

宏观深度报告 20220505

美联储缩表影响市场的三大猜想

2022年05月05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

《五一海外市场回顾：金融状况略有回暖，海外央行集体转鹰》

2022-05-04

《加息 50bp+缩表：多紧才算更紧？》

2022-05-04

《常态化核酸检测的经济账》

2022-05-02

- 美联储急于缩减资产负债表远超市场预期。根据疫情以来美国政治经济环境的变化，我们认为原因有三。一是通胀尚未见顶，超出美联储预期，单纯依靠加息则紧缩力度不足；二是扩表对金融体系带来过多干扰；三是提升资产负债表质量，为未知的风险储备政策空间。
- 美联储计划自 6 月开始以每月 475 亿美元的节奏缩表，预计将在 3 个月后将缩减规模提升至 950 亿美元上限，边际更偏鸽派。同时，为避免美债期限利差倒挂，本次缩表美联储会率先减持 T-Notes 和 T-Bonds，仅在每月到期量不及缩表规模上限的情况下停止对 T-Bills 的再投资操作。目前年内美联储所持有的美国国债每月到期规模均超 600 亿美元缩表上限，美联储具备快速缩减美国国债持有规模的基础。然而，在住房抵押贷款利率快速上行的情况下，MBS 提前还款量将有所下降，若以纽约联储提到的基准情况测算，美联储最早将于 3 季度开始主动卖出 MBS。
- 对于最终规模，我们认为这可以归结为准备金和其他非货币负债的合意规模为多大，而这里的关键问题是美联储计划在未来实施怎样的货币政策。美联储理事沃勒曾于 2021 年 12 月表示，美联储资产负债表占名义 GDP 的 20% 左右是合理的，那么缩表周期将为 3 年。但在当前美联储的政策框架下，维持合理充裕的准备金规模尤为重要。若总量充裕，即便未来流动性收缩、准备金供给减少，其对联邦基金利率的影响也将有限。因此我们认为最终的资产负债表规模很可能比沃勒所估计的要高。
- 结合历史缩表后的市场表现，我们提出以下三大猜想：第一，若缩表规模在年内达到上限，同时在加息 2-3 次 50bp 后减小到单次 25bp，10 年期美债利率有在四季度前后破 3.2% 并见顶回落的可能；第二，资金从新兴市场流出情况加剧，在美国经济一枝独秀的情况下，美国将成为资金的避风港，年内美元指数或将继续上行至 108；第三，美联储加大紧缩力度控制通胀将使实际中美利差继续缩窄，我国货币政策发力空间再度缩小，降息可能较低，但不排除国常会再度推动降准可能，年内空间在 50bp-100bp 之间。此外，人民银行或将加强结构性货币政策的使用同时通过调整存款基准利率相关政策、CBS 等工具发力，为银行降低资金成本，加大信贷投放以支持实体经济发展。

- 风险提示：美联储政策超预期，地缘政治风险加剧，疫情扰动超预期

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 为何美联储急于缩减资产负债表？ | 4 |
| 1.1. 本次美联储缩表推进速度较 2017-2019 年明显加快 | 4 |
| 1.2. 美联储缩表计划边际更偏鸽派 | 4 |
| 1.3. 影响美联储加快缩表进程的因素有哪些？ | 4 |
| 1.3.1. 疫情以来，美联储扩表规模已超金融危机时期 | 4 |
| 1.3.2. 美联储急于缩表的主因有哪些？ | 6 |
| 2. 美联储缩表路径展望 | 7 |
| 2.1. 美联储具备快速缩表基础，主动出售 MBS 可能性较大 | 7 |
| 2.2. 美联储资产负债表的最终规模 | 9 |
| 3. 美联储缩表对全球资本市场及我国货币政策的影响 | 11 |
| 3.1. 缩表对美国流动性的干扰有限 | 11 |
| 3.2. 以史为鉴，缩表对市场影响几何？ | 12 |
| 3.3. 美联储加息影响市场的三大猜想 | 15 |
| 4. 风险提示 | 16 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 此次扩表规模已超金融危机时期..... | 5 |
| 图 2: 此次扩表规模已超金融危机时期: 资产端变化情况明细..... | 5 |
| 图 3: SOMA 持仓情况..... | 6 |
| 图 4: 美联储国债、MBS 持有量占比已超金融危机时期..... | 6 |
| 图 5: 美联储具备快速缩减美国国债持有规模的基础..... | 7 |
| 图 6: 住房按揭抵押贷款利率创下 12 年新高..... | 8 |
| 图 7: 美联储最早将于 3 季度开始主动卖出 MBS..... | 9 |
| 图 8: 准备金规模大幅上升..... | 9 |
| 图 9: 准备金规模是否充裕的比较示意图..... | 10 |
| 图 10: 若美联储决定将资产负债表缩减至疫情前水平, 那么缩表周期将为 3 年左右..... | 11 |
| 图 11: 美国金融状况指数与 TED 利差..... | 12 |
| 图 12: 美国金融状况指数与 S&P 500..... | 12 |
| 图 13: 上一轮缩表期间, SOFR 频频突破联邦基金目标利率上限..... | 13 |
| 图 14: 历史 8 次缩表情形梳理..... | 14 |
| 图 15: 2017 年缩表期间, 美股、美元收益较好..... | 14 |

