

## 美联储缩减资产负债表展望

### 摘要:

美联储 3 月会议纪要显示，多数官员同意每月缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS 的上限，起始阶段可能仍将以循序渐进为主，最早可能 5 月开始缩表。目前市场对 5 月加息 50BP 的预期较高。本次会议纪要释放的缩表路径更为激进，也是超市场预期的主要原因。我们预计，本次缩表的具体路径可能将于 5 月会议公布，而 5 月正式宣布缩表计划之前，美联储态度和市场预期仍将偏鹰派，支持美债、美指上行。美债期限利差倒挂的情况缩表开始后将继续出现。此外，目前市场对下半年加息路径的预期仍较为缓和。

作者：宏观经济组 李彦森

执业编号：F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式：010-68518392/ liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2022年4月7日星期四



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

- 昨晚公布的美联储会议纪要显示，官员“普遍同意”每月缩减最多 600 亿美元的国债和 350 亿美元的 MBS，可能从 5 月开始缩表。且可能需要 1 次或多次加息 50 个基点。
- 上一轮缩表开始时间为 2017 年 10 月，当时美联储提前三个多月于 2017 年 6 月宣布具体缩表路径，并且是循序渐进的缩表路径。最初每月减持 60 亿美元国债和 40 亿美元 MBS，之后每个季度多减持国债和 MBS 分别为 60 亿美元和 40 亿美元。即缩表一年之后达到最快紧缩速度，约为每月减持 500 亿美元资产（300 亿美元国债和 200 亿美元 MBS）。
- 具体的缩表方式方面，上一次缩表过程中，具体操作是以停止到期再投资的方式为主。美联储在 2017 年 6 月的文件<sup>1</sup>中提出，通过减少持有证券的本金再投资，逐步缩减美联储证券持有量。只有到期本金金额超过缩表计划上限时，才会进行到期再投资。但并未提到再投资的期现。**本次缩表的具体路径可能将于 5 月会议公布。**
- 从缩减步伐来看，如果以上次缩表节奏为准，可能的一种情况是，起始阶段每月缩减 120 亿美元国债和 70 亿美元 MBS，之后每季度缩减国债和 MBS 的量分别增加 120 亿美元和 70 亿美元。而缩表速度在一年后将达到最快的每月 950 亿美元，几乎是前一次缩表规模的 2 倍。**此次缩表步伐相对激进，这也是昨日该消息超出市场预期的主要原因。**
- 从 2009 年至 2015 年，美联储合计增持主要资产至 4.2 万亿美元（持有证券项），约占 2015 年名义 GDP 的 23% 左右。随后从 2017 年开始逐步缩减至 3.6 万亿美元，至 2019 年约占名义 GDP 18% 左右。2020 年疫情期间再度扩表，至目前主要资产约为 8.5 万亿美元左右，占 2021 年名义 GDP 的 36%。
- 目前市场预期美联储缩表目标可能为主要资产占名义 GDP 为 20% 左右，按照美国国会预算办公室预测，2022 年和 2023 年美国名义 GDP 约为 23.5 万亿美元和 24.5 万亿美元，以此计算“合理”主要资产持有量约为 4.8 万亿美元，累计缩表规模可能多达 3.7 万亿美元。如果和上一次一致，缩减持有主要资产 5% 至 30% 左右，则主要资产持有量减少至 7.2 万亿美元，缩表规模约为 1.3 万亿美元。因此，**此轮缩表周期少则 1 年多则 3 年。平均来看可能用 2 年时间缩减 2.5 万亿美元资产。**具体时间同时还取决于实际 GDP 增速。
- 目前美联储持有的美国国债和 MBS 分别约有 57600 亿美元和 27152 亿美元。其中国债剩余期限多为 1 至 5 年，1 年以内约为 1.1 万亿美元。如果美联储依然采用停止到期再投资且循序渐进的缩表方式，则 6 月开始缩表后，1 年内先行缩表 6000 亿美元左右，其中美债为 3600 亿元，如果起始阶段即每月缩减 950 亿美元资产，则一年内缩减美债 7200 亿元，也少于 1.1 万亿美元的 1 年内到期的资产。因此开始缩表后几乎确定美联储将会持续进

