

# 宏观周报 20220407

## 加息缩表接踵而至，这次哪里不一样？

2022年04月07日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

### 相关研究

《从 EPS 到 ESG，为何海外养老金的最佳实践在北欧？》

2022-04-04

《二季度资产配置三条主线》

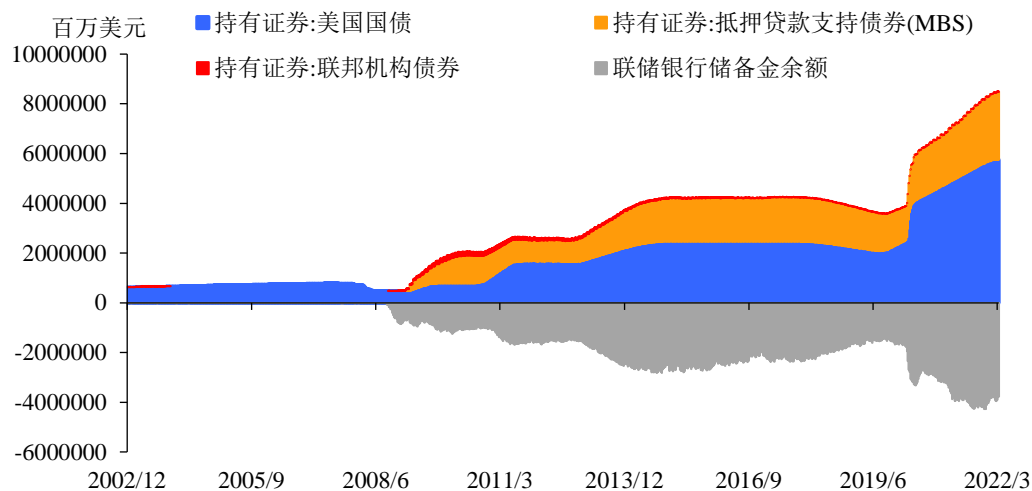
2022-04-03

《为何美联储更看重 10Y-3M 美债期限利差？》

2022-04-01

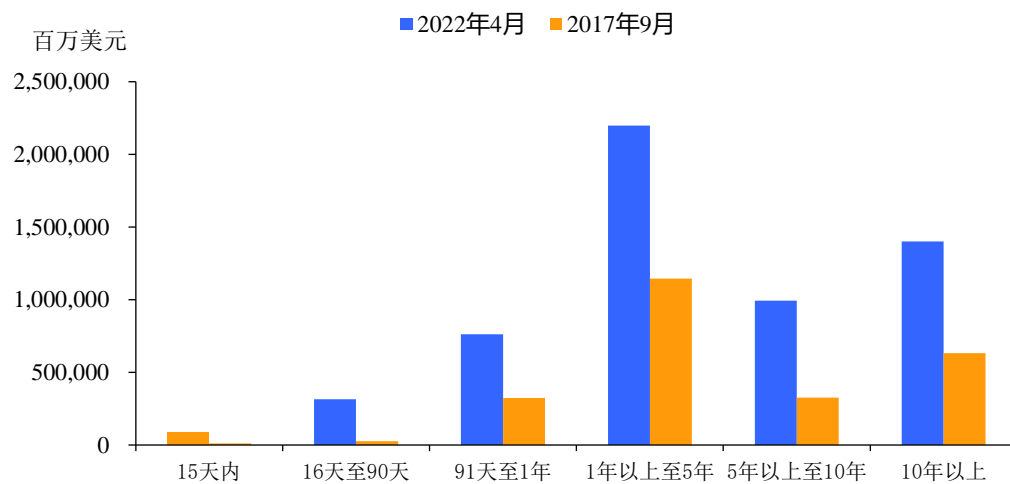
- 3月议息会议纪要较市场预期更加鹰派，缩表将加速10年期美债收益率的上行速度。议息会议纪要表明未来缩表上限很可能为每月950亿美元，受俄乌问题干扰，本次未能加息50bp。很多票委表示在未来几次议息会议上多次加息50bp是合意的。我们认为美联储将于5月议息会议启动缩表并加息50bp，缩表将对10年期美债起到更直接影响，而对美股、大宗商品等其他大类资产的影响基本可控。
- 美联储每月缩表规模上限扩大近两倍，最快将在8月达到规模上限。纪要内容与美联储副主席布雷纳德近期发言所述内容基本一致。美联储最快将在3个月内达到缩表规模上限，即每月缩减600亿美元美国国债和350亿美元MBS，共计950亿美元，而上一轮缩表上限仅为每月500亿美元。
- 加息使得住房抵押贷款利率上行，美联储或将加速MBS减持进程。截至3月末，美国30年期房贷利率已较年初上行145bp，这将拖慢MBS提前还款量。在美联储年内将加息200bp以上的预期下，美联储考虑将对MBS采取更加激进策略，即在缩表进程稳定后直接出售持有的部分MBS。
- 本轮加息周期与上轮有何不同？通过比较美联储资产负债表，目前美联储资产端规模达8.99万亿美元，资产端规模几乎是上一轮缩表前的两倍，所持美国国债占比也较先前上升近10个百分点至68%。从美联储所持美国国债规模来看，短期美债占比较先前有所上升，两年内到期债务总额达1.77万亿美元，加权平均到期年数为11.28。可见当前SOMA平均期限较短，具备快速缩表基础。
