



程实：警惕加息缩表的复合影响



文/意见领袖专栏作家 程实

周四，美联储 5 月议息会议决定一次性加息 50 个基点，符合市场预期。虽然美国一季度经济数据不及预期，投资者对美国未来经济增速放缓出现担忧，但鲍威尔表示美国经济仍具韧性，在控制通胀和经济衰退之间，联储仍将抑制通胀作为当前的首要任务。考虑到美国经济个人消费支出和固定投资增速仍然强劲，预计在未来 1 个季度，联储的鹰派姿态仍将继续。同时，本轮议息会议如期启动被动缩表。从历史经验来看，货币数量收缩对资本市场整体资产价格的冲击存在非线性。在美国劳动力市场供需失衡、雇佣工作模式重构，以及全球能源和粮食价格导致的通胀高波动背景下，若中长期内高通胀水平无法顺利回落至预期目标区间，市场应高度警惕联储加息和主动缩表（主动出售国债）对金融市场造成的流动性影响。



货币紧缩已迫在眉睫，将持续侧重抑制高通胀。回顾 3 月议息会议，尽管联储下调了 2022 年美国 GDP 增速，但鲍威尔仍坚持强调美国经济增长仍具空间和韧性。然而，上周公布的美国一季度 GDP 数据却远低于市场预期，GDP 季调环比折年率下滑至-1.4%。同时，美国 4 月 ISM 制造业采购经理人指数有所放缓，叠加美国国债收益率曲线倒挂的预期影响，市场对美国经济放缓将制约加息节奏的预期正在形成。然而，本轮联储一次性加息 50 个基点如期落地，反映了联储并没有过多担忧当前经济放缓的预期影响。实际上，从一季度美国经济数据来看，个人消费支出、非住宅固定资产投资以及住宅固定资产投资均有所增长，拖累美国经济增速下滑的主要因素是库存投资下滑，其中因高通胀造成的汽车批发和零售下降明显。基于我们的研究，历史上美国高通胀预期的产生和实际通胀的上行首先会传导至汽车消费。此外，4 月 ISM 制造业 PMI 对美国经济预期具有先行性，从分项来看拖累制造业 PMI 主要集中在供应端的产出和就业方面，结合美国出口数据下滑，美国企业供给生产受到约束可能与中国疫情的外溢效应有关。因此，联储如期加息 50 个基点无论从出发点还是落脚点来看均直接针对当前的高通胀问题。我们认为在未来 1 个季度，联储的货币政策将继续侧重抑制高通胀，直至有效引导通胀预期接近目标预期。

未来联储缩表节奏变化，将放大市场敏感度。正如我们预期，美联储 5 月正式官宣将在 6 月 1 日启动“缩表”。首先，进入最大上限的过渡时间为 3 个月（每月 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS）。每月最大上限为 950 亿美元（600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS），即每月缩表的最大步

幅约为资产负债表规模的 1.06%，缩表节奏比上一轮缩表（2017 年至 2019 年）快一倍。其次，美联储选择采取被动缩表方式，是因为美联储主动缩表的积极性较低。一方面，短期主动抛售国债可能会对市场整体流动性产生冲击，并放大美国和国际金融市场的敏感度。另一方面，主动出售国债不利于联储稳定市场预期，在市场具有高度不确定性的情况下，主动出售国债将影响联储前瞻指引的效果。具体来说，加息作为价格调控工具，可直接影响市场利率。投资者可通过市场信息对市场利率的调控变化进行概率预测，而市场对加息的实时预测就是对市场预期消化的过程。配合联储的前瞻指引，市场总体预期将被引导接近政策目标预期。然而，缩表作为数量工具，其对市场流动性的具体传导路径尚不清晰，较难分析货币数量收紧对某种具体资产造成的冲击。从历史的经验来看，货币数量收缩对资本市场整体资产价格的冲击存在非线性。因此，未来市场需要高度警惕，联储主动缩表对全球资产流动性产生的冲击影响。如果未来美国通胀压力持续高企，预计联储将主动卖出 MBS 以配合加息抑制通胀。相比卖出国债，美国主动卖出 MBS 对市场产生的不确定性影响较小，MBS 直接针对美国房地产市场流动性，主动卖出 MBS 可直接抑制房租通胀上行压力。

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_41119

