22: 资金偏紧时准备金规模占 GDP 比重回落 (%).....	13

图表 23: 资金供应失衡,准备金/非政府持有国债偏离(%).....	13
图表 24: 铜油比快速回落,金银比上行.....	14
图表 25: 房地产销售增速开始下行(%).....	14

## 1 美联储缩表的背景和历史回顾

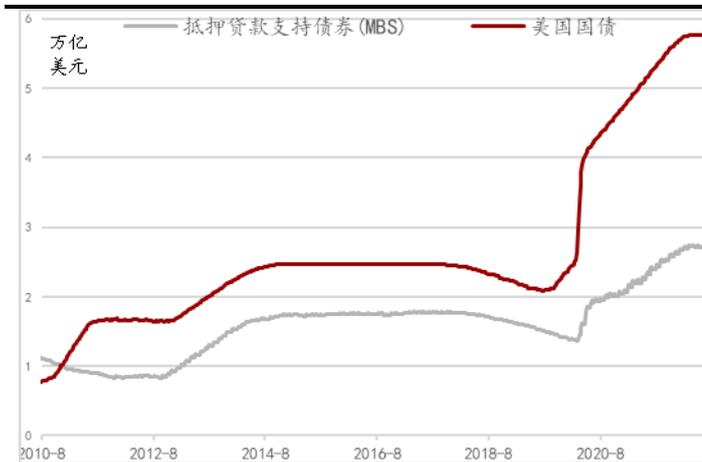
### 1.1 本轮美联储缩表、加息幅度较大，缩表紧随加息步伐

**通胀水平高企，加息幅度加大。**2022年6月美联储加息75bp，创1994年以来最大加息幅度。失业率处于低位，给美联储加息缩表提供支撑。在俄乌冲突、中国疫情导致部分产业链受阻、全球产业链尚未修复的背景下，美国通胀具有一定粘性。虽然已经开启加息50bp，5月CPI受到食品和能源价格冲击下，再度反弹上行，当前服务项价格难以回落，工资增速带来的通胀难以快速压降。未来美联储加息幅度将与通胀水平密切相关，若通胀持续居高不下，美联储仍将保持鹰派操作。

**本轮缩表力度更大，节奏较快。**2022年，美联储在6月开启缩表，初始缩表速度为最高475亿美元/月（美债为300亿美元/月，MBS为175亿美元/月），在9月加速为950亿美元/月（美债为600亿美元/月，MBS为350亿美元/月），规模接近2017年缩表上限的2倍。全年规模超过5000亿美元。从节奏上来看，上一轮缩表与加息时间间隔近2年，本次加息3月开启，缩表也在6月随之启动。

**逆回购规模快速推高，资金避险情绪升温。**美联储公开市场操作与我国央行相反，正回购是释放流动性，逆回购回收流动性。逆回购回笼资金的过程为：货币市场基金、银行等机构通过将现金存入美联储，购买国债、MBS等抵押品，通常隔夜逆回购为常用工具。隔夜逆回购利率也被设定为利率走廊的下限，是短息利率的重要的锚。美联储开启加息缩表之后，逆回购规模激增至近期高位。市场流动性过剩依然严重，金融市场货币空转压力增加，缩表带来避险情绪上行，资产荒现象也随之出现。银行的存款或部分转移到隔夜逆回购，也会减少银行在美联储持有的准备金余额。

图表1: 6月开启缩减国债、MBS债务规模 (万亿美元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 美联储逆回购规模激增 (百亿美元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