- 在上一轮缩表周期中，美联储提前3个月公布了缩表计划，设置了每月缩表上限，并通过渐进式提高每月操作规模进行有序缩表。2014年10月，时任美联储主席耶伦宣布终止量化宽松，但并未急于启动缩表。待美国就业情况明显改善后，美联储于2017年6月公布了缩表计划，后于9月议息会议上启动缩表。按照计划，美联储最初以每月减少60亿美元美债和40亿美元MBS的速度进行缩表，超量到期部分则进行展期操作。同时，FOMC让交易平台在必要时进行美元滚动策略(Dollar Roll)和息票掉期交易(Coupon Swap)以促进MBS交易。缩表启动后，美联储于每季度初提高缩表规模，并于2018年10月达到上限，即每月缩减300亿美元美债和200亿美元MBS。
- 缩表的主要逆风因素在于美国对准备金和流动性需求。市场对美联储负债的需求是影响缩表规模的主要因素之一，美联储快速减持证券将促使银行体系在扩大证券持有量的同时减少其准备金的储备量，继而影响货币市场流动性。回顾2019年缩表情况，过度缩表将导致流动性不足，使得短端利率快速上升并迫使美联储增加回购操作。
- 缩表对10年期美债的影响大于加息，在加息、缩表的共同作用下，收益率曲线倒挂情况或将有所缓和。然而依然要警惕过快缩表、大幅加息对短端利率的影响，过于鹰派的美联储或将促使10Y-3M美债利差出现倒挂。相较于加息，缩表将大幅增加美债供应量，这对10年期美债收益率的影响更加直接。2019年美联储以每月500亿美元的速度缩表时，遇到经济下行风险增大，10Y-3M美债利差于2019年6月出现倒挂。
- 缩表对资产价格的影响有限，美股和大宗商品对经济基本面的敏感度更高。回顾历史，自美联储宣布缩表直至规模达到峰值，美股和大宗商品均有良好表现，主要原因为美国经济增长较好、景气度处于上行区间。期间美股和大宗商品年化收益率分别为16.6%和26.3%，10年期美债收益率上行近80bp，总体收益排名为大宗商品>美股>美元>美债。我们认为近期驱动各类资产的核心逻辑依然为美国当前较为强劲的经济基本面，年内依然看好美元指数和大宗商品的表現。
- 风险提示：地缘政治风险超预期、美联储超预期紧缩、疫情扩散超预期