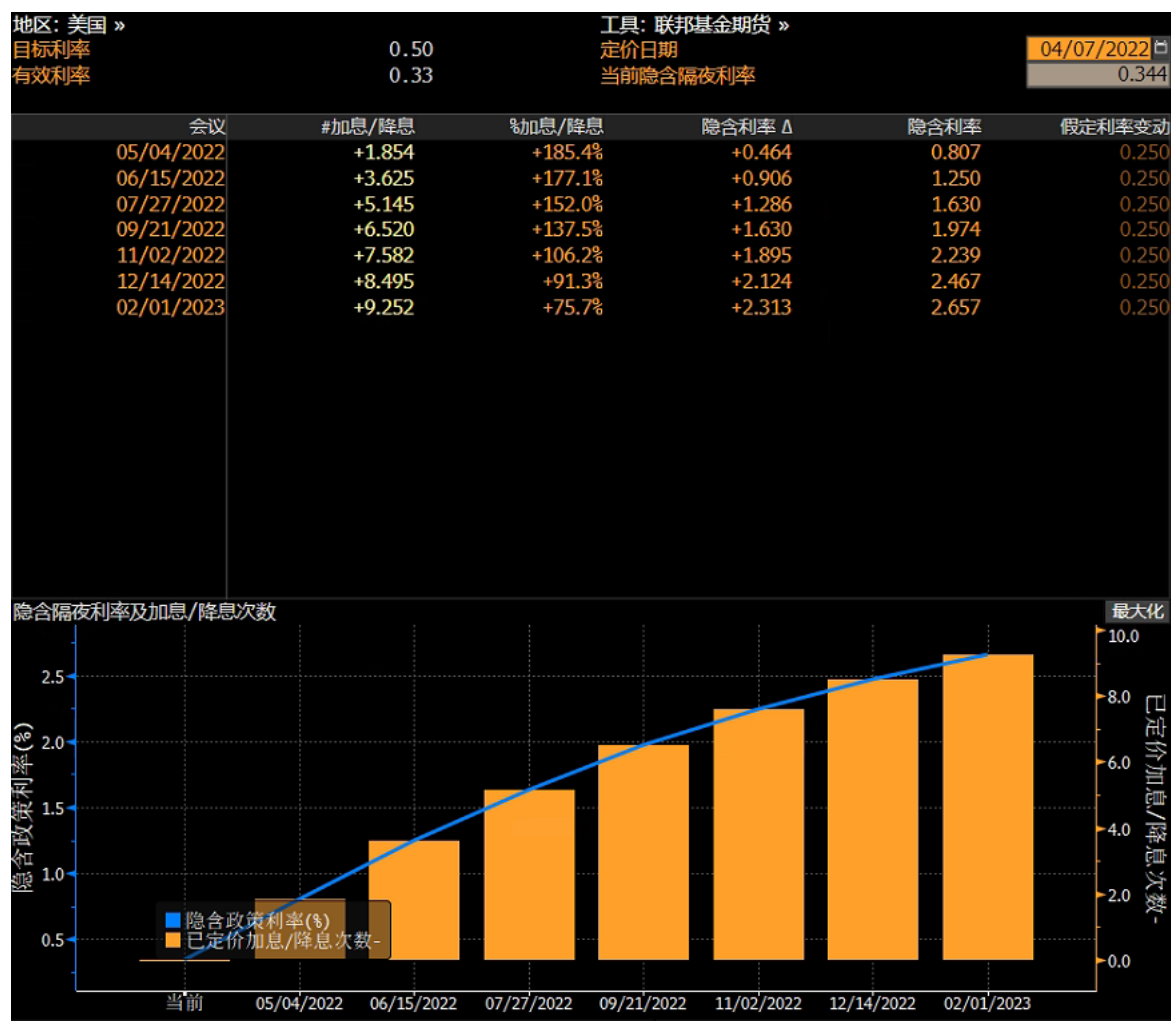
---

<sup>1</sup> 2017 年 6 月 14 日《FOMC issues addendum to the Policy Normalization Principles and Plans》