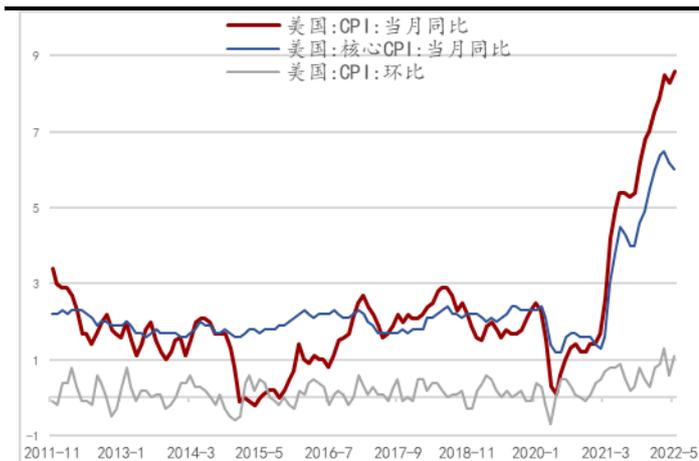
### 1.2 通胀持续高位，政策收紧势在必行

俄乌冲突加剧了全球经济前景的不确定性，供应链修复速度放缓，原油、天然气等大宗商品价格上涨，加剧了美国的通胀问题。冲突导致了能源和食品等价格上涨。美国是原油消费大国，原油价格上涨将导致居民实际收入减少，低收入群体受到的损伤相对更大。大国博弈下，俄乌冲突对经济的冲击短时间内难以解决。欧美对于俄罗斯的制裁仍将延续，全球供应链修复速度放缓，沙特、阿联酋等

OPEC成员国原油供给基本达到上限，粮食和原油的供应问题将被拉长。欧央行开启被动加息，经济衰退压力增加，而欧洲国防开支也将逐步增加。

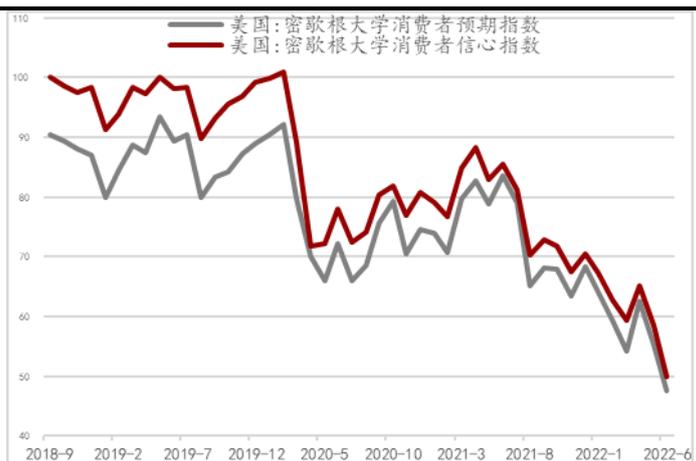
由于租金价格上涨，部分低收入家庭的财务状况出现恶化，消费者信心回落。疫后财政补贴发放等已经结束，部分家庭的财务风险增加。美国财富和收入差距拉大，经济不均衡问题加剧。疫情期间和疫后，美国家庭储蓄量边际增加，叠加对疫情的警惕意识，劳动参与率并未充分修复。为应对价格上涨，工人也在提高工资要求，劳动力供需关系偏紧。