图1：美联储资产端规模达 8.99 万亿美元，准备金余额较为充裕



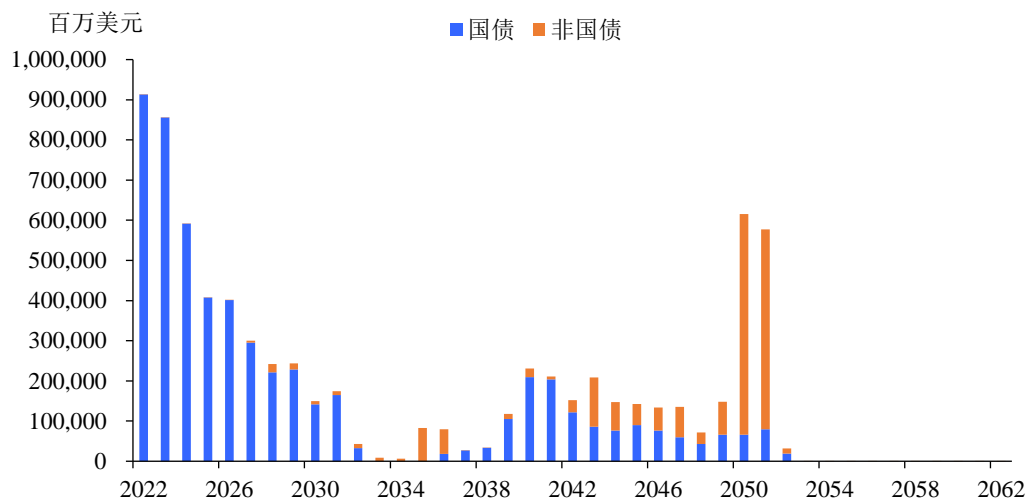
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2：美联储所持短期美债占比较前期有所上升



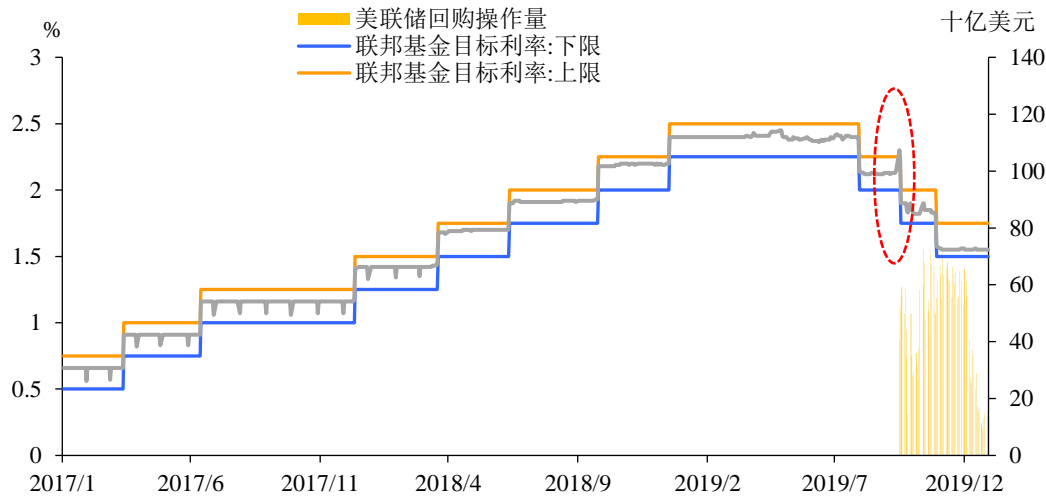
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图3：当前 SOMA 平均期限较短，两年内到期债务总额达 1.77 万亿美元