行到期再投资，长端利率上行速度仍不及短端，**美债期限利差倒挂的情况将继续出现。**

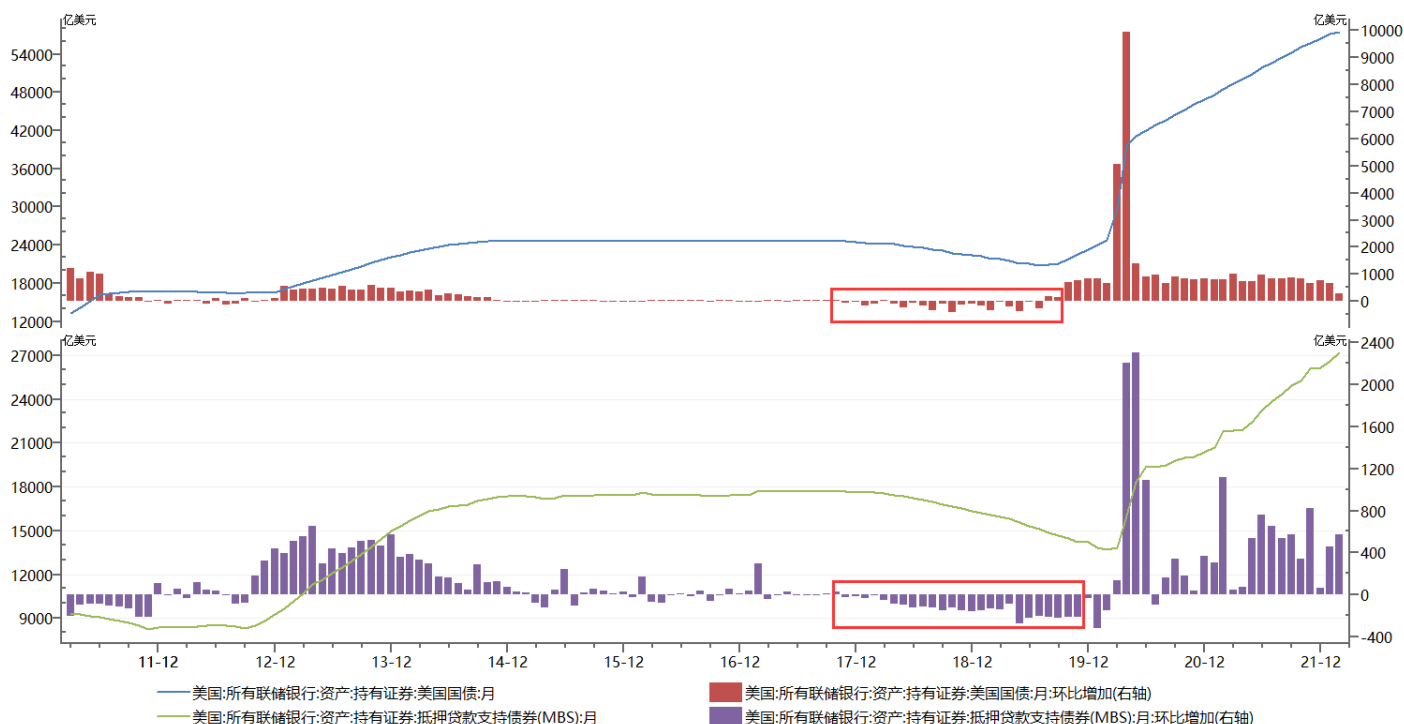
- 对于 MBS，从期限结构上看，没有 1 年内存续期限的，因此直接出售 MBS 的可能性极高。事实上从去年 12 月美联储转向鹰派以来，MBS 利率已经明显走升。
- 此外，5 月加息 50BP 的预期继续被市场计入价格中，目前联邦基金利率期货隐含的 5 月加息 50BP 概率升值 86%（此前为 75%左右），并且对 6 月再加息 50BP 的概率也高达 76%。根据此前美联储议息会议的点阵图，年内加息次数（25BP 为基准计）众数为 7 次，利率下限从 0 升至 1.75%。如果 5、6 月分别加息 50BP，意味着下半年不必要每次会议都加息，可能只在 9 月和 12 月会议加息。**市场目前对 9 月、11 月、12 月会议加息 50BP 的预期也并不强烈。**
- 持续缩表将继续对全球金融市场产生明显的紧缩效应，尤其是缩表初期叠加市场情绪影响。昨日 10 年美债利率上升和美股大幅下挫也受此影响。预计 5 月正式宣布缩表计划之前，美联储态度和市场预期仍将偏鹰派，支持美债、美指上行。对商品市场有潜在压力。