图表3: 通胀高位的压力延续, 环比延续正增 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

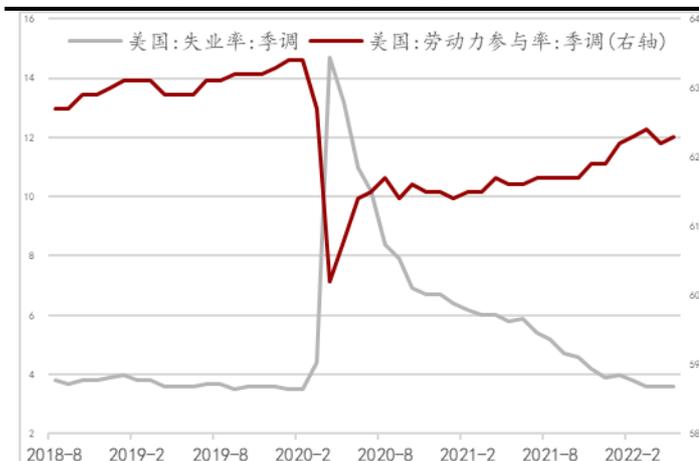
图表4: 消费者信心指数降至近几年新低



资料来源: Wind, 万联证券研究所

全球未来面对的通胀弹性、中枢高于过去。俄乌冲突和欧美制裁的影响是全球性的，碳中和的推进，短期也将部分影响供给收缩，全球未来或不得不面临持续高通胀的压力。随着欧美等发达国家央行政策收紧，商品需求预期回落，未来商品CPI将逐步下行。但服务项CPI难以大幅回落，美国经济结构中，服务业占比较高，“工资-通胀”螺旋上升的问题较难解决。虽然美国地产销售开始出现下滑，但新屋和成屋的库存依然处于历史高位，房价和租金回落的有效拐点仍需等待。核心CPI仍将表现出一定韧性。

图表5: 劳动参与率依然低于疫情前水平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 疫后经济政策不确定性抬升, 近期再度反弹



资料来源: Wind, 万联证券研究所

**美联储本轮加息开启偏晚，政策独立性受制约。**美联储政策应当具有一定的前瞻性。当经济扩张濒临通胀时，美联储应当开始紧缩货币，但本轮加息启动时点偏晚，加息速度偏快。央行独立性也受到制约，拜登政府连任的时点，美联储对通胀表态和收紧时点都受到一定干扰。

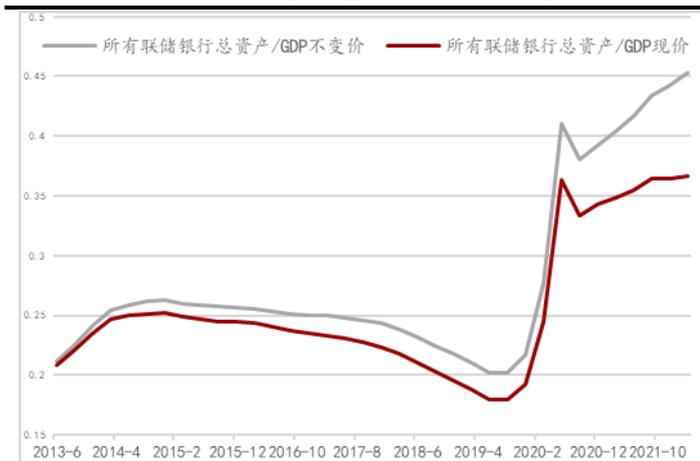
**缩表有助于减少大量超额准备金可能造成的通胀。**由于前期美联储大幅政策宽松，导致银行准备金大幅增加，基础货币也随之增长。当前通胀由多重因素共同作用，从资金角度出发，银行信贷投放增加，准备金比率将会下降，货币乘数上行，导致通胀率升高。虽然美联储有向准备金付息等多种工具用于吸收准备金，但银行放贷行为无法准确预测，工具使用仍有一定时滞，存在带动通胀上行的可能。

### 1.3 金融体系流动性过剩，改善资产负债表需求下推动缩表

**疫情期间激进的扩表和财政政策，遗留了金融体系流动性过剩问题。**为应对疫情对经济的冲击，货币政策大幅宽松，财政投放激进，货币超发的弊端也逐渐显露，金融体系流动性过剩情况普遍。

**遏制通胀和改善美联储资产负债表需求下，缩表提前提上议程。**疫情期间和疫后为应对经济下行压力，快速扩表带来美联储资产规模攀升，美联储通过大规模资产购买计划（LASP）大量购买国债、MBS，美联储资产负债表急剧扩张，超额存款准备金大幅增加。美联储资产占实际GDP比重已经高达45%，疫情前仅在20%附近波动，占名义GDP比重也达到36%。美联储资产端来看，美联储持有的国债占比大幅攀升，当前已经在65%附近；MBS当前占比超过30%，资产端持仓占比分化，美联储资产负债表质量较低。在加息进程下，容易出现美债期限利差倒挂，会影响经济和金融市场稳定，缩表有助于缓和加息预期下，期限利差倒挂的现象。