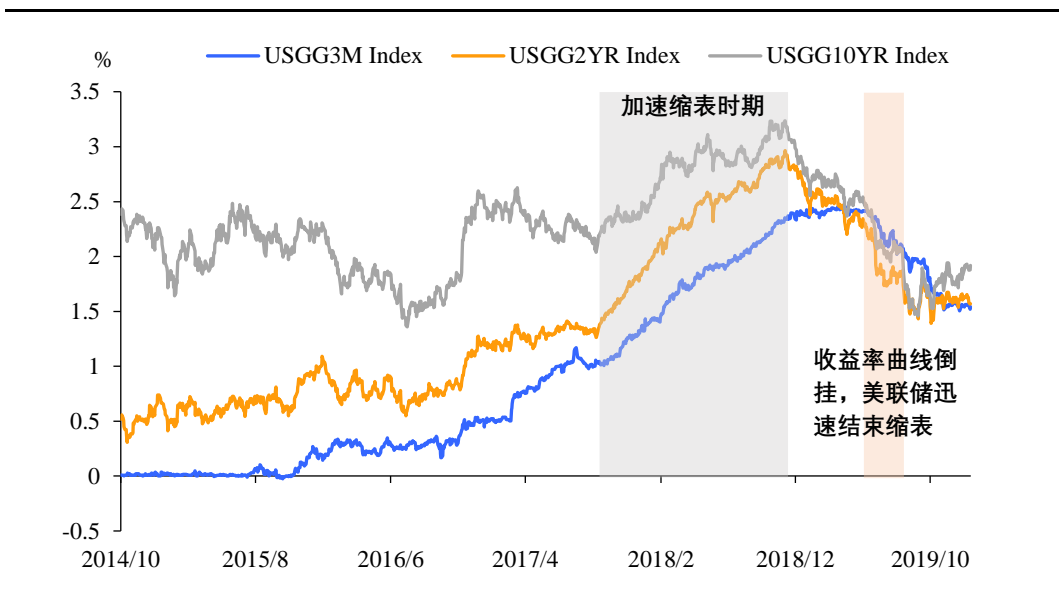
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图4：过度缩表将使得短端利率快速上升，迫使美联储增加回购操作



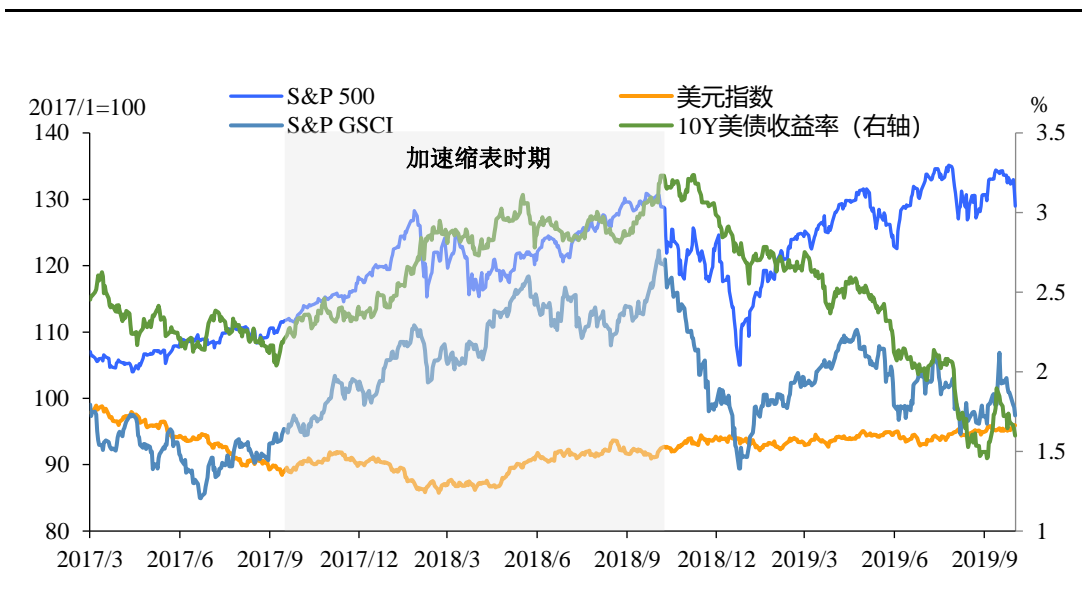
数据来源：Fred, 东吴证券研究所

图5：缩表对10年期美债收益率的影响明显增强



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图6：缩表对资产价格的影响有限



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