1. 为何美联储急于缩减资产负债表？

1.1. 本次美联储缩表推进速度较 2017-2019 年明显加快

从 taper 到缩表，本次美联储紧缩节奏大超预期。与金融危机时期的量化宽松退出路径相比，本次美联储收紧货币政策在速度和规模上都大幅超越了上一轮。同时，在近期美国通胀上行屡超预期的背景下，票委一改 3 月议息会议中 7 月初开启缩表的观点（3 月会议纪要显示 90% 的与会者支持 7 月开始缩表），希望将缩表提前至 6 月启动。

从速度上来看，taper 和缩表计划均超预期，自 taper 结束到缩表开始仅间隔一次议息会议。2013 年 12 月，美联储宣布于 2014 年 1 月开始 taper，并于 2014 年 10 月末结束。用时 10 个月将每月购债规模从 850 亿美元缩减到零；而本轮 taper 在初始缩减规模就已超过上轮的基础上，又于 2021 年 12 月提速，仅用 4 个月就将 1200 亿美元的月度购债规模缩减到零。另外，从结束 taper 到开启缩表，上轮间隔将近 3 年，且自耶伦宣布缩表计划 3 个月后才正式启动。比较之下，本轮是在 2 月结束 taper 后仅间隔 1 次议息会议就将宣布缩表计划，并将于 6 月正式启动缩表。

从规模上看，美联储每月缩表规模上限扩大近两倍。本次美联储最快将在开启缩表的 3 个月后达到缩表规模上限，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。

1.2. 美联储缩表计划边际更偏鸽派

美联储计划自 6 月开始以每月 475 亿美元的节奏缩表，预计将在 3 个月后将缩减规模提升至 950 亿美元上限，总体边际更偏鸽派。美联储将在 6 月、7 月和 8 月分别缩减所持美国国债和机构 MBS 300 亿美元和 175 亿美元，于 3 个月后，即 9 月开始分别调高美国国债和机构 MBS 的缩减规模至每月 600 亿美元和 350 亿美元。参照上轮缩表的路径，此前我们猜测初始规模为 300 亿美国国债和 200 亿机构 MBS 的组合，每月分别增加 100 亿美元和 50 亿美元直至规模上限。可见美联储此次缩表的初始规模虽较我们预期的有所上升，但由于此次并非以每月逐步提升缩表规模直至到达规模上限的方式进行，未来 3 个月的总体缩表规模较我们此前预期的有所下降，边际更偏鸽派。

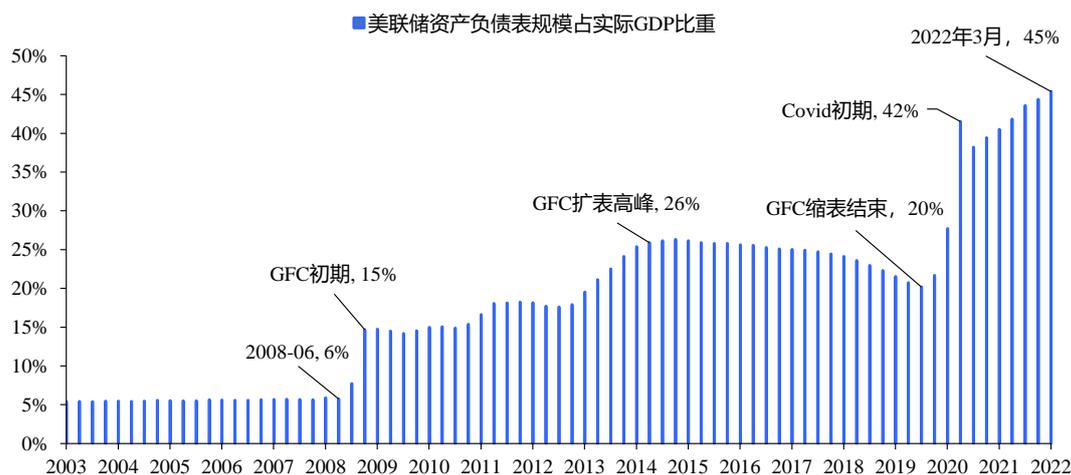
1.3. 影响美联储加快缩表进程的因素有哪些？

1.3.1. 疫情以来，美联储扩表规模已超金融危机时期

以美联储资产规模占实际 GDP 比重来看，美国本轮扩表规模不止两倍，本轮宽松力度过大，扩表规模甚至超过 2008 年金融危机时期。通过比较美联储资产负债表，目前所有联储银行资产端规模达 8.9 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%。若考虑到美国经济增长情况，以扩表规模占 GDP 比重来计算，本轮扩表后，美联储资产与美国实际 GDP 之比已达 45%，而上一轮缩表结束时这一比值为 20%，上涨近 25 个百分点。对比来看，金融危机时期该占比由 6% 上升至初期峰值 14%，且总体规模远小于当前水平。

图1：此次扩表规模已超金融危机时期



数据来源：Fred，Wind，东吴证券研究所

图2：此次扩表规模已超金融危机时期：资产端变化情况明细



数据来源：Fred，Wind，东吴证券研究所

从 SOMA 持有债务规模来看，目前美联储所持有的美债、MBS 量占市场比重均超过 20%，美联储资产负债表质量较低。美联储主要通过纽约联储购买国债、MBS 等资产达到扩表效果，而这些操作都反应在 SOMA（System Open Market Account）账目上。从当前持有量来看，SOMA 总量已达 8.42 万亿美元（截至 2022 年 4 月 20 日）。其中美

国国债占 67.5%，MBS 占 32.4%。目前美联储所持有的美国国债与 MBS 规模均突破历史新高，且从市场占比来看，也双双突破金融危机时期，分别达 25% 和 38%。虽然当前加权平均到期年数较 2017 年水平有所下降，但美联储持有证券总量占市场份额较前期有所上升。MBS 的违约风险较传统央行持有资产高出很多，资产负债表质量下滑程度可想而知，且在美联储快速加息、房贷利率跟随快速上升的情况下，这类资产质量或将进一步下降。

图3: SOMA 持仓情况

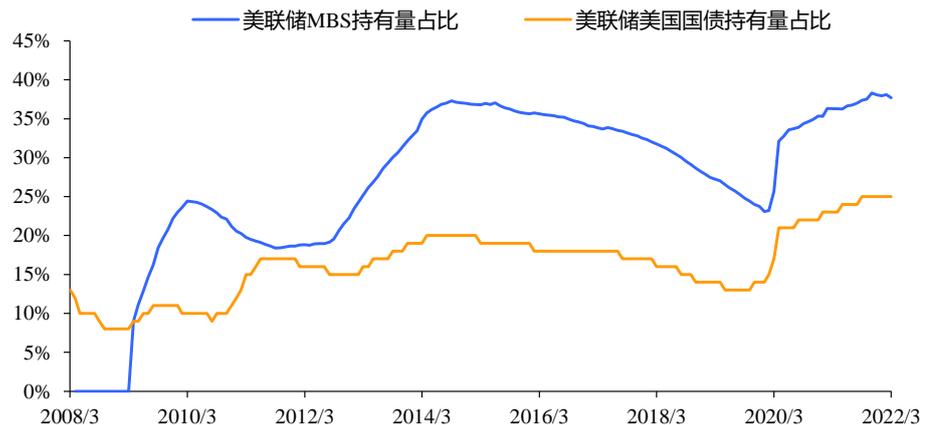
| 证券类型 | 美国国库券 (T-Bills) | 美国国库券和债券 (票据/债券) | 美国国债浮动利率票据 (FRN) | 美国国库通胀保值证券 (TIPS) | 联邦机构证券* | 机构抵押支持证券** | 机构商业抵押支持证券** | SOMA 总规模 |
|-----------|-----------------|------------------|------------------|-------------------|---------|------------|--------------|----------|
| 总额 (十亿美元) | 326.04 | 4,946.31 | 29.15 | 380.86 | 2.35 | 2,721.69 | 8.99 | 8,415.40 |

数据来源: NY Fed, 东吴证券研究所

**Fannie Mae, Freddie Mac and Federal Home Loan Bank

*Guaranteed by Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae.

图4: 美联储国债、MBS 持有量占比已超金融危机时期



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

1.3.2. 美联储急于缩表的主因有哪些?

结合上文所介绍的情况，美联储如此急于缩减资产负债表远超市场预期。根据疫情以来美国政治经济环境的变化，我们认为此次美联储急于缩表的原因有三。

一是通胀尚未见顶，超出美联储预期，单纯依靠加息则紧缩力度不足。美联储如此急于缩表与美国通胀压力有极大关联。此前美联储票委普遍期望于 7 月开始缩表，但在 3 月 CPI 数据再次超预期且还未见顶的情况下，布雷纳德等票委纷纷发言支持更早启动缩表。当前通胀压力已远远超出此前美联储所预期的基准情况，即二季度通胀即将见顶回落。然而当前供应链问题依然存在，俄乌争端又带来了新的能源问题，这一预期已被打破。因此，仅靠加息收紧金融状况、防止经济过热力度不足，而过快加息也会给美元带来过度的升值压力，将对出口部门形成不利影响。

二是扩表对金融体系带来过多干扰。大规模的宽松也对金融资产价格、房价等广义通胀领域带来干扰。在低利率环境下，QE 将债券和股票价格推至过高水平，疫情期间 S&P500 市盈率一路上升至 2021 年 3 月的 32.2，对资产回报率产生了较大影响。同时，美联储大量购买 MBS 扭曲了市场的信贷资源配置效用，抵押贷款利率于 2020 年 3 月起持续下滑至历史最低水平，30 年抵押贷款利率于 2021 年 1 月降至 2.65%，美国房屋均价同比增速也在 2021 年 5 月飙升至 17.5%，2022 年 3 月这一增速仍在 9.7% 的过高水平。

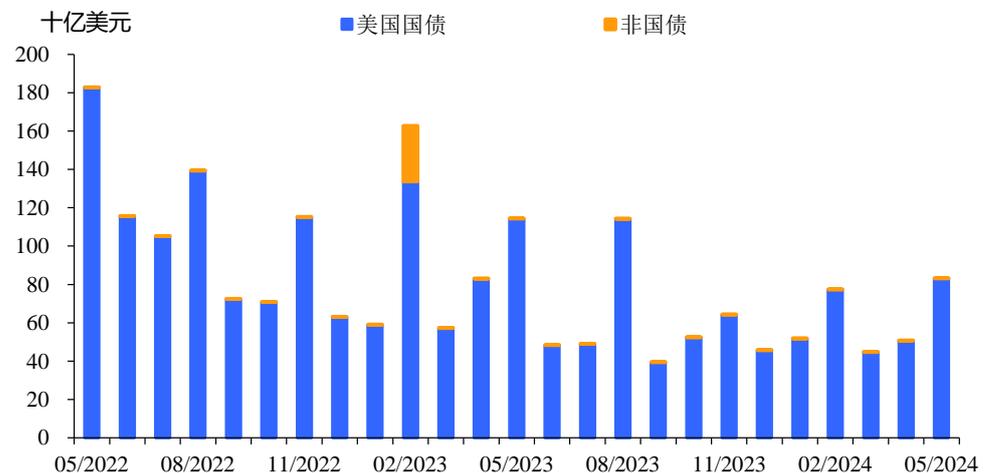
三是提升资产负债表质量，为未知的风险储备政策空间。正如上文所介绍的，美联储资产与美国实际 GDP 之比已达 45%。虽然一季度美国 GDP 增速出现负增长，但需求依旧非常旺盛，此时缩表可以为未来的诸多不确定性储备政策空间。

2. 美联储缩表路径展望

2.1. 美联储具备快速缩表基础，主动出售 MBS 可能性较大

当前美联储具备快速缩减美国国债持有规模的基础。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，未来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。年内美联储所持有的美国国债每月到期规模均超 600 亿美元缩表上限。

图5：美联储具备快速缩减美国国债持有规模的基础



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

为避免美债期限利差倒挂，本次缩表美联储率先减持 T-Notes 和 T-Bonds。本次缩表美联储将在早期对 T-Bills 进行再投资，仅在每月到期量不及缩表规模上限的情况下允许 T-Bills 到期不续作。根据纽约联储 SOMA 持仓情况来看，未来 2 年月均付息美国国债到期量超 600 亿美元，年内到期付息美国国债规模小于上限的月份为 9 月、10 月、

12月，预计第一年 SOMA 所持有的 T-Bills 总量最多减少 441 亿美元。

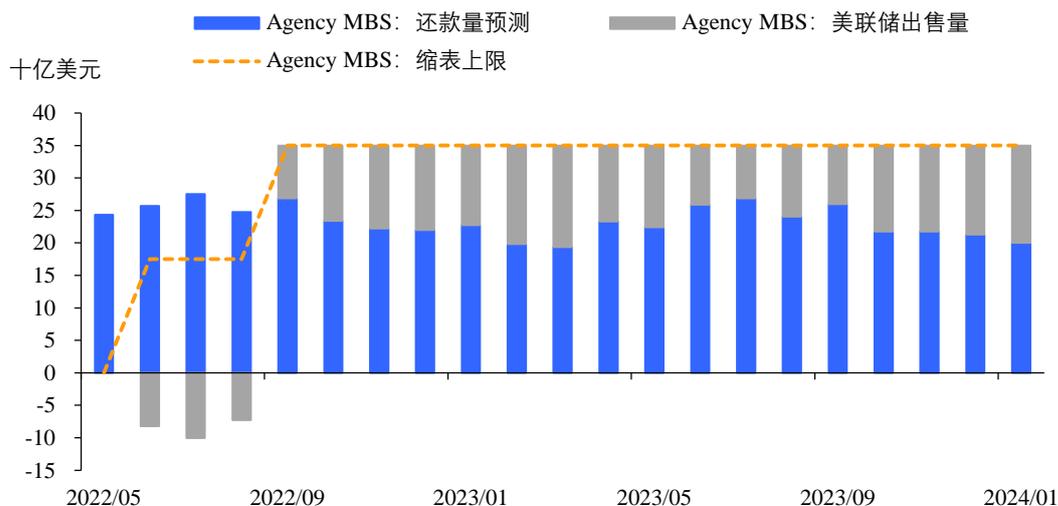
加息已使住房按揭抵押贷款利率上行，预计 MBS 提前还款量将显著减少，美联储最早将于 3 季度开始主动卖出 MBS。目前美国 30 年期住房按揭抵押贷款利率已较年初上行 189bp，在 4 月的第三周创下 12 年新高。然而在美联储加大紧缩力度，美债利率还将进一步上行的预期下，美国房贷利率预计还有继续上升的空间，这无疑将拖慢 MBS 提前还款量。根据美联储测算，未来机构 MBS 的平均月度提前还款量为 250 亿美元，若抵押贷款利率降低 1%，则平均月度提前还款量将较现在水平增加 168 亿美元。根据 FOMC 决议以及纽约联储对 MBS 提前还款量的测算，从 6 月开始以 175 亿美元/月的规模开始缩表并于 3 个月后达到缩表上限，那么美联储将从 9 月起开始主动性减持 MBS 持有量。届时，为提高 MBS 市场的流动性，美联储或将延续上一轮缩表进程中的操作方式，即指导交易台在必要时进行美元滚动策略 (Dollar Roll) 和息票掉期交易 (Coupon Swap)。

图6：住房按揭抵押贷款利率创下 12 年新高



数据来源：Freddie Mac，东吴证券研究所

图7：美联储最早将于3季度开始主动卖出MBS

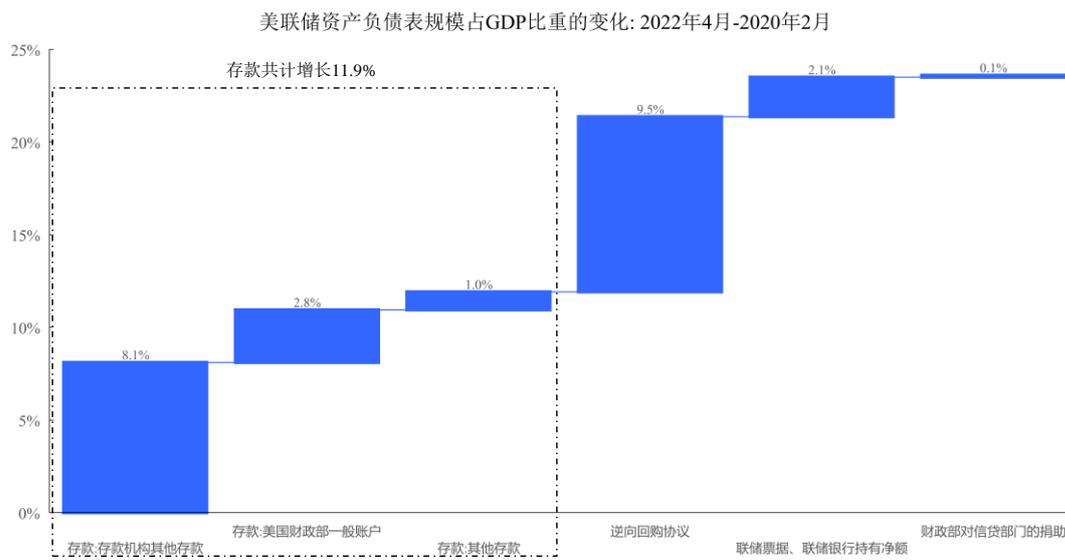


数据来源：Fed, 东吴证券研究所

2.2. 美联储资产负债表的最终规模

美联储缩表的主要逆风因素在于负债端，但在准备金供给充沛、且准备金框架进一步完善的情况下，预计这一因素不会对美联储形成太大制约。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，美联储曾因过度缩表导致流动性不足，使得短端利率快速上升并迫使美联储增加回购操作。然而在本轮扩表过后，准备金规模大幅上升。考虑到当前准备金框架完备、货币市场流动性充裕，本次缩表对流动性的冲击可控。

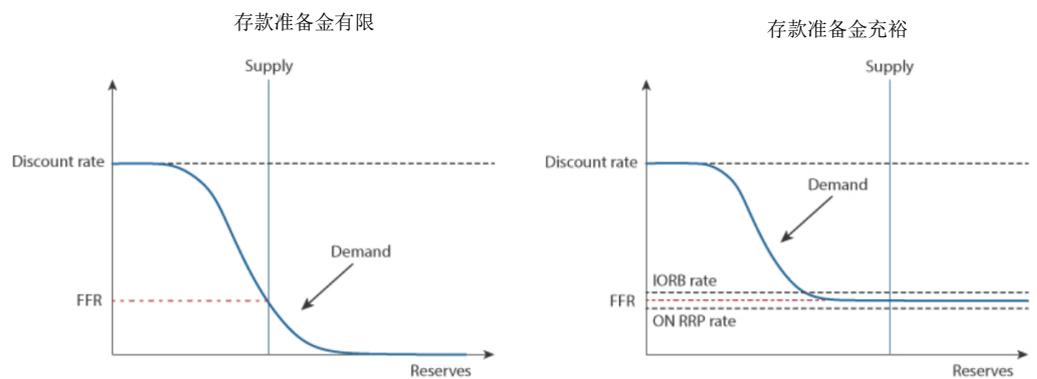
图8：准备金规模大幅上升



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

美联储资产负债表最终规模有多大可以归结为准备金和其他非货币负债的合意规模为多大，而这里的关键问题是美联储计划在未来实施怎样的货币政策。根据不同规模的准备金供应量，美联储可使用的货币政策工具会有一定差异。若准备金有限，美联储则将更加依赖公开市场操作影响联邦基金利率；若准备金充裕，那么美联储可以更多地通过价格型货币政策工具，如准备金利率、隔夜逆回购利率来进行调节。因此我们认为维持合理充裕的准备金规模尤为重要，若总量充裕，即便未来流动性收缩、准备金供给减少，其对联邦基金利率的影响也将有限。

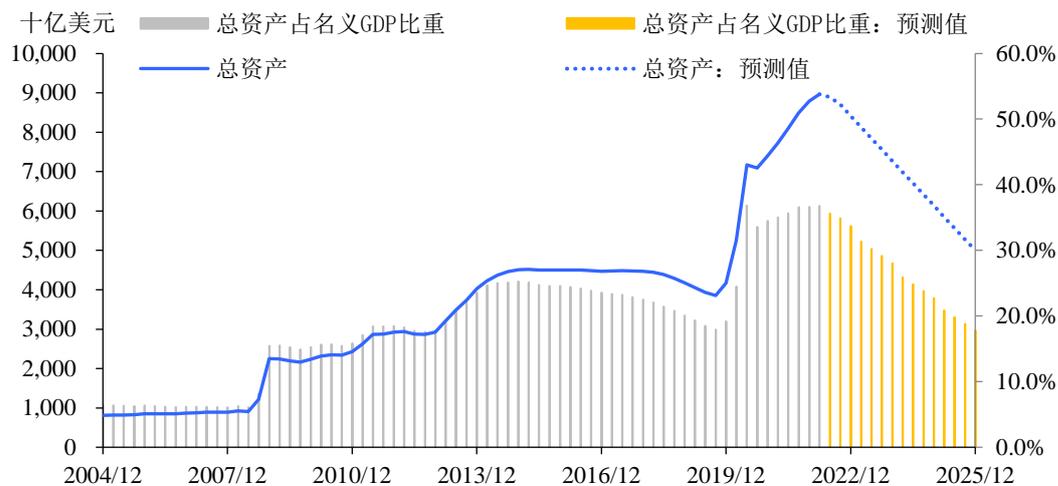
图9：准备金规模是否充裕的比较示意图



数据来源：Fed，东吴证券研究所

若美联储决定将资产负债表缩减至疫情前水平，那么缩表周期将为3年左右。美联储理事沃勒曾于2021年12月表示，美联储资产负债表占名义GDP的20%左右是合理的，即疫情前水平，而当前美国国债和机构MBS总量约占名义GDP的36%。若按3月议息会议纪要中披露的每月950亿美元缩表规模上限、不考虑缩表结束前的减速期、并以4%的名义GDP同比增速推算，美联储预计将在3年后将资产负债表缩减至合意水平，最终规模在5.8万亿美元左右。但在当前美联储的政策框架下，我们认为最终的资产负债表规模很可能比沃勒所估计的要高，提前结束缩表的可能性较大。

图10：若美联储决定将资产负债表缩减至疫情前水平，那么缩表周期将为3年左右



数据来源：Fed，东吴证券研究所

3. 美联储缩表对全球资本市场及我国货币政策的影响

3.1. 缩表对美国流动性的干扰有限

自3月末美联储票委集体转鹰后，金融状况明显收紧。3月末，美联储票委对5月加息50bp和缩表的态度出现明显转变，美国总体金融状况在布雷纳德4月5日的发言后转向，彭博金融状况指数出现明显下滑。虽然美联储还未正式开启缩表，但目前金融状况指数已经走出了2017年10月缩表规模达到上限后才有的快速下滑情形。这一方面是在于美国通胀持续超预期迫使美联储逐渐转鹰，另一方面则在于俄乌争端的影响对美国相对可控，美国经济与世界其他地区的经济增长形势出现分化。因此近期美元需求大幅上升，Libor-OIS、commercial paper/T-bills等利差走阔。同时，近期S&P 500明显回落也加剧了当前金融状况收紧的程度。

美联储准备金、隔夜逆回购规模依然较高，预计缩表对流动性影响有限。目前美元本币市场流动性依然充裕，隔夜逆回购规模仍处于1.8万亿的历史高位且准备金规模较为充裕，缩表对美国本币市场的影响有限，而联邦基金利率再次出现类似2019年9月突破目标利率区间的可能性几乎为零。未来迫使金融状况进一步收紧的主要风险点在于海外对美元的总体需求和货币政策收紧对股票、美债利差等资产价格的影响。

图11: 美国金融状况指数与 TED 利差



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 美国金融状况指数与 S&P 500



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

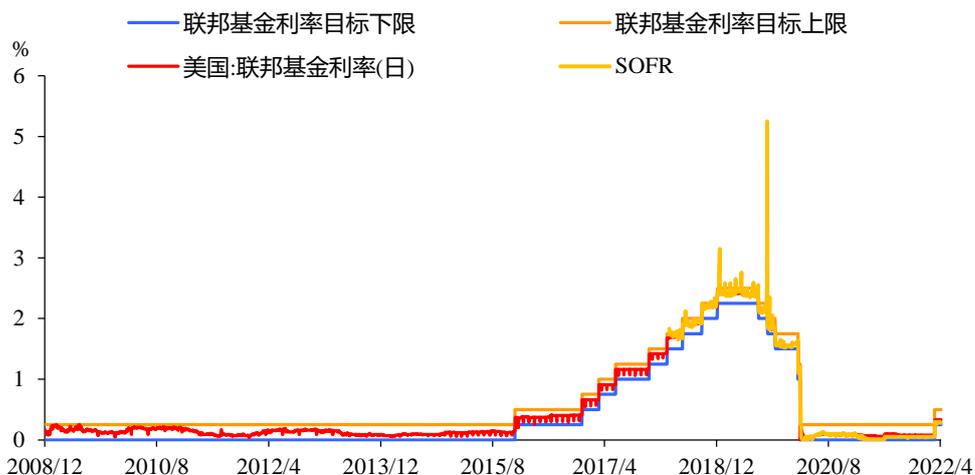
3.2. 以史为鉴，缩表对市场影响几何？

根据以往经验，缩表将促使市场波动加剧，资金将回流美国，未来美股、美元将会有较好表现。美联储此次是自 1914 年成立以来的第 8 次缩表。从宏观背景来看，本轮缩表与 1948-1950 年、2017-2019 年这两轮较为类似。这两次缩表期间美股均有较好表现。但由于数据限制，我们重点梳理 2017-2019 年间的市场表现。

1948 年战后缩表规模达 66 亿美元，缩表规模占名义 GDP 的 2%。缩表期间美股呈现先抑后扬的趋势，期间取得 5.82% 的正收益，且后续一路走强。与此同时大宗商品价格大跌，CRB 指数年化跌幅达 15.54%，直至 1950 年 4 月才企稳回升。

2017 年缩表规模最大，且占名义 GDP 比重更高，分别为 6500 亿美元和 5%。在美联储缩表不断推进、准备金储备较少的情况下，市场的恐慌情绪也不断加重，SOFR 在缩表规模到达上限前就频频突破联邦基金目标利率上限。过度紧缩致使流动性不足、经济下行压力加大，使得短端利率快速上升，10Y-3M 美债利差于 2019 年 6 月出现倒挂，迫使美联储增加回购操作量以缓解流动性危机。

图13: 上一轮缩表期间, SOFR 频频突破联邦基金目标利率上限



数据来源: Fed, 东吴证券研究所

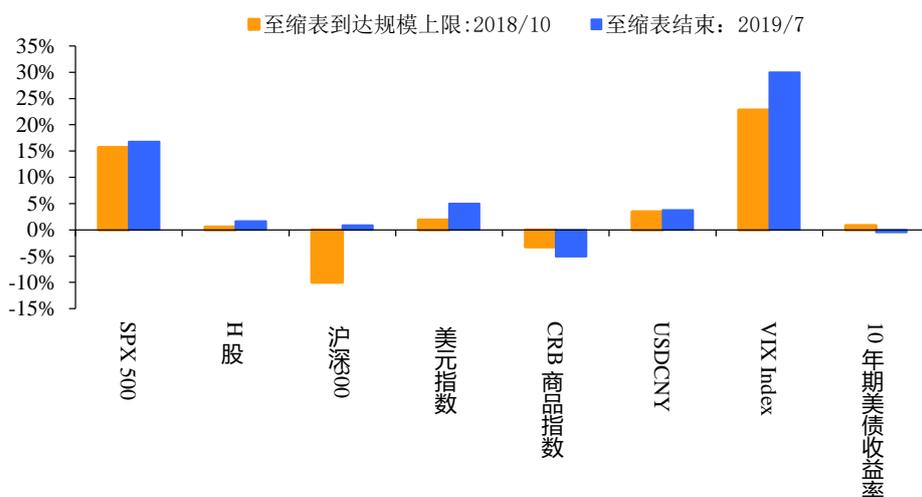
从上一轮缩表的资产表现来看, 美股、美元指数在整个缩表期间表现相对较好, 预计美债收益率将在紧缩程度达到顶峰后逐步回落。缩表期间标普指数出现短暂性跳水, 随后震荡回升, 最终取得 9.83% 的年化收益, 美元指数上涨 1.95%。10 年期美债收益率则在缩表规模达到上限后逐步回落。而大宗商品市场 CRB 指数先扬后抑, 于 2018 年 4 月见顶, 缩表期间整体年化收益率为 -2.71%。细分来看, 布伦特原油上涨 9.38%, 黄金上涨 5.12%, 铜则下跌 4.04%。

图14：历史8次缩表情形梳理

| 缩表日期 | 缩表规模(亿美元) | 资产负债表规模占名义GDP比重的变化 | 背景 |
|--------------------|-----------|--------------------|--|
| 1920.10-1921.1 | 15.6 | | 第一次世界大战结束后，美国通过战争积累的资本使得其在短期内经历了高速发展，GDP增速一度高至28.3%。美联储资产也由1917年6月的10.38亿美元增至1918年的51.38亿美元。为了防止经济过热导致的产能过剩风险上升，美联储通过缩减贴现票据和贷款来减少资产规模。 |
| 1929.11-1931.8 | 12 | | 美国自1926年6月开始经历严重的通货紧缩，消费不足、产能过剩等问题也日益显现。出于各方面压力，美联储在1929-1930年之间频繁加息减息，联邦利率从1929年初的4%降至1.5%，1930年初升至6%后又在年底降回1.5%。此次缩表的主要对象为贴现票据和贷款。 |
| 1948.10-1950.2 | 66 | 18%减至16% | 第二次世界大战结束后，美国经历了恶性通货膨胀，且美联储资产规模自三十年代的大萧条以来一直处于高位，占GDP的比重一度高至19%。战后的美国经济尽管需求回暖，仍面临较大的下行压力。1948年2月，FOMC将利率提升至1.25%，10月计划将利率提升至1.5% |
| 1960.1.12-1961.1.1 | 164 | 10%减至9% | 由于美国资本市场对未来的不确定性，美元与黄金1960年初开始大规模外流，美元面临严重的贬值压力。一方面，美联储在鼓励银行信贷和货币扩张，缓解因海外利率上升而导致的短期资本外流对美国国际收支造成的压力；另一方面，美联储通过缩表和释放储备金的方式，抵消黄金持续外流的影响。综合来看，此次缩表是迫于压力的被动行为。 |
| 1978.12-1979.7 | 197.5 | 6%减至5% | 美联储资产规模占GDP比例重新回落至接近大萧条前的水平。美国经济处于1973年石油危机以来的增长高点，然而世界范围内的通胀及原油减产加剧了石油短缺，美元面临抛售压力，消费出现颓势。美联储不得不通过加息和缩表来缓解通胀与干预美元不断承压的局面。 |
| 1999.12-2000.2 | 882 | 7%减至6% | 由于互联网热潮，美联储向市场中注入大量流动性，为了降低潜在的通胀风险，于1999年6月开始略微紧缩的政策，将利率上调25bp到约5%的水平。8月再次加息25bp至5.25%，11月再次上调25bp至5.5%。2002年2月上调25bp至5.75%。 |
| 2017.10-2019.7 | 6500 | 23%减至18% | 2017年美国基本经济良好，FOMC在6月份宣布如果经济大体上按照预期发展，将在今年开始实施资产负债表正常化计划。具体计划指出，FOMC将通过减少美联储从系统开放市场账户中持有的证券中收到的本金支付的再投资，逐步减少美联储的证券持有，9月宣布缩表将于10月正式开始。在缩表开始之前，美联储通过4次加息将目标利率上限提升至1.25%。 |

数据来源：Fed, Bloomberg, 东吴证券研究所

图15：2017年缩表期间，美股、美元收益较好



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

3.3. 美联储加息影响市场的三大猜想

综上所述，我们提出以下三大猜想：

第一，若缩表规模在年内达到上限，同时在加息 2-3 次 50bp 后减小到单次 25bp，10 年期美债利率有在四季度前后破 3.2% 并见顶回落的可能。结合 FOMC 议息会议决议，第一年缩表将促使资产负债表规模占名义 GDP 比重下降约 2 个百分点。预计缩表将从信号效应、投资组合余额两方面影响美债收益率，将推动 10 年期美债到期收益率继续上行。然而，自 4 月 5 日布雷纳德透露缩表计划以来，10 年期美债到期收益率已上行约 60bp，缩表在很大程度上已被 price-in。根据鲍威尔在新闻发布会上的讲话，美联储很可能在通胀被控制住后，即见顶回落后将加息步伐缩减回 25bp。因此，若缩表规模在年内达到上限，同时在加息 2-3 次 50bp 后减小到单次 25bp，那么 10 年期美债到期收益率在四季度甚至更早的时间点见顶回落的可能性将大大加强，我们预计顶部或在 3.2% 水平。

第二，资金从新兴市场流出情况加剧，在美国经济一枝独秀的情况下，美国将成为资金的避风港，年内美元指数或将继续上行至 108。虽然一季度美国 GDP 增速回落至负区间，但从其结构上看，美国消费、进口需求依然很强。另一方面，俄乌争端对美国的影响较小，美国与欧洲经济增长分化加深，因此即便美联储加大紧缩力度也不影响美国经济基本面在全球市场的比较优势，我们继续看好美元、美股，但在恐慌情绪加大的影响下还要警惕市场大幅波动。

第三，美联储加大紧缩力度控制通胀将使实际中美利差继续缩窄，我国货币政策发力空间再度缩小，降息可能较低，但不排除国常会再度推动降准可能。同时，人民银行或将继续加强结构性货币政策的使用同时通过调整存款基准利率相关政策、CBS 等工具发力，为银行降低资金成本，加大信贷投放以支持实体经济发展。近期欧央行、加拿大央行、澳洲央行等各大央行均已开启货币政策常态化进程，且紧缩力度均超预期。我国央行虽领先其他央行，较早的完成了货币政策常态化进程，但在经济下行压力不断积累的情况下，亟待政策发力支持实体经济发展，这与美联储执行货币政策的方向相悖。在这一形势下，实际中美利差已于年初不断下滑，虽在两会后因降息预期落空而出现短暂回升，但名义中美利差已于 4 月转负。鉴于缩表对长端利率存在直接影响，这一趋势将很难扭转，热钱流出我国的压力依然存在。虽说中美利差对直接投资的影响有限，但在防疫措施加码的情形下，预计来华直接投资或将有所减少。人民币汇率也将持续承压。

综合来看，我们认为未来降息空间已基本消失，但不排除国常会因经济下行压力过大而推动 1-2 次降准的可能，全年空间在 50bp-100bp 之间。结合近期政治局会议精神及人民银行的表态，加大再贷款的使用将是目前人民银行支持实体经济、撬动信贷投放的主要发力点。同时，在目前我国可用货币工具有限的情况下，预计人民银行通过调整存款基准利率相关政策、加大 CBS 操作规模等方式发力，为银行降低资金成本，从而支持银行加大信贷投放力度、降低实体综合融资成本以支持国内经济发展。

4. 风险提示

美联储政策超预期：美联储有因通胀、供应链问题而进一步加大货币政策紧缩力度的可能。

地缘政治风险加剧：俄乌争端尚未结束，对俄制裁力度有进一步加大可能，其对全球能源、粮食供给的影响或将加剧。

疫情扰动超预期：新冠变异毒株传播速度及其影响仍有不确定性，或将导致各国防疫政策出现变动。

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>