图表7: 疫后美联储资产规模占GDP比重偏高



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 美联储持有国债占比升高



资料来源: Wind, 万联证券研究所

**未来美联储货币政策或面临两难决策。**一方面是当下首要的控通胀的诉求，需要收紧货币政策，防范通胀失控的风险。另一方面，加息带来实际利率上行，可能带来需求走弱，经济下行的风险，宽松政策又面临放松的压力。疫后可以看到美林时钟的钟摆加速，政策随之调节的速度也将加快。但疫情以来，美联储政策的反应速度和前瞻性的操作上，部分受到市场诟病。

## 1.4 美联储加息、缩表历史回顾

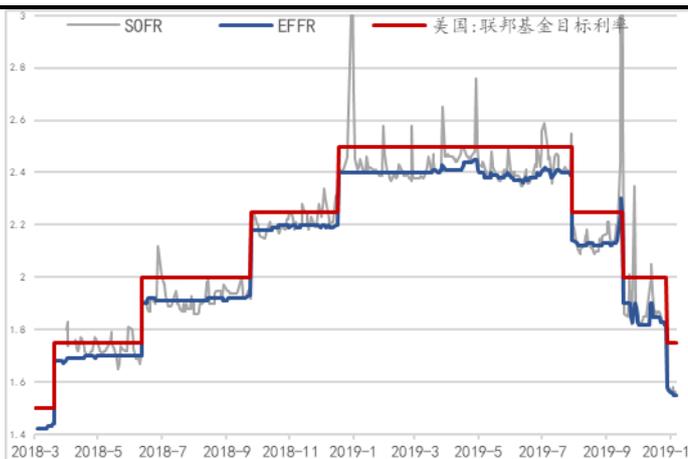
量化宽松政策退出通常分为两个阶段，即增量退出阶段和存量退出阶段。美联储停止新增购买金融资产为增量退出阶段，缩减资产负债表为存量退出阶段。美联储缩表过程中，伴随着一系列资产负债的调整。

### 1.4.1 2015-18 年加息+缩表，缩表规模上限 500 亿美元

缩表开启1年后，规模达到上限500亿美元。2015-2018年，9次加息从0%加至2.25%。2017年10月开始缩表，初始规模上限为每月100亿美元（60亿美元国债/月，40亿美元MBS/月），随后每三个月提升100亿美元（60亿美元国债，40亿美元MBS），到2018年10月，缩表规模达到500亿美元（300亿美元国债/月，200亿美元MBS/月）。

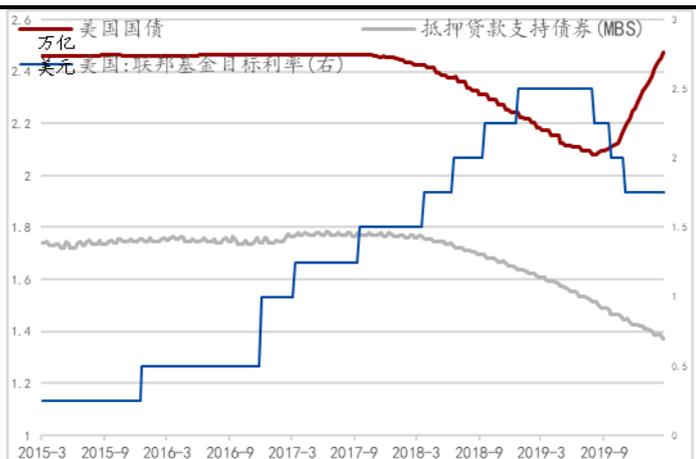
缩表带来流动性冲击，利率快速上行，缩表转向扩表。2019年下半年，缩表带来流动性快速收紧，美国联邦有效基金利率（EFFR）和隔夜回购利率突破了美联储目标利率上限，准备金规模和占比均快速下降，美国陷入回购市场危机，美联储又从缩表转向扩表。

