



扬纓：美联储缩表——2018 年熊市幽灵再现？



文/新浪财经意见领袖（微信公众号 kopleader）专栏作家 扬缨



开年第一篇写于 2021 年年底，市场充斥着节日气氛。然而，笔者是不是过于乐观了？

节日气氛并没有在 2022 年开始的这几天持续。特别是美十年利率和三十年 TIPS 利率的利差（实际利率）跳涨了 33 个百分点。回看历史，在 2018 年二月和十月的量化紧缩阶段，十年期实际利率跳涨 30 个百分点之后，市场迎来了一波回调。

值得关注的是，实际利率的启动在先，而当联储会议纪要公布时（本次纪要透露 12 月会议时联储官员们开始讨论缩表），实际利率的上涨凸显。

实际利率在这一轮量宽减速、加息、缩表周期到底会涨多少？如果说历史是最好的老师，回看 2016-2018 加息周期，实际利率大约涨了 100 个百分点，而在过去的一周里，实际利率已经完成了三分之一的涨幅，可见在当前机器交易横行的时代，市场的反应是光速。

笔者想提醒投资者的是，对于通胀，特别是温和的通胀，股市的反应是良性的，是积极的，因此在 2021 年一整年中，虽然通胀相对于 2020 年是 6% 的增长，但是整体通胀还是可以接受的。可是，对于实际利率的上涨，股市的反应就不是那么友好了，因为实际利率和企业的盈利能力，转嫁通胀的能力以及股票估值有相关性，这就很容易理解这几天的避险情绪相对浓重。

再回到 12 月联储会议纪要，笔者认为最重要的是一下几点：

在整个加息周期中，缩表会是对利率市场的波动率影响最大的，特别是减持房屋抵押贷款支持证券。减量开始时，联储每月购买 400 亿房屋抵押贷款支持证券，而单此一项，其每月的再投资就达 500-600 亿。如果这项资产的最大投资人离场，留下华尔街来接盘的话，华尔街势必会对冲提前偿付风险，因此也就增加了利率的波动率。

笔者观察到，美联储在 12 月会议上讨论缩表如此重要的话题，却在公布的文本和接下来的记者招待会时只字不提，原因很可能是不希望影响圣诞新年过节气氛，但是这样做会造成市场的不信任，反而会在今后政策的实施中，引起不必要的波动。

上一篇的美国经济目前增长，短期通胀见顶的观点不变，但是短期通胀见顶回落，究竟是否会回到 4% 之上还是 4% 之下会影响资本市场对企业估值。不过通胀情况可能要到 2022 年中才能看得比较清楚。另外。欧元区通胀 5%，可是欧元区仍处在负利率，欧央行如何抽身？笔者认为欧元利率会成为全球风险风向标。

美国家庭净资产已经达到 145 万亿美元的今天，美联储如果说还在卖看跌期权 (Fed put)，那其行权价已经降低很多，因为它并不担心美国家庭净资产缩水的问题；与此同时也可以认为其开始卖看涨期权，以此来减缓资产增速。

读到这里，读者可能感到 2018 年熊市的幽灵在显现，请且慢下结论，因为整个经济基本面并不支持看熊，原因如下： 1) 联储缩表其实利好金融体系，因为之前由于监管限制，银行表上的大部分资产是以 5 个百分点的年化收益率放在美联储那里，而当联储开始缩表，银行可以有更多的利润空间，从这个侧面来增长信贷；2) 虽然通胀会影响消费者的购买欲，但是美国企业正在开启一轮资本开支增长用于支持企业成长的投资，从而利

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_36092