图 1 联邦基金利率所隐含的加息路径



数据来源: Bloomberg, 方正中期研究院整理

图 2 美联储上一轮缩表历程



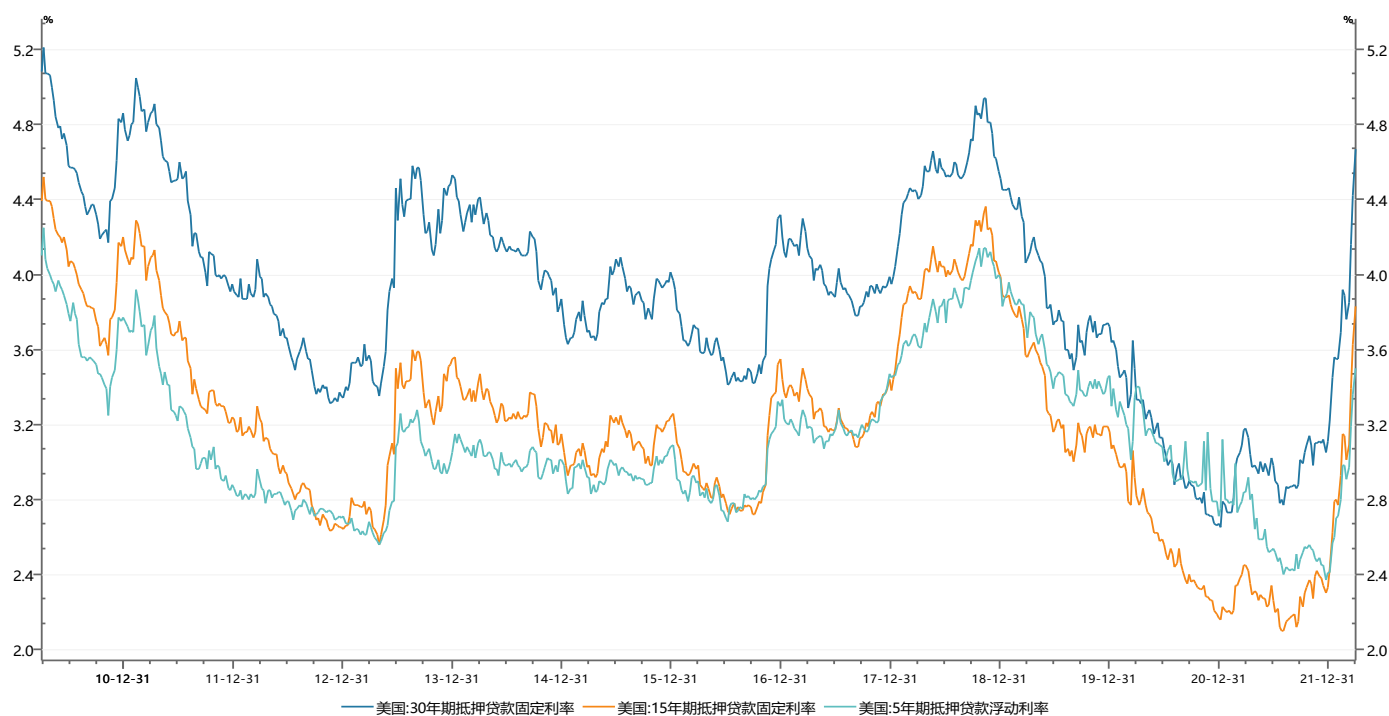
数据来源: Wind, 方正中期研究院整理

图 3 目前美联储持有资产情况（合计不含逆回购）

2022/3/31	< 15天	16-90天	91天-1年	1年-5年	5年-10年	> 10年	合计
贷款	1.20	8.35	12.87	230.77	0.00		253.19
国债	895.26	3161.95	7616.50	21977.63	9945.59	14003.37	57600.30
联邦机构债	0.00	0.00	0.00	0.00	21.34	2.13	23.47
MBS	0.00	0.00	0.37	20.22	643.80	26488.10	27152.49
MS贷款工具	0.00	0.00	0.00	147.15			147.15
市政流动性工具	0.00	0.00	0.00	29.07			29.07
TALF II 持有贷款	0.00	0.00	0.00	12.64			12.64
回购协议	0.01	0.00					0.01
央行流动性互换	2.31	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.31
逆回购协议	20407.83	0.00					20407.83
定期存款	0.00	0.00	0.00				0.00
合计	21306.61	3170.30	7629.74	22417.48	10610.73	40493.60	85220.63

数据来源: 美联储官方网站, 方正中期研究院整理

图 4 美国 MBS 利率年初开始大幅上升



数据来源: Wind

数据来源: Wind, 方正中期研究院整理

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881273
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881224
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510 室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路 360 号新上海国际大厦 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸广场 32 楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心 18 层 1807 室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路 3-15 号耀中广场 B 座 35 层 07-09 室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦 B 座 12 层 8-9 号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号津塔写字楼 2908 室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B8 座 1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心 T6 塔楼 13 层 1305 房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路 195 号上实中心 T6 号楼 10 层 1002 室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路 555 号 1105、1106 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 1107 室	021-58861093



上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路 429 号 1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号银亿外滩大厦 1706 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路 359 号福鑫大厦 1803、1804 室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路 299 号吴中大厦 9 层 902B、903 室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道 1177 号绿地国际博览城 4 号楼 1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场(王府井 A 座 11 楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号新大新大厦 5 层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 21 楼	0736-7318188
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

## 重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。