图表9: EFFR突破目标利率，流动性偏紧 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 缩表进程比加息慢2年 (万亿美元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 1.4.2 2004-06 年“小步快跑”式加息

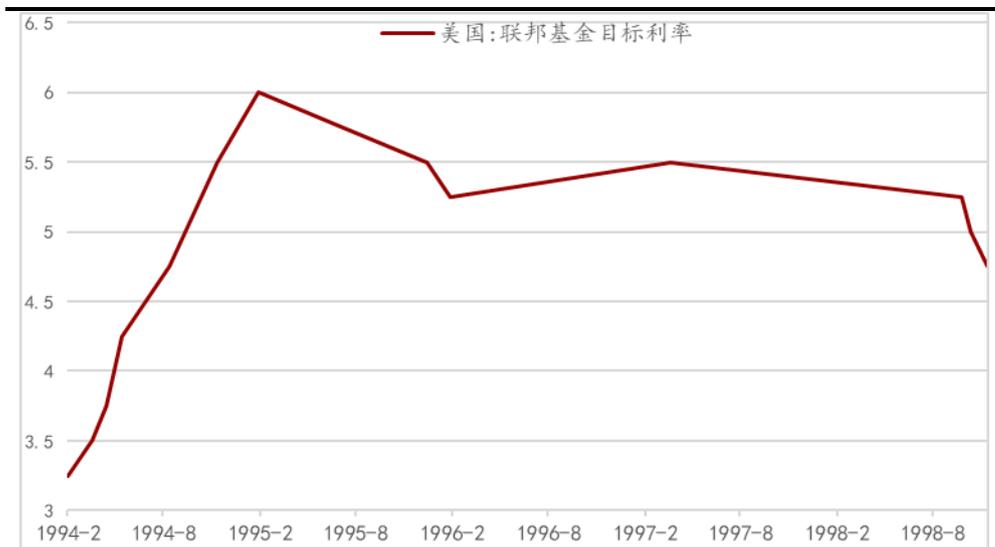
2004-2006年，17次加息从1%加至5.25%，每次加息25bp。在2005年的8次议息会议上，加息25bp贯彻全年。美联储对于加息的节奏和幅度引导偏稳定，从节奏上来讲，收紧政策偏鸽。

### 1.4.3 1994-95 年快速大幅加息，降息迅速开启，发展中国家风险扩散

1994-1995年，美联储共加息7次，且幅度较大，3次25bp，3次50bp，1次75bp，基准利率从3%加至6%。但在1995年7月就开始降息，美联储此次快速降息也导致了全球杠杆的传导，将美国风险转移到了其他地区。这一时期，墨西哥比索危机爆发，降息后美国的资本流入亚洲市场，推高了亚洲杠杆，造成1997年亚洲金融危机。需求回落导

致油气价格下滑，又进一步影响俄罗斯财政恶化，1998年俄罗斯国债期货违约，致使LTCM破产。

图表11: 1994年开启快速加息，风险被转移至其他地区 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

#### 1.4.4 1979-81 年的“沃尔克时刻”

1979-1981年，世界范围内的通胀升温，以及原油减产加剧了油价上行带来的通胀高企，沃尔克从11.2%加息至20%，抑制了两位数的通胀，美国CPI由1979年的11.3%降至1983年的3.2%，但也带来了经济衰退的压力，失业率也飙升至10%以上。此次加息、降息进程快速，且幅度较大。通过加息+缩表来缓解通胀和干预美元承压回落。鲍威尔在听证会上曾致敬了沃尔克，反映了美联储控通胀的坚定决心。

## 2 美联储缩表的影响

### 2.1 短期缓解美联储多重“燃眉之急”

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\\_43486](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43486)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn