

拂尘见金，破解缩表的“联络图”

——美联储缩减资产负债表专题研究

✍️ : 孙付 执业证书编号:S1230514100002 吴伟 (联系人)
☎️ : 021-64718888-1308 021-80108134
✉️ : sunfu@stocke.com.cn wuweil@stocke.com.cn

报告导读

2017年5月，美联储公开市场操作委员会就缩减其资产负债表达成共识，预计在2017年年底开始启动缩表。美联储强调“以渐进的、可预见的方式来降低美联储的证券持有量”地方式进行缩表。随着缩表的临近，本文分析了美联储缩表的背景、原因，详细拆解美联储的资产负债表，并预测美联储缩表的进程以及对整个金融市场的影响。

投资要点

1. 美联储资产负债表过大是次贷危机后三轮量化宽松所形成的。资产购买对美国后危机时代的“去杠杆”过程意义重大，一方面支持资产价格，一方面通过扩大基础货币稳定了需求。在美联储资产负债表上分别表现为，资产端扩大了证券类资产的规模，负债端大量投放了基础货币。
2. 美联储缩表源于保持货币政策灵活性，降低通货膨胀风险、资产减值风险、住房贷款补贴负担和超额准备金利息负担。
3. 缩表是解决经济周期风险和政治风险的最优选择，缩表的具体措施对应着上述风险。

风险	解决风险的关键
货币政策灵活性	把握好加息与缩表之间的关系
通货膨胀风险	控制美元货币供应量，收缩基础货币
资产估值风险	降低美联储资产长端利率敞口，重新配置短债
住房贷款补贴	降低贷款补贴幅度，逐渐降低MBS规模
超额准备金利息	降低超额准备金规模，逐步更改超额准备金规则

相关报告

报告撰写人：孙付
数据支持人：吴伟

“美联储套利交易”的存在使得海外超额准备金的比例上升，随着套利条件的打破，缩表将收缩海外超额准备金，从而收紧海外美元流动性。

4. 货币市场正常化意味着结束量化宽松以来的金融市场扭曲的状态，将修复期限利差和风险利差，但这一过程较为缓慢。缩表的过程比较痛苦，预计美联储采取1947-1952年的模式缓慢地主动缩表，在未来5

年缩至原表的 80%。在主动缩表结束后，通过经济增长来实现自然缩表。

5. 从历史经验来看，主动缩表利空债市，利多股市。1947-1952 年美联储和 2006 年日本银行的主动缩表均发生在经济复苏时期，缩表带来国债收益率的小幅上行。受盈利改善的驱动，股市上涨。
6. 预期对市场的影响为：美国国债的期限利差将上升，主要表现为长端利率的上升；美国 MBS 的利差、信用利差将上升；将从海外银行抽取流动性，冲击新兴市场国家，支撑美元指数；将打击商品市场。

正文目录

1. 美联储的资产负债表的重要性	6
1.1. 美联储的资产负债表与基础货币投放	6
1.2. 美联储的资产负债表与量化宽松	6
1.3. 美联储现有资产负债表的结构	8
2. 美联储为什么要缩表	9
2.1. 货币政策灵活性：为下次危机储备货币政策工具	9
2.2. 通货膨胀风险：美国临近充分就业和特朗普松绑金融监管	10
2.2.1. 美国的就业及潜在产出情况	10
2.2.2. 美国货币乘数正在缓慢恢复	12
2.2.3. 特朗普松绑金融监管，或使货币乘数反弹加速	12
2.3. 资产减值风险：长端国债占比较高，利率上行导致潜在损失	13
2.4. 住房贷款补贴风险：房地产市场复苏强劲，信贷补贴退出正当时	13
2.5. 超额准备金利息风险：加息抬升利率走廊，利息支出大幅激增	15
3. 美联储怎么缩表	15
3.1. 以管窥豹，重温美联储货币政策正常化规划	16
3.2. 缩表的方式：自然缩表、主动缩表、被动缩表	17
3.3. 缩表的目标：危机前水平、保持货币均衡水平、历史经验水平	19
3.4. 缩表的过程：5年期的平稳的主动缩表，而后长期自然缩表	20
3.4.1. 从影响资产端结构的角：降低国债的久期，退出 MBS	20
3.4.2. 从影响负债端结构的角：打破“美联储套利”模式，海外美元回流	21
4. 资产负债表对市场的冲击	22
4.1. 美联储失败的去杠杆：1920-1921 年和 1929-1933 年主动缩表	22
4.2. 美联储和谐的去杠杆：1947-1951 年战后主动缩表	22
4.3. 日本银行 2006 年的缩表	23
4.4. 预计风险资产的价值回归	25

图表目录

图 1: 美联储购买证券对各经济主体资产负债表的影响	6
图 2: 美联储资产负债表（资产端，单位：十亿美元）	7
图 3: 美联储资产负债表（负债端，单位：十亿美元）	7
图 4: 美联储资产负债表（资产端比例，2017-05-10）	8
图 5: 美联储资产负债表（资产端比例，2007-01-03）	8
图 6: 美联储资产负债表（负债端比例，2017-05-10）	9

图 7: 美联储资产负债表 (负债端比例, 2007-01-03)	9
图 8: 美国准备金结构变化	9
图 9: 总供给曲线	10
图 10: 美国新增非农就业数据	11
图 11: 美国劳动参与率数据	11
图 12: 美国失业率数据	11
图 13: 美国松弛条件兼职人数和小时工资数据	11
图 14: 美国核心 PCE (1982-2017)	12
图 15: 美国产出缺口 (1982-2017)	12
图 16: 美国 2000 年以来货币乘数变化	12
图 17: 美国 2015 年以来的货币乘数变化	12
图 18: 美国 NAHB 住房市场指数	14
图 19: 美国房地产价格	14
图 20: 美国房地产去化周期	14
图 21: 美国营建许可、新屋开工、新屋销售数据	14
图 22: 美国房利美 30 年 OAS (Current Coupon)	14
图 23: 美国货币政策正常化以来期间利差的变化 (%)	17
图 24: 1914-2012 年美联储总资产/GDP (%)	18
图 25: 美国名义 GDP 同比增速 (%)	18
图 26: 美联储资产负债表 (资产端) 占 GDP 的比例	19
图 27: 美联储资产负债表 (负债端) 占 GDP 的比例	19
图 28: 2017-4-12 美联储持有国债的期限结构 (亿美元)	20
图 29: 2017-4-12 美联储持有 MBS 的期限结构 (亿美元)	20
图 30: 2007-1-3 联储持有国债的期限结构 (亿美元)	21
图 31: 商业银行准备金持有情况	21
图 32: 1915-1925 年美联储资产构成	22
图 33: 1925-1935 年美联储资产构成	22
图 34: 1945-1955 年美联储资产构成	23
图 35: 1915-1955 年美国 GDP 增速与通胀率 (%)	23
图 36: 1915-1955 年 S&P500 走势	23
图 37: 1915-1955 年 10 年期美国国债收益率走势 (%)	23
图 38: 1999-2008 年日本 GDP 增速 (%)	23
图 39: 1999-2008 年日本 CPI 同比 (%)	23
图 40: 1999-2008 年日本央行总资产规模 (十亿日元)	24
图 41: 1998-2011 年日本央行资产构成	24
图 42: 1999-2007 年日经 225 走势	24
图 43: 1999-2007 年 10 年日债收益率 (%)	24
图 44: 1999-2007 年日元走势	25
表 1: 2008 年以来美联储资产负债表扩张路径	7
表 2: 2017 年 5 月 10 日美联储资产负债表 (单位: 亿美元)	8
表 3: 2007 年 1 月 3 日美联储资产负债表 (单位: 亿美元)	8
表 4: 2017 年 4 月 12 日美联储持有证券的期限结构	13
表 5: 2007 年 1 月 3 日美联储持有证券的期限结构	13

表 6: 2017 年 5 月 19 日美联储资产负债表的准备金利率	15
表 7: 解决缩表问题的关键	15
表 8: 《货币政策正常化原则及规划》要点	16
表 9: 加息及缩表对国债利率的影响	16
表 10: 三种缩表方式的比较	17
表 11: 基于不同理由的缩表目标	19

1. 美联储的资产负债表的重要性

美联储资产负债表过大是次贷危机后三轮资产购买（量化宽松）形成的。资产购买对美国后危机时代的“去杠杆”过程意义重大，一方面支持资产价格，一方面通过扩大基础货币稳定了需求。在美联储资产负债表上分别表现为，资产端扩大了证券类资产的规模，负债端大量投放了基础货币。

1.1. 美联储的资产负债表与基础货币投放

下图给出美联储进行资产购买分别对美联储和商业银行资产负债表的影响过程。

图 1：美联储购买证券对各经济主体资产负债表的影响

情景：美联储购买1亿美元证券				A银行	
美联储				资产	负债
资产	负债				
证券	+1亿美元	准备金	+1亿美元	证券	-1亿美元
				准备金	+1亿美元

资料来源：浙商证券研究所

资产购买的影响包括以下几点：

- 第一、扩张美联储的资产负债表。**如图所示，美联储通过资产购买可以实现主动的扩表，能够从资产端增加持有债券，而从负债端增加银行的准备金。
- 第二、保证商业银行和私人的资产负债表不减值。**在危机中，整体利率环境的上行，会导致资产价格的减值。商业银行在危机的初期，资产减值，资本充足率下降。为了保护商业银行的资产负债表，美联储通过资产购买计划为资产价格进行了托底，商业银行和私人部门能够和谐地完成“去杠杆”的过程，避免去杠杆过程中被迫贱卖资产，导致存量资产价格下行、资产负债率不降反升的情况出现。
- 第三、扩大了基础货币。**美联储通过资产购买从资产端扩大了其资产规模，而从负债端用于资产购买的资金又回流进入银行系统构成了存款类金融机构在美联储的存款，也就是银行准备金。基础货币等于流通中的现金加上银行准备金，基础货币得以扩张。

但资产购买并不会引发货币供应量的增加。虽然资产购买扩大了基础货币，但是由于次贷危机导致的信贷不畅，货币的派生效应有所趋缓。派生存款指银行由发放贷款而创造出的存款，是原始存款的对称，是原始存款的派生和扩大，是指由商业银行发放贷款、办理贴现或投资等业务活动引申而来的存款。派生存款产生的过程，就是商业银行吸收存款、发放贷款，最终使用者又将其存入银行，形成新的存款额，最终导致银行体系存款总量增加的过程。由于货币派生放缓导致货币乘数下降，实际的货币供给（M1、M2）并未显著增加，未导致通货膨胀。

1.2. 美联储的资产负债表与量化宽松

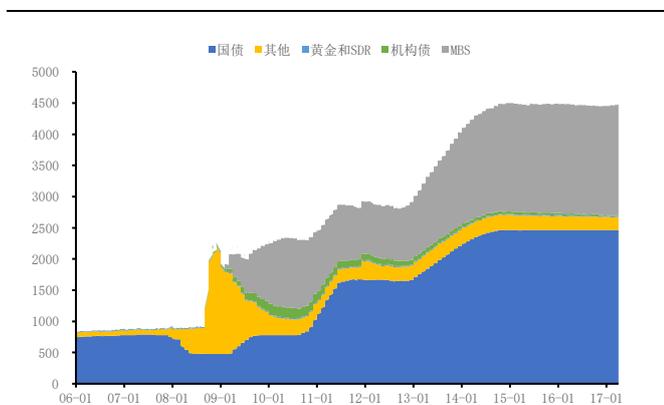
从 2007 年 9 月金融危机开始前至今，美联储从金融纾困起，实施 3 轮大规模资产购买政策，使美联储资产规模扩张了五倍，从危机前的 8000 亿美元增至 4.5 万亿美元左右。

表 1：2008 年以来美联储资产负债表扩张路径

事件	具体情况
金融纾困 (2007 年 12 月- 2008 年 4 月)	在 2007 年 12 月 12 日，美联储推出短期资金标售工具 (TAF)，向银行发放固定金额的贷款，贷款利率通过竞争性拍卖决定。在 2008 年 3 月 11 日，推出定期证券借贷工具 (TSLF) 为信贷市场提供用作抵押品的国债。2008 年 3 月 14 日，美联储通过向 J.P. 摩根发放无追索权的贷款，买入贝尔斯登 300 亿美元资产，为 J.P. 摩根收购贝尔斯登提供便利。2008 年 3 月 16 日，启用一级交易商信贷工具 (PDCF)，向一级交易商开放贴现窗口。2008 年 6 月起，美联储开始对 Maiden Lane LLC 发放贷款，2008 年 12 月 17 日当周美联储持有的 Maiden Lane II LLC 的资产净额约为 200 亿美元，之后开始缓慢减少，目前在美联储资产负债表中仍设有专门科目记录，截至 2017 年 4 月 12 日，联储持有的 Maiden Lane II LLC 的资产净额为 17.08 亿美元。2008 年 9 月 16 日，美联储向 AIG 发放 850 亿美元的贷款，对其实施救助，2011 年 AIG 完成了贷款偿还。
第一轮量化宽松 (2008 年 11 月 启动)	2008 年 11 月 25 日，美联储宣布开始第一轮 QE (QE1)，购买了由房利美和房地美担保的总计 1.25 万亿美元的抵押支持证券 (MBS)，占美国 GDP 的 8.59%，以刺激 MBS 市场，降低住房抵押贷款利率，推动房地产市场发展。截止到 2010 年 4 月 28 日，美联储所持有的 MBS 规模达到 10964.16 亿美元，占美国 GDP 的 7.36%，美联储资产负债表规模扩至 2.3 万亿美元，占美国 GDP 的 15.68%。
第二轮量化宽松 (2010 年 12 月 启动)	2010 年 12 月，美联储宣布进行 QE2，购买 6000 亿美元的长期国债，每月利息约 750 亿美元，目的是为了降低长期利率，增加投资支出，刺激经济。截止到 2011 年 6 月 QE2 结束，美联储所持有的国债规模达到 7663.49 亿美元，占美国 GDP 的 10.46%，而美联储资产负债表规模增加到 2.9 万亿美元，占美国 GDP 的 18.56%。
第三次量化宽松 (2012 年 9 月- 2014 年 10 月)	2012 年 9 月，美联储开始每月购买 400 亿美元的 MBS 和 450 亿美元的长期国债，此为 QE3。在 2014 年 10 月，美联储彻底结束了资产购买计划，但并没有停止到期资产的再投资。截止到 2014 年 10 月，美联储持有国债共 2.46 万亿美元，持有 MBS 共 1.72 万亿美元，分别占美国 GDP 的 13.91% 和 9.71%，美联储资产负债表总规模扩至 4.49 万亿美元，占美国 GDP 的 25.36%。

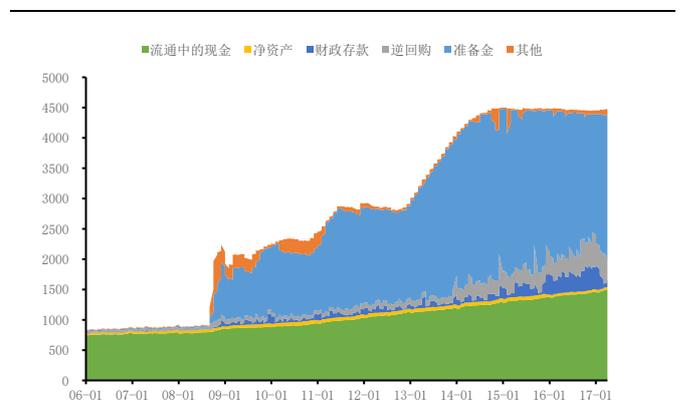
资料来源：浙商证券研究所

图 2：美联储资产负债表（资产端，单位：十亿美元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：美联储资产负债表（负债端，单位：十亿美元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3. 美联储现有资产负债表的结构

第一、从绝对量来看，资产端变化的主要分项是美联储持有的国债和 MBS。在 2007 年 1 月，美联储仅持有国债 7789 亿美元，经过 3 轮 QE 后，美联储持有国债增至 24645 亿美元，扩大了近 2 倍。2007 年美联储并未持有 MBS，MBS 从 0 增至当前的 17811 亿美元。

第二、负债端各个分项均存在较大变动，其中变动最大的是准备金。在 2007 年 1 月，储存在美联储的准备金为 200 亿，现在的规模为 24987 亿，扩大了近 150 倍。属于基础货币的另一项流通中的现金在 2007 年 1 月为 7813 亿元，而现在的规模为 15017 亿，扩大了近 1 倍。

表 2：2017 年 5 月 10 日美联储资产负债表（单位：亿美元）

资产		负债和资本账户	
SDR	52	负债	44,327
硬币	19	流通中的现金	15,017
持有证券	42,457	逆回购	4,251
美国国债	24,648	存款	24,987
机构债	118	准备金	22,199
MBS	17,690	财政存款	1,883
待摊销	1,529	其他存款	905
央行流动性互换	0	其他负债	73
外币资产	201		
其他资产	466	资产	407
	44,724		44,724

资料来源：Wind，浙商证券研究所

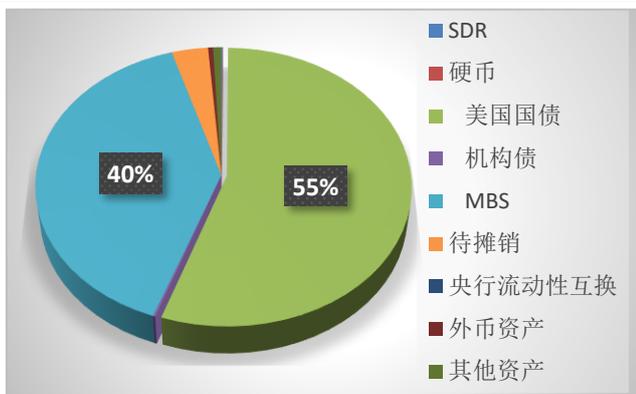
表 3：2007 年 1 月 3 日美联储资产负债表（单位：亿美元）

资产		负债和资本账户	
SDR	22	负债	8,479
硬币	8	流通中的现金	7,813
持有证券	7,789	逆回购	297
美国国债	7,789	存款	265
机构债	0	准备金	200
MBS	0	财政存款	62
待摊销	48	其他存款	3
央行流动性互换	0	其他负债	103
外币资产	204		
其他资产	714	资产	306
	8,785		8,785

资料来源：Wind，浙商证券研究所

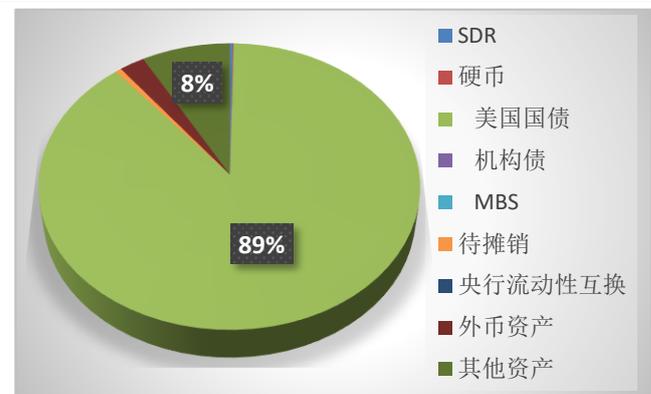
第三、在资产端的分布比例上，美国国债占总资产比例下降至 55%，MBS 占比提高至 40%，两者合计占目前美联储总资产的 95%。对比 2007 年初，美国国债占美联储总资产 89%，MBS 占比为 0。

图 4：美联储资产负债表（资产端比例，2017-05-10）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

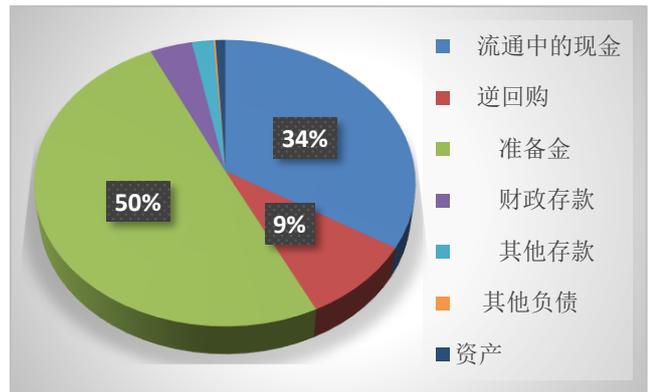
图 5：美联储资产负债表（资产端比例，2007-01-03）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

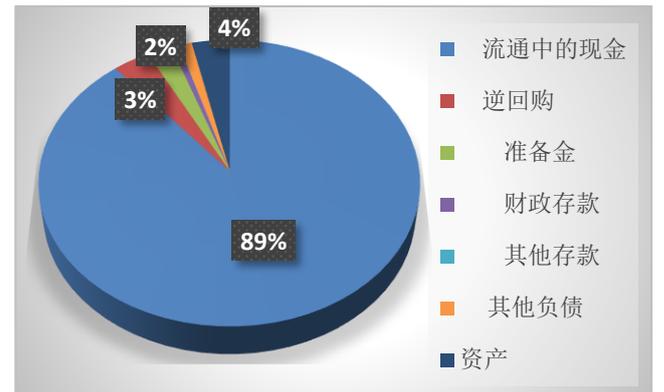
第四、在负债端的分布比例上，准备金成了美联储负债的最大组成部分，占总负债的 53%，流通中的现金降至 33%，这是资产负债表中超额准备金规模激增导致的。对比 2007 年初，流通中的现金是美联储负债的最主要构成，占总负债的 89%，准备金仅占总负债的 2%。

图 6：美联储资产负债表（负债端比例，2017-05-10）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

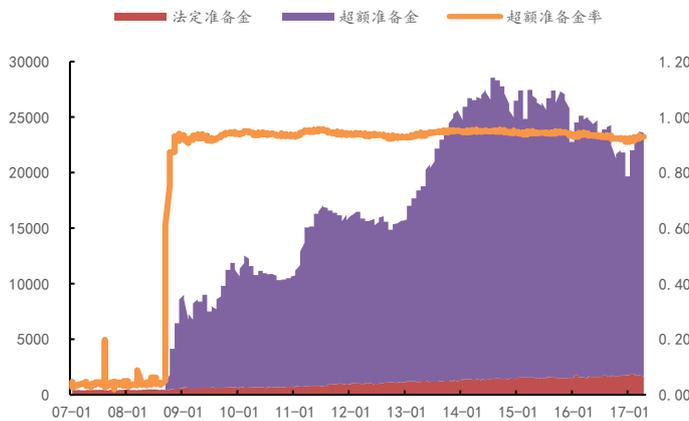
图 7：美联储资产负债表（负债端比例，2007-01-03）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第五、超额准备金占准备金的比例也大幅增加,在危机前,超额准备金率不到 5%,而当前超额准备金率达到 93%。超额准备金随着信贷的复苏,随时可能进入实体经济。

图 8：美国准备金结构变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 美联储为什么要缩表

美联储面临缩表的选择主要是因为其面临的五个风险：保持政策灵活性风险、通货膨胀风险、资产减值风险、住房贷款补贴风险以及超额准备金利息风险。其中通货膨胀风险和政策灵活性风险属于货币政策风险，而超额准备金利息风险、资产减值风险以及住房贷款补贴风险是美联储面临的**政治风险（来自国会的压力）

2.1. 货币政策灵活性：为下次危机储备货币政策工具

美联储主席耶伦在 2016 年 8 月曾说过：“我将特别关注现有的货币政策工具是否足够解决未来可能发生的经济危机。我认为，历史中发生的各次金融危机教会我们一个道理，那就是金融危机爆发之前央行的货币政策工具通常是不完备的，不足以解决当前复杂经济环境中存在的各类问题。”

美联储关注的是现有的货币政策工具是否足够解决未来可能发生的经济危机。如果金融危机爆发之前央行的货币政策工具通常是不完备的，不足以解决当前复杂经济环境中存在的各类问题。因此，央行要尽可能多的储备货币工具。

价格型货币政策工具包括：利率政策、汇率政策、公开市场。数量型货币政策工具包括法定存款准备金政策、公开市场业务、再贴现(再贷款)政策和信贷政策四种。数量型工具主要是通过工具总量对实体经济产生影响，央行通过公开市场操作业务、存款准备金率等数量型工具调节货币供应量，从而影响主要经济变量；价格工具主要是通过资产

价格变化，影响微观主体的财务成本和收入预期，使微观主体根据宏观调控信号调整自己行为。无论是数量型还是价格型工具，货币当局均会根据市场反应对未来行为再进行调整。

数量型工具目标(如货币供应量)和价格型工具目标(如市场利率)是互相不兼容的：货币当局能够达到其中的任何一个，但是不能同时到达两个目标。所以任何一家货币当局都会面临一个问题，那就是：是优先选择数量型工具还是价格型工具，还是相机在二者中进行转化？

关于数量型工具和价格型工具的选择，牵扯到的不仅仅是二者的特点之争，还涉及到不同的制度安排。首先，数量型工具比如存款准备金率等具有可操作性，但是难以做到“收放自如”，容易造成“急刹车”等消极影响；而利率、汇率等价格型工具则具有对微观经济主体的宣示效果和可观测性，直接作用微观主体，便于微观调节，但是需要市场化的经济环境和经济主体，以观测其博弈行为。其次，二者的区别还在于是否关注居民预期和微观主体行为，以及人民福利；是否考虑长期的货币政策制度安排，还是短期的局部利益以及当经济过热时充当“救火队”的角色，是否考虑未来调控方式的选择。

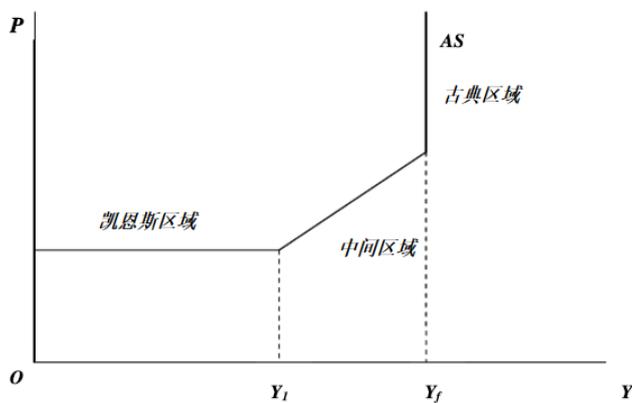
在当前情况下，美联储已经通过 3 次加息回收了一部分价格性货币政策工具，储备一定量的数量性货币政策工具的必要性和紧迫性不言而喻。

2.2. 通货膨胀风险：美国临近充分就业和特朗普松绑金融监管

2.2.1. 美国的就业及潜在产出情况

一般来说，一国货币政策的最终目标有四个：稳定物价、充分就业、促进经济增长和平衡国际收支。根据《美国联邦储备法》，美国的货币政策目标是控制通货膨胀和促进充分就业。我们对美国经济的判断认为美国接近充分就业和潜在产出，我们预估美国处于总供给曲线中间区域偏向古典区域的位置，面临通胀风险：

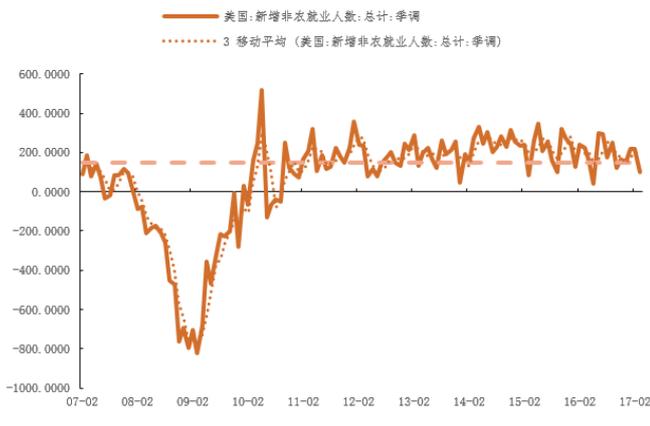
图 9：总供给曲线



资料来源：浙商证券研究所

美国经济已进入充分就业状态，劳动参与率也开始逐步提升，且保有一定的空间。如图 10 所示，美国非农就业数据自 2012 年 12 月以来，已经连续 50 个月 3 个月移动平均保持在 15 万的经济扩张线以上。而自 2015 年 9 月以来，劳动参与率也有反转的趋势，扭转了市场此前的担忧。上述数据均见证美国就业市场业已出现的显著改善。

图 10：美国新增非农就业数据

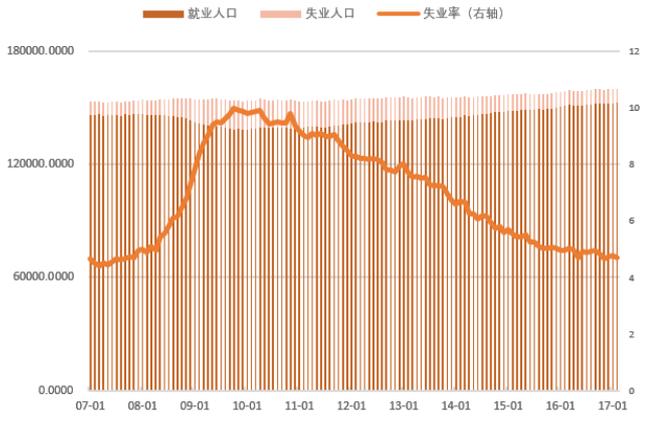


资料来源：Wind，浙商证券研究所

美国的失业率已经显著改善。2017 年 2 月份的失业率为 4.50%，创 2008 年金融危机以来的新低，已经接近危机前的最高的 4.5% 的失业率水平，美国劳动力市场现在可看作是进入了充分就业的状态。

美国小时工资出现了明显改善，处于松弛工作条件 (SLACK) 的兼职工作持续下降，反映美国就业的质量持续提升。如图 13 所示，美国工人的平均小时工资持续改善，于 2017 年 3 月同比增加 2.67%，距 2008 年危机前 3.50% 的平均小时工资增速越来越接近。美国就业中的兼职就业现象持续下降，接近危机前的水平，美国非农就业数据中处于松弛工作条件的兼职人数持续改善，2017 年 3 月为 34.0 万人，逐渐靠近 2008 年危机前的 30 万人以下的水平。

图 12：美国失业率数据

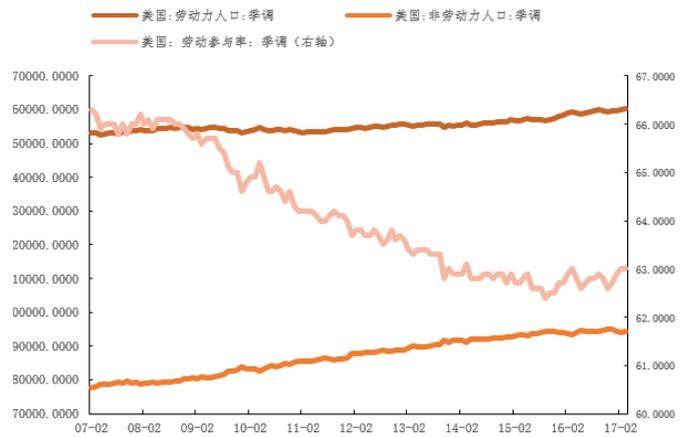


资料来源：Wind，浙商证券研究所

美国的通胀水平已经接近通胀政策目标。截至 2017 年 3 月，美国 CPI 数据已经达到 2.4%，核心 CPI 为 2.0%，已经超过美联储设定的 2% 的通胀政策目标。而作为美联储最为关注的通胀数据，2017 年 3 月美国 PCE (个人消费支出价格) 数据已经达到 2.12%，核心 PCE 为 1.75%，距离美联储设定的通胀目标较为接近。

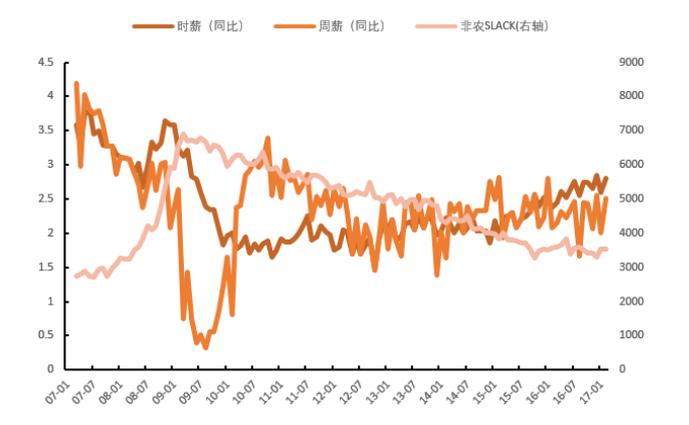
美国的产出正逐渐接近潜在产出，形成通胀的压力。如图 15 所示，美国的产出缺口正在逐渐收窄，截至 2017 年 1 季度，美国的产出缺口约为 -0.89%。

图 11：美国劳动参与率数据



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：美国松弛条件兼职人数和小时工资数据



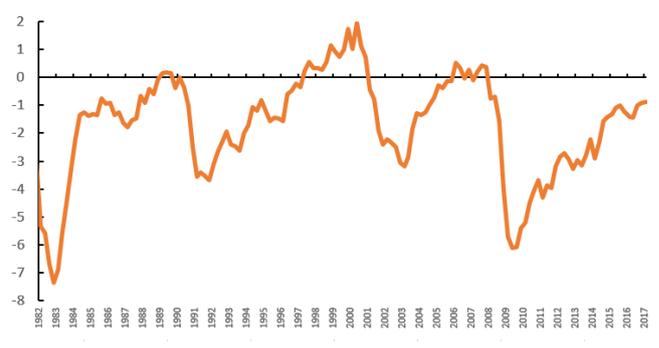
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14: 美国核心 PCE (1982-2017)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 15: 美国产出缺口 (1982-2017)



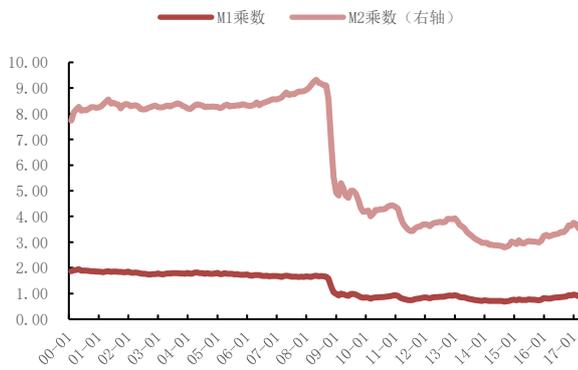
资料来源: 美国国会预算办公室, 浙商证券研究所

2.2.2. 美国货币乘数正在缓慢恢复

随着美国经济的复苏, 美国的货币乘数正在逐步恢复。如下图所示, 自 2008 年美联储进行量化宽松以来, 美国的货币乘数较危机前下降了近一半, M1 乘数从接近 2 逐渐下降到 0.85-0.95 区间内, M2 的乘数从 8-10 的区间, 逐渐下降到 3-4 的区间。自 2015 年起, M1 和 M2 的乘数逐渐恢复。2017 年 M1 乘数为 0.91, M2 乘数为 3.52。如果信贷市场持续回暖, 货币乘数会继续上升, 美国的货币供应量将以较快幅度上升。

因此, 为了控制美国的货币供应量保持稳定, 美联储通过预判货币乘数的变化来调整基础货币的供给, 防止过多的货币在市场上泛滥, 导致过高的通货膨胀。

图 16: 美国 2000 年以来货币乘数变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 17: 美国 2015 年以来的货币乘数变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2.3. 特朗普松绑金融监管, 或使货币乘数反弹加速

2017 年 2 月 3 日, 特朗普签署行政令, 要求美国财政部和金融稳定监督委员会 (FSOC) 对现有的金融监管法律进行评估, 他重申要废除奥巴马时代的《多德—弗兰克法案》。特朗普还会叫停另一项奥巴马的监管措施, 即所谓“信托规则”, 该规定要求退休金顾问确保其客户利益最大化, 这样的规定遭致金融业普遍的反感。特朗普的命令将会让新政府获得时间审查。

《多德-弗兰克法案》全称《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》, 主要有 3 项核心内容:

- 第一、 扩大监管机构权力, 破解金融机构“大而不能倒”的困局。允许分拆陷入困境的所谓“大到不能倒”的金融机构和禁止使用纳税人资金救市; 可限制金融高管的薪酬。
- 第二、 设立新的消费者金融保护局, 赋予其超越监管机构的权力, 全面保护消费者合法权益。
- 第三、 采纳所谓的“沃克尔规则”, 即限制大金融机构的投机性交易, 尤其是加强对金融衍生品的监管, 以防范金融风险。

尽管法案的初衷是为了避免再度发生需要动用纳税人的钱去救援金融机构的危机，但是批评者指出，这一法案大大限制了企业和消费者获取贷款的能力，实际上是限制信用的扩张，压低货币乘数。一旦放松金融监管，或使货币乘数反弹加速。

2017年5月5日，美国众议院委员会批准修订《多德-弗兰克法案》，该议案将消除金融危机后施行的许多金融规则。投票预计在2017年5月底进行，新的替代法案《Financial CHOICE Act of 2017》大概率将通过。

2.3. 资产减值风险：长端国债占比较高，利率上行导致潜在损失

由于美联储采取市值法来核算资产价格，在利率上行周期，美联储的债券将承受亏损。美联储所持有债券的价格时刻都在波动，尽管现在尚未发生亏损，但是亏损的可能是无法排除的。一旦发生亏损，纳税人就难以避免地成为最终的承担者。虽然美联储的所有者权益并不是美联储的政策目标，美联储也不以盈利为目标，2017年4月12日美联储的所有者权益是406亿美元。但是一旦美联储的债券开始下跌，这些所有者权益被迫减少，美联储主席可能受到国会的问责。

对比2017年4月与2007年1月的美联储资产负债表，美联储持有资产的国债的久期被拉长。在危机前（2007年1月）美联储持有的债券主要的期限主要集中在1年以内，占比高达67.05%，超过2/3，而经过三轮资产购买和近3年的滚动购债，美联储的国债的期限集中在1-5年的期限端，占比为48.51%。此外，长债的比例也显著提高，2017年4月5-10年和10年以上的国债比例分别为15.88%和25.48%，对比2017年1月相应比例仅为8.68%和10.33%。

表 4：2017 年 4 月 12 日美联储持有证券的期限结构

剩余期限	15 天以内	16-90 天	91 天-1 年	1-5 年	5-10 年	10 年以上	总额 (亿美元)
美国国债	0.02%	2.41%	8.19%	48.51%	15.88%	25.48%	24,625.46
联邦机构证券	11.25%	28.00%	27.80%	15.33%	0.00%	17.61%	133.29
MBS	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.63%	99.36%	17,810.91

资料来源：美联储，浙商证券研究所

表 5：2007 年 1 月 3 日美联储持有证券的期限结构

剩余期限	15 天以内	16-90 天	91 天-1 年	1-5 年	5-10 年	10 年以上	总额 (亿美元)
美国国债	6.59%	21.85%	23.66%	28.88%	8.68%	10.33%	7,789.10
联邦机构证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00
MBS	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00

资料来源：美联储，浙商证券研究所

资产久期拉长使得美联储对利率的风险敞口更大。2017年相对于2007年的久期增加，导致了美联储对于利率的反应更加显著。在利率上行通道中，意味着美联储可能承受更高的风险损失。

2.4. 住房贷款补贴风险：房地产市场复苏强劲，信贷补贴退出正当时

购买 MBS 意味着对房地产信贷的支持，在房地产市场出现明显改善时应当退出对住房贷款的补贴。美联储对住房信贷的支持不可能是永远的。当美国的房地产市场复苏的时候，继续滚动购买 MBS 来支持房地产信贷就不合时宜，因为联储会面临国会的压力，美联储不能浪费纳税人来补贴部分人。

美国住房市场的复苏的趋势日益明显。如下图所示，美国房价已经接近危机前的水平，并且向上的趋势已经确立。美国 NAHB 住房市场指数 4 月份数据为 68，危机前最高点为 2005 年 6 月的 72。2 月，标准普尔 10 个城市房价指数、标准普尔 20 个城市房价指数分别为 193.5 和 207.3，危机前高点在 2006 年年中，分别为 206 和 226。

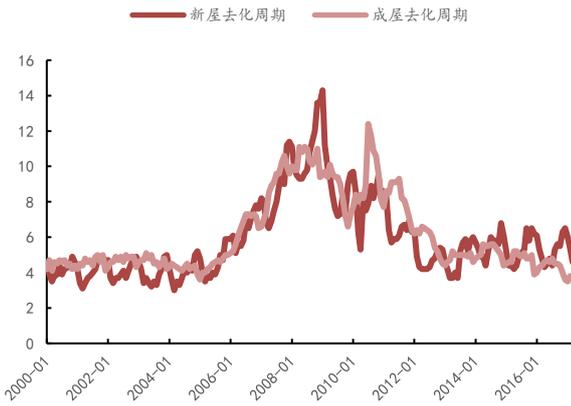
图 18: 美国 NAHB 住房市场指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

住房建设市场也处于缓慢复苏的阶段,且趋势明显。如下图所示,2017年3月,美国的新屋和成屋的去化周期分别为4.6和3.8个月,基本处于2000-2005年的区间内。美国新屋市场营建许可、新屋开工以及新屋销售均距危机前的水平有一定的距离,但向上的趋势明显。

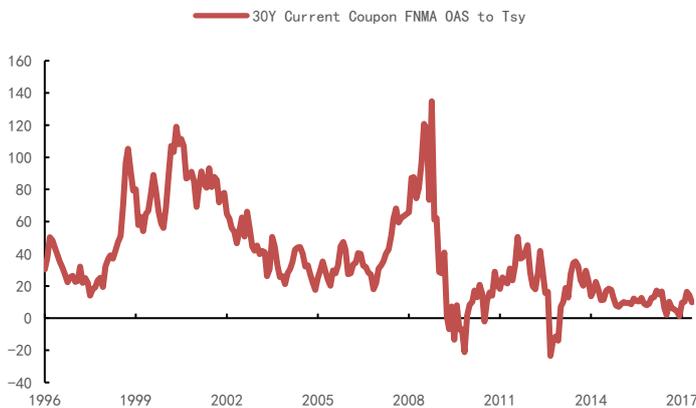
图 20: 美国房地产去化周期



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

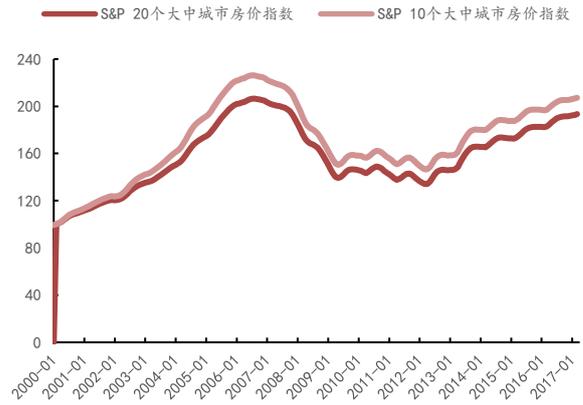
美国住房抵押市场信用利差处于历史低位。如图所示,自2008年美国进行QE以来,房利美的信用利差一直处于历史低位。2017年5月,房利美的信用利差仅为9.88BP。

图 22: 美国房利美 30 年 OAS (Current Coupon)



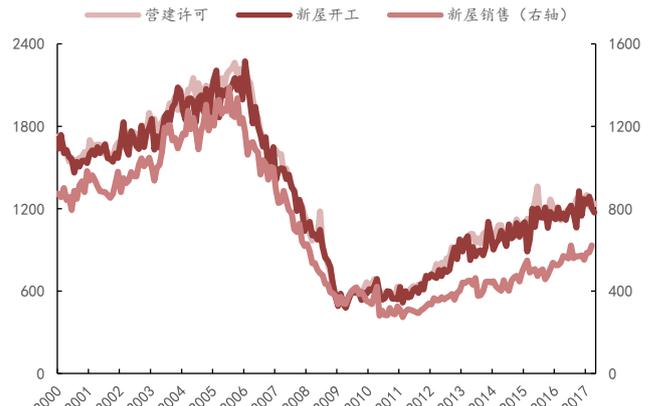
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图 19: 美国房地产价格



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 21: 美国营建许可、新屋开工、新屋销售数据



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5. 超额准备金利息风险：加息抬升利率走廊，利息支出大幅激增

美联储对法定准备金以及超额准备金均支付利息。《金融服务监管救济法》(the Financial Services Regulatory Relief Act, 2006)原定于2011年10月1日生效,规定美联储将对准备金支付利息,《紧急经济稳定法》(the Emergency Economic Stabilization Act, 2008)将生效时间提前到2008年10月1日。

目前,超额准备金率为利率走廊的上限,由美联储公开市场操作委员会设定。法定准备金利率(IORR)是由美联储审计委员会确定,目的是消除对银行征收的隐性税。超额准备金利率(IOER)是由美联储理事会决定,是美联储执行货币政策的一项工具。根据美联储《政策正常化原则及规划》,理事会将调整超额准备金的权利下放至美联储公开市场操作委员会(FOMC)决定。根据2015年3月FOMC会议纪要显示,美联储将超额准备金率设定为联邦基金利率目标区间的上限。

FOMC说“鉴于市场情况的变化,委员会保留设置评估超额准备金利率,并根据需要进行调整的权利。”¹

美联储由于超额准备金率支付超额利息,让美联储面临巨大的经济压力和政治压力。从美联储的资产负债表来看,商业银行持有大量的超额准备金,而这些超额准备金是需要美联储支付利息的。由于美国的法定准备金率和超额准备金的利率为利率走廊的上限,随着美联储的逐步加息,利息支出增长的速度也在加快。截至5月19日,美联储资产负债表的法定准备金率和超额准备金率均为1.00%(联邦基金利率为0.75-1.00%)。

表 6: 2017 年 5 月 19 日美联储资产负债表的准备金利率

准备金账户利率 (2017 年 5 月 19 日) Last Updated: May 19, 2017 at 4:30 p.m., Eastern Time	利率 (%)	公布日
法定准备金利率 (IORR rate)	1.00	3/16/2017
超额准备金利率 (IOER rate)	1.00	3/16/2017

资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

3. 美联储怎么缩表

2017年5月份,美联储公开市场操作委员会就缩表达成共识,预计在2017年晚些时候开始启动缩表。美联储强调“以渐进的、可预见的方式来降低美联储的证券持有量”进行缩表。开启缩表后,美联储计划公布每个月不再投资规模的上限。该上限将每三个月上调一次。

缩表是解决我们在第二章提到的5个风险的最优选择,他们可以分解成为以下几个待解决的关键点。

表 7: 解决缩表问题的关键

风险	解决风险的关键
货币政策灵活性	把握好加息与缩表之间的关系
通货膨胀风险	控制美元货币供应量,收缩基础货币
资产估值风险	降低美联储资产长端利率敞口,重新配置短债
住房贷款补贴	降低贷款补贴幅度,逐渐降低MBS规模
超额准备金利息	降低超额准备金规模,逐步更改超额准备金规则

资料来源: 浙商证券研究所

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.html>

3.1. 以管窥豹，重温美联储货币政策正常化规划

2014年9月18日，美联储公开市场委员会发布了《货币政策正常化原则及规划》，勾勒出美联储货币政策正常化及缩减资产负债表的蓝图。

表 8：《货币政策正常化原则及规划》要点

1 将判定政策正常化的合适时机和速度	a. 上调联邦基金利率的时机为经济状况及经济前景改善。
	b. 上调联邦基金利率的途径为调整超额准备金利率。辅之以隔夜逆回购、定期存款工具为辅的方式。
2. 以渐进的、可预见的方式降低美联储的证券持有量	c. 在上调联邦基金利率的区间后，开始停止或缩减本金的再投资。
	d. 不会出售抵押贷款支持债券。但有限出售可能是必要的，任何出售交易的时间和速度都将提前通知公众。
3. FOMC 的目标	e. 长期持有证券规模为有效推行货币政策的必须额度，并确保最小化美联储证券持有量对各个经济领域中信贷配置的影响。
4. 相机抉择	f. 将根据经济和金融形势的发展对其政策正常化的方法细则进行调整。

资料来源：美联储，浙商证券研究所

2017年3月FOMC会议纪要显示，缩减美联储的资产负债表是其货币政策正常化的重要一环，预计在2017年底能得以实施。结合近期FOMC表态，我们认为美联储的货币政策正常化仍然遵从《货币政策正常化原则及规划》的既定方针来执行。其要点如下。

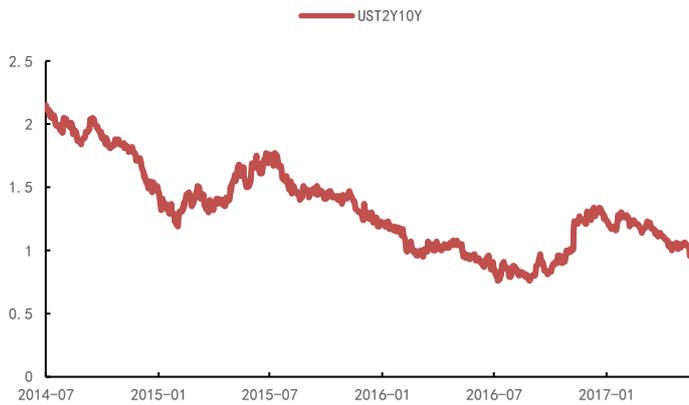
第一、加息与缩表是两项可以相互替代的货币政策工具，影响长端利率。如下表所示，加息与缩表对长端利率的影响是可以相互替代的。缩表是数量手段，改变资金的供给，对市场的改变是结构性，流动性意味着信贷供求关系的改变，改变了风险溢价（期限结构、信用结构）。如下图所示，加息以来，美国的期限利差反而呈现出下降的趋势。

表 9：加息及缩表对国债利率的影响

	加息	缩表
长短利率	“1/3 法则”：短端对长端利率的影响大致是 1/3，即美国 10 年期国债利率。美联储每加息 25 个 BP，市场无风险利率上升 7-8 个 BP	通过调整市场的流动性来控制实际融资利率，流动性收紧抬高上端利率。
期限结构	收益率曲线平移	收益率曲线扭转

资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 23：美国货币政策正常化以来期间利差的变化（%）



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

第二、不会同时加息缩表，具体表现为先加息，后缩表。美联储从开始缩表表态以来，大部分美联储的官员主流的观点是当加息到达一定程度之后开始缩表。那么市场存在两个问题：会不会出现同时加息缩表的情况，加息到什么时候开始缩表是合适的。我们认为至少在缩表的初期是不会的，美联储当前的表态还是偏保守，而且同时加息和缩表对市场的冲击过于强烈，因此 2018-2019 年不会出现加息和缩表的情况。

第三、加息到[1.25%，1.50%]这个区间停止加息是合适的。虽然 2017 年的核心 PCE 有较大的可能会上升到通胀目标 2%附近。但是动态的考虑，假设美联储在 2017 年进行 3 次加息后，对通胀的抑制较为显著。同时，收缩资产负债表由于直接降低了基础货币的供给，对通胀的抑制更直接。考虑到上述政策组合，我们预计美联储能够将通胀控制在通胀目标以内。

第四、以停止本金再投资的方式进行，原则上不会进行资产抛售，尤其是 MBS。美联储原则上不会在市场上进行抛售主要基于以下两个原因：第一、美联储的国债以及 MBS 的期限结构较为合理，有足够的到期量来以“停止或减少本金的再投资”的方式来缩表，不必进行资产抛售；第二、在二级市场上进行抛售会严重影响二级市场的流动性，对市场造成冲击，这一影响在 MBS 市场更为明显。

3.2. 缩表的方式：自然缩表、主动缩表、被动缩表

目前，衡量中央银行资产负债表规模的指标主要有 3 个²：第一个是中央银行资产负债表的绝对值；第二个是中央银行资产负债表占本国 GDP 的比例，第三个是精炼型资产负债表，等于流通中的货币/总资产。前两个衡量的是规模的大小，第三个指标衡量的是资产负债表的负债结构。

$$\text{相对资产负债表比例} = \text{资产负债表绝对规模} / \text{名义GDP}$$

美联储内部的研究报告更关注资产负债表的相对量，也就是资产负债表与名义 GDP 之间的比率。缩表可沿着两个维度来进行：一是降低绝对的资产负债规模，二是增加名义 GDP 的规模。因此，我们认为缩表存在 3 种方法，分别为：主动缩表、被动缩表、自然缩表。现在联储讨论的是主动缩表的议题。

表 10：三种缩表方式的比较

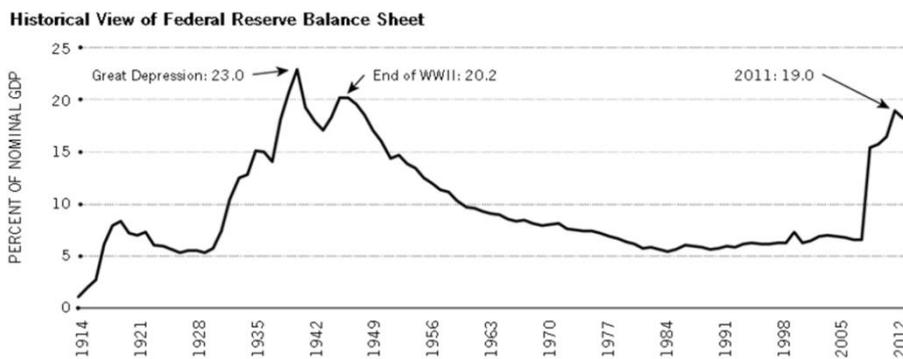
类型	绝对规模	收缩来源	历史场景
主动缩表	缩小	资产到期、出售	1929-1933 年 1947-1952 年
被动缩表	缩小	资产减值	历次衰退或金融危机
自然缩表	增加	经济增长	1952-1984 年，2014-2017 年

² 《欧美中央银行资产负债表规模管理研究》，《会计研究》2014 年 12 期

资料来源：浙商证券研究所

主动缩表指的是联储主动调低资产负债表的绝对规模，从分子的维度进行缩表。历史上，美联储进行主动缩表的阶段分别为 1920-1921 年，1929-1931 年和 1947-1951 年三个时期。(1) 到 1920-1921 年，美国经济进入衰退，美联储为了“去杠杆”采取了紧缩的货币政策，缩减了资产负债表，导致了衰退的加剧，但是好在持续的时间较短，仅仅只有 23 个月。随后是长达 8 年的柯立芝繁荣。(2) 1929-1931 年缩表，现在被认为是导致大衰退的错误经济决策。(3) 1947-1951 年的缩表是美国二战后为了抑制通胀的一次非常成功的经济政策。我们在历史经验里会对这三次主动缩表进行详细介绍。

图 24：1914-2012 年美联储总资产/GDP (%)



资料来源：圣路易斯联储，浙商证券研究所

图 25：美国名义 GDP 同比增速 (%)



资料来源：圣路易斯联储，浙商证券研究所

被动缩表指的是由于经济衰退导致资产价格减值，从而导致美联储的资产负债表绝对值也被迫收缩。这不是美联储主动意愿地收缩，而是由于经济形势的被迫收缩。由于金融市场要比经济增长反应更快，资产价格的下跌速度要快于经济衰退的速度，因此，导致资产负债表规模占 GDP 的比例下降。美国历史上历次不进行资产购买的衰退时期都具有上述特征。而 1920-1921 年和 1929-1931 年事实上既属于主动缩表也属于被动缩表。

自然缩表，指的是名义 GDP 的增速快于美联储资产负债表增速而导致的缩表，这是由于经济增长导致的美联储相对债务负担的下降。也是一种比较普遍的缩表形式：(1) 从 1939-1942 年时期，美联储的资产负债表增速较慢，但是名义 GDP 的增速保持较快的增速，分别为 25%、21%、39%和 90%。(2) 从 1952-1982 年，美联储的资产负债表保持稳定增长，但是由于名义 GDP 每年能够保持 5-10%的增速，美联储的资产负债表的相对规模从 15%经过近 40 年的自然缩表过程降到 6%。

事实上，资产负债表占 GDP 的比例从 2014 年年终的 25.6%，降至 2017 年 5 月的 23.5%，这一过程属于自然缩表。

3.3. 缩表的目标：危机前水平、保持货币均衡水平、历史经验水平

关于美联储最佳的资产负债表的规模的测算，如下表所示，可以从三个维度来判断：

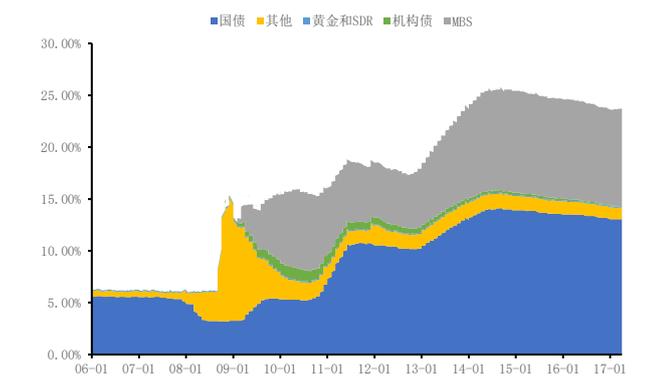
表 11：基于不同理由的缩表目标

	资产/GDP	理由
危机前水平	6%	00-07 年美联储资产负债表相对水平
保持货币均衡水平	>12%	保持货币供应量不变，货币乘数恢复到危机前对应的资产负债表规模
历史经验水平	>16%	缩表 20%后的资产负债表的相对水平，基于历史缩表经验

资料来源：浙商证券研究所

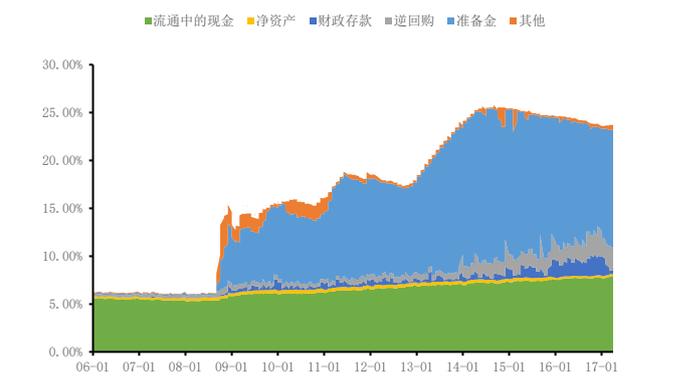
美联储危机前的资产负债表水平约占 GDP 约 6%。如图所示，在 2007 年次贷危机发生之前，美联储的资产负债表基本保持在占 GDP6%左右的规模。但是考虑到缩表是一个非常痛苦的过程，要受到多个因素的制约，美联储的资产负债表也不大会立即削减到这个规模。并且根据美联储理事 Brainard 在 3 月 1 日在哈佛大学的演讲《经济展望和货币政策的变化》中提到的“合适的资产负债表要比现在的小，但是要大于危机前的水平”，因此，我们认为该维度可能是美联储中长期的美联储政策目标。

图 26：美联储资产负债表（资产端）占 GDP 的比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 27：美联储资产负债表（负债端）占 GDP 的比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

保持货币供给量不变的情况下，美联储最佳的资产负债表的水平占 GDP 的 12%。在这轮量化宽松中，美联储虽然提高了基础货币的水平，但是由于货币乘数的显著下降，美国总体的货币供应量并没有显著的下降。在 2007 年危机前，M1 的货币乘数大致在 2.0 附近，M2 的货币乘数在 8.0 附近。而经过几轮资产购买以后，M1 的货币乘数稳定在 1.0 以下，M2 的货币乘数稳定在 4.0 以下。随着经济上行，2015 年至今，M1 和 M2 的货币乘数逐渐上升，达到 1.0 和 4.0 附近。如果考虑到保持美国的货币供应量不变，而货币乘数恢复正常（M1 乘数为 2.0，M2 乘数为 4.0），那就意味着在现有的基础上货币乘数翻倍。若要保持货币供应量不变，那么意味着基础货币将减半。基础货币大致等于美联储资产负债表减去财政存款，这也意味着美联储的资产负债表将减半，占 GDP 的比例约为 12%。由于该假设的前提是货币乘数能够翻倍，有必要对此假设进行放宽，因此，美联储最佳的资产负债表的水平应该大于 12%。

基于历史上联储进行缩表的经验，美联储缩表的绝对量不超过原表的 20%。那么，缩表后的规模约为 GDP 的 16%。参考 1947-1951 年这次成功的缩表，美联储的资产负债表累计缩减不超过 20%，历时 5 年。资产负债表占 GDP 的比例从 20.2% 下降至 15.0%，累计缩减 5.2%。事实上从美联储历史上另外两次缩减资产负债表的进程来看，缩表的规模也不超过 20%。这两次缩表的时间分别对应 1920-1921 年，1929-1931 年。这两次缩表被认为是糟糕的去杠杆，其中被经济学家所诟病就包括两点：一是在经济衰退的时候缩表加重了危机，二是缩表的速度太快。

我们认为美联储会选择最稳妥的途径是逐渐缩表，将缩表的时间段拉长到 5 年，目标为占 GDP 的 16%（历史经验水平）。而后在这个位置逐步进行自然缩表，经过较长的时间逐渐把资产负债表的水平降至 6%（危机前水平 6%）。

3.4. 缩表的过程：5年期的平稳的主动缩表，而后长期自然缩表

2017-2022 年期间采取主动缩表，目标为占 GDP 的 16%：我们预计美联储的资产负债表在未来 5 年内每年主动缩表 2000 亿美元左右，在 2022 年内完成削减目标，即 5 年内削减占 GDP 的 7%，从占 GDP 的 23%，削减至占 GDP 的 16%，每年削减比例约为 1.4%。假设美国 GDP 名义增速为 3-4%，则资产负债绝对量保持不变，每年占 GDP 的比例自然缩减 0.7-0.8%。因此，每年美联储主动削减比例约为占 GDP 的 0.6-0.7%，即每年 1200-1400 亿美元左右，低于市场预期。这一场景类似 1947-1951 年美联储那次成功的主动缩表。

2022 年后采取自然缩表，长期目标为占 GDP 的 6%：经过近 5 年时间的主动缩表，美联储能够在保持货币供应量不变的情况下，逐渐利用货币乘数的上升，来收缩基础货币。我们估计这个时期，货币乘数的水平进一步上升比较困难，再收缩基础货币比较困难。经过 5 年的缩表过程，美联储已经将资产负债表的结构调整完成，本文提及资产负债表过大的那些风险也得以缓解。美联储可能选择自然缩表，保持资产负债表的扩张速度慢于经济增长的速度来逐步降低资产负债表占 GDP 的比例。这一过程可能要花费数十年的时间，就如 1952-1982 年美联储的自然缩表的进程那样。

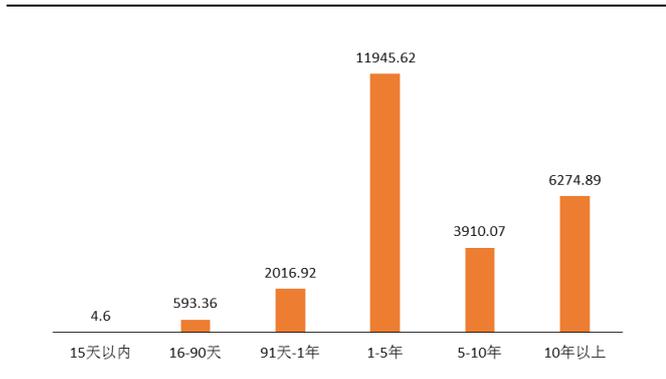
3.4.1. 从影响资产端结构的角度：降低国债的久期，退出 MBS

由于美联储的资产减值风险是由于长端国债水平造成的，要解决资产减值风险就必须降低美联储资产负债表的久期。同时由于美联储的资产负债表在危机前并不包括 MBS，美联储合适的资产负债表的比​​例就必须降低 MBS 的比例。我们预估缩表的目标为现有资产负债表规模的 20%，低于现有 MBS 的规模（40%），MBS 并不会完全退出。

，因此，我们认为降低 MBS 主要是在量上，降低国债主要是在结构上，降低久期。

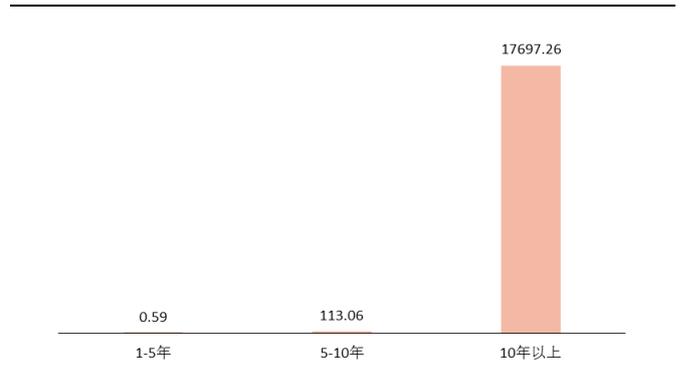
美联储对国债的缩表更多是结构上的，主要通过减少长债的滚动购买来降低久期，这可能导致期限利差放宽。美联储在 1 年内到期的国债高达 2500 亿左右。根据彭博社的测算，美联储 2018 年到期的国债大概为 4000 多亿，2018-2020 年是美联储国债到期的集中期，大于我们预估的每年 1200-1400 亿的缩表规模。考虑到国债减持的额度较少，且要完成降低久期的目标，我们认为美联储会减少长债的滚动购买，而保持对短债的滚动购买，从而导致美债期限利差的放宽。

图 28：2017-4-12 美联储持有国债的期限结构（亿美元）



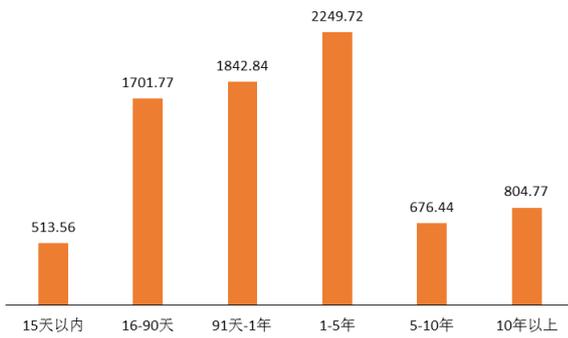
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 29：2017-4-12 美联储持有 MBS 的期限结构（亿美元）



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 30：2007-1-3 联储持有国债的期限结构（亿美元）



资料来源：美联储，浙商证券研究所

美联储危机前后占比差异最大的是 MBS，因此，MBS 美联储缩表的主要方向。如图所示，MBS 的期限基本在 10 年以上，虽然 MBS 在最近 5 年到期资金不多，但是 MBS 主要是等额本息、等额本金和提前还贷等导致的资金回笼。根据彭博社的测算，MBS 最近 5 年的平均资金回笼约在 1500-2000 亿左右。这些回笼资金会成为美联储缩表的主要方向。基于 MBS 的本金再购买的幅度下降较大，MBS 将承受较大的价格波动。

3.4.2. 从影响负债端结构的视角：打破“美联储套利”模式，海外美元回流

危机后，全球美元现金资产在美国国内银行、海外银行的分布出现了较大的变化。海外银行持有准备金的占比从危机前的 20% 上升到目前的 35% 左右，这是由于“美联储套利”交易造成的。这些银行的准备金来源于资金批发市场（欧洲美元、大额存单、商业承兑汇票、回购协议等）。由于海外资金批发市场利率要低于联储超额准备金的利率，因此，海外商业银行从海外资金批发市场（购买欧洲美元、出售存款凭证和商业票据等方式）将这些资金融进来，存在美联储的准备金账户，可以进行资金套利，赚取无风险收益，这就是所谓的“美联储套利”交易。

图 31：商业银行准备金持有情况



资料来源：美联储，浙商证券研究所

“美联储套利交易”存在的条件是超额准备金率大于美元资金成本。

但是随着缩表进行，“美联储套利交易”的基础将被打破，原因有二：

- 第一、缩表可能使条件反转。缩表开始以后，随着准备金的下降，短期资金的流动性将会收紧，短期资金成本将会上升，导致资金成本反而大于超额准备金率。
- 第二、超额准备金率可能存在向下调整的可能。根据美联储《货币政策正常化原则及规划》，超额准备金率规定为利率走廊的上限，理事会将调整超额准备金的权利下放至美联储公开市场操作委员会决定。FOMC“鉴于

市场情况的变化，委员会保留设置评估超额准备金利率，并根据需要进行调整的权利。当美联储超额准备金利息压力较大时，美联储可能下调超额准备金率。”

由于海外银行相比于美国国内银行而言，资金来源更加依赖于货币市场（批发市场）融资。因此，当“美联储套利交易”条件改变时，对海外银行的资产负债表的收缩更加明显。流动性收紧的影响对海外国家的影响要高于美国国内。

4. 资产负债表对市场的冲击

不同于 1920-1921 年和 1929-1931 年美联储的主动缩表，1947-1951 年的美联储主动缩表和 2006 年的日本银行的主动缩表发生在经济复苏时期，而不是衰退时期。缩表虽然带来国债收益率的上行，但上行幅度较小，对债市影响比较温和。由于盈利改善的驱动，股市反而呈现出上涨的趋势。

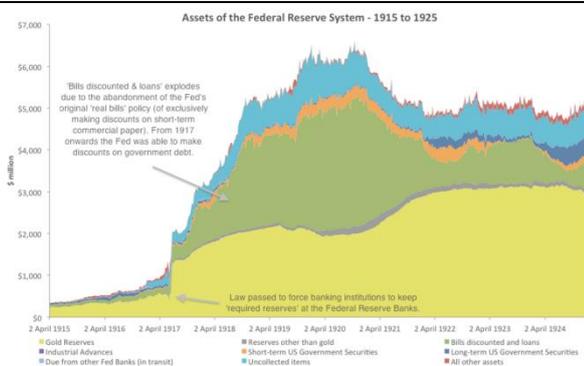
4.1. 美联储失败的去杠杆：1920-1921 年和 1929-1933 年主动缩表

美联储历史上较大的三次缩表分别发生在 1920-1921 年、1929-1931 年和 1947-1951 年。其中 1920-1921 年缩表是为了治理一战期间贴现规模扩张带来的高通胀问题，结果引发了通缩。而 1929-1931 年缩表则是美联储出于对经济过热的担忧，在 1929 年加息至 6%，成为引发股市崩盘和大萧条的导火索，随后在衰退期仍坚持紧缩的货币政策，货币供给减少 1/3，加剧了经济衰退。

1920-1921 年缩表：治理通胀引发通缩。在 1917 年以前，美联储实行真实票据原则：只有基于商业交易的短期票据可作为联邦贷款的抵押，要求以 100% 比例的真实票据及 40% 比例的黄金作为双重准备金。1917 年，美国参与第一次世界大战，为战争融资通过了《联邦储备法案修正案》：对真实票据的要求降至 60%，法定准备金率要求从 18% 降至 13%，可基于政府债券作为抵押发放贷款给商业银行，从而扩张了贴现能力，在 1917-1920 年期间，美联储的贴现资产规模猛增，规模占比从接近 0 的水平增长至 50%，通胀率飙升。一战结束后，1920 年起美联储停止战争融资的措施，收紧各项贴现政策，贴现票据和贷款收据大幅减少，美联储资产负债表进入收缩期。在随后美国陷入通缩，在 1921 年美国同比 CPI 直接从 1920 年的 15.6% 跌至 -10.5%。

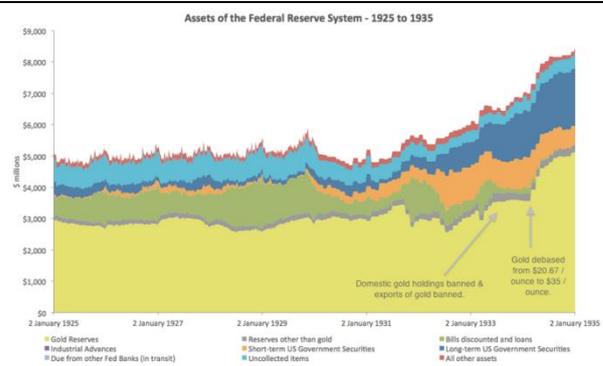
1929-1931 年缩表：加息成为大萧条的导火索。1929 年，美联储宣布加息至 6%，成为引发股市崩盘的导火索。在随后的大萧条期间胡佛政府采用了货币、财政双紧缩的政策，并在 1930 年 6 月 17 日签署《斯慕特-霍利关税法案》，提高应税商品的平均关税至 53.2%，加剧了经济衰退。美联储在大萧条期间错误地坚持紧缩的货币政策，将货币供应量减少了 1/3。

图 32：1915-1925 年美联储资产构成



资料来源：<http://greshams-law.com/>，浙商证券研究所

图 33：1925-1935 年美联储资产构成



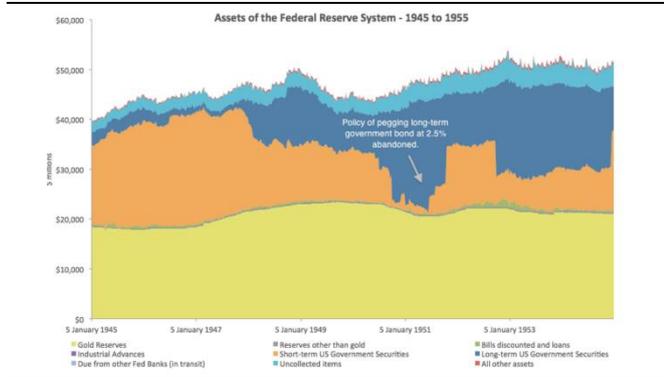
资料来源：<http://greshams-law.com/>，浙商证券研究所

4.2. 美联储和谐的去杠杆：1947-1951 年战后主动缩表

与前两次缩表引发经济衰退不同，1947-1951 年二战结束后由于美国债务规模减少导致联储缩表，随后美国经济复苏，进入经济高速增长时期。

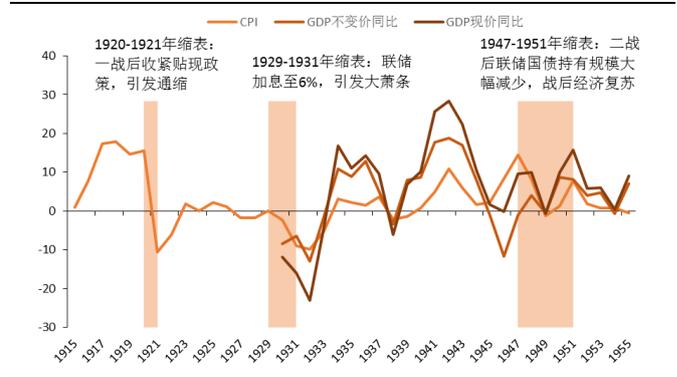
1947-1951年缩表：债务减少，经济复苏。二战后期，美国经济增速出现下滑，实际GDP增速下降，甚至出现了负增长，CPI上涨迅速。二战结束后，随着债务的清偿，美联储资产负债表中的国债规模减少，使得总资产逐渐从战后占GDP的20.2%的高点降至1951年时的15%，缩表使得CPI下降，GDP增速从1949年以后基本保持在4%以上，经济明显复苏。

图 34：1945-1955 年美联储资产构成



资料来源：<http://greshams-law.com/>，浙商证券研究所

图 35：1915-1955 年美国 GDP 增速与通胀率 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

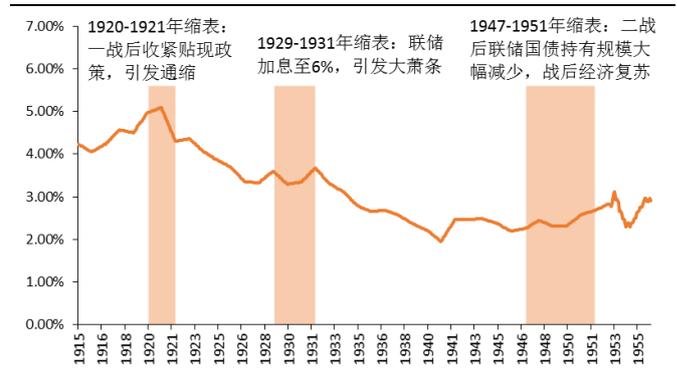
比较三次缩表对资产价格的影响，不同于1920-1921年、1929-1931年两次缩表导致经济出现衰退，均使股市下跌，1947-1951年的缩表后经济复苏带来股市的一路上涨。1920-1921年缩表期间，十年期国债收益率先升后降，1929-1931年则先降后升，两次缩表完成后债券收益率均出现长期下跌的走势。1947-1951年缩表时，十年期国债收益率先降后升，此后保持较长时间上涨走势，形成了债市走弱，股市走强的经济复苏形势。

图 36：1915-1955 年 S&P500 走势



资料来源：<http://www.multpl.com/>，浙商证券研究所

图 37：1915-1955 年 10 年期美国国债收益率走势 (%)



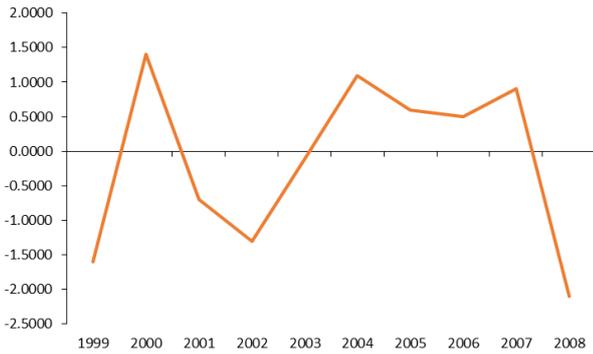
资料来源：<http://www.multpl.com/>，浙商证券研究所

4.3. 日本银行 2006 年的缩表

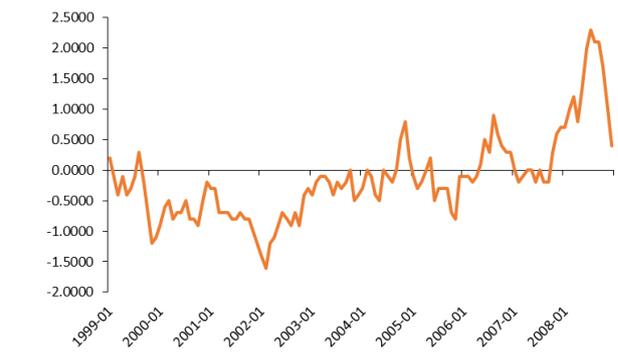
20 世纪 90 年代泡沫经济破灭后，为解决长期低增速、通缩、政府债务高企、不良债权累积等问题，日本央行采取了一系列低利率和量化宽松政策。1999 年 2 月推行零利率、2001 年 3 月 19 日开始 QE，初始每月购买 4000 亿日元的长期政府债券，此后有多次上调购债规模，并于 2003 年 6 月 11 日开始购买 ABS 至 2006 年 3 月，总规模上限 1 万亿日元。日央行资产负债表规模从 1999 年初的 79.72 万亿日元扩至 2006 年 3 月的 153.13 万亿日元。

图 38：1999-2008 年日本 GDP 增速 (%)

图 39：1999-2008 年日本 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所



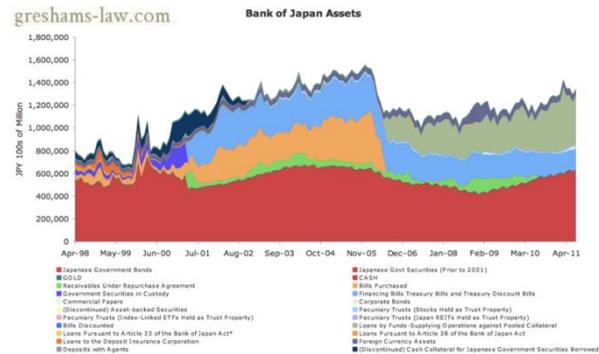
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 40: 1999-2008 年日本央行总资产规模 (十亿日元)

图 41: 1998-2011 年日本央行资产构成



资料来源: Wind, 浙商证券研究所



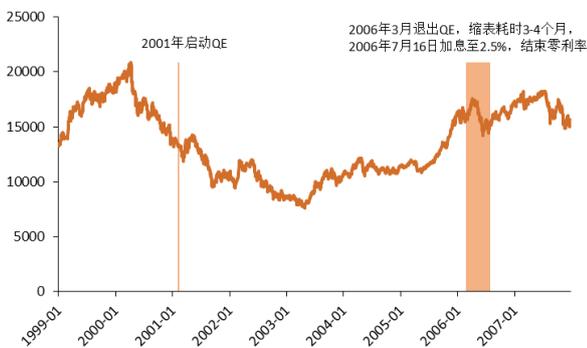
资料来源: <http://greshams-law.com/>, 浙商证券研究所

随着日本经济增速和通胀率逐渐由负转正,日本央行于 2006 年 3 月 9 日宣布退出 QE, 逐渐回笼金融系统中的超额资金, 停止购买短期债券, 并逐步减持长期国债, 同时将货币市场操作目标从准备金活期账户余额换回无担保隔夜拆借利率, 但仍维持基准利率在 0% 水平。2006 年 7 月 16 日日本央行宣布将无担保隔夜拆借利率提升到 2.5%, 标志着零利率的暂时退出。缩表大致耗时 3-4 个月。

缩表对债市冲击较大, 退出 QE 后的三个月内 10 年期日本国债收益率相比 2006 年 3 月 9 日上涨约 30 个 BP, 2006 年 5 月相比 2005 年 6 月上漲近 100 个 BP。随着企业资产负债表的改善, 缩表完成后股市迎来了一波上涨行情持续至次贷危机前夕。日本的缩表也形成了债市走弱、股市走强的趋势。

图 42: 1999-2007 年日经 225 走势

图 43: 1999-2007 年 10 年日债收益率 (%)



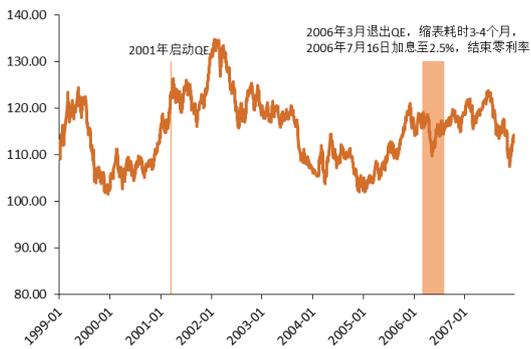
资料来源: Wind, 浙商证券研究所



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

退出 QE 缩表期间, 回笼超额资金对日元造成升值压力, 日元汇率先升后贬, 日元两个月内升值 6%, 整个期间升值 2.7%。从下图可以看到, 美元兑日元从 2006 年 3 月 8 日的 117.81 跌至 2006 年 5 月 12 日的最低点 110.01, 此后回调, 至 QE 结束时美元兑日元为 114.62 左右。

图 44：1999-2007 年日元走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.4. 预计风险资产的价值回归

综上所述，缩表对市场的影响如下：

- 第一、 **美国国债的期限利差将上升，主要表现为长端利率的上升。**美联储将调整国债结构，逐渐将长债滚动配置到短债，逐渐降低国债的整体久期，来规避美联储资产减值风险。
- 第二、 **美国 MBS 的利差、信用利差将上升，**这是由于美联储将降低 MBS 在资产负债表的比重，预计 MBS 的滚动规模将降低较多，从而导致 MBS 的利差上升，来规避 MBS 对住房贷款补贴所带来的政治风险。
- 第三、 **美联储缩表更多地将从海外银行抽取流动性。**海外银行准备金来源为欧洲美元的批发市场，存在欧洲美元的“美联储套利”交易，缩表后利差恢复正常，套利条件失效，套利交易停止。因此，他们的准备金规模受美联储的缩表影响更加显著。
- 第四、 **支撑美元指数。**从市场上抽取流动性，将减少美元供给，支撑美元价格。
- 第五、 **冲击新兴市场国家。**考虑到美国经济的领先性以及美元回流的影响，美国市场并不缺乏流动性，对美国金融市场的影响较小。美联储回收的美元主要来自于其他国家的美元回流，特别是新兴市场国家。
- 第六、 **将打击商品市场。**由于美元流动性与商品价格呈负相关关系，美元流动性紧缺将压制商品价格。加之新兴市场流动性缺乏以及外债恶化，将削弱商品出口国的经济，类似石油输出国（OPEC）将缺乏足够的资金储备来执行减产。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>