

在连续两次加息

75基点叠加美国出现技术性衰退之后，美联储在加息方面的态度依然“鹰派”。

鸽派旧金山联储主席Mary Daly称，下个月加息50个基点将是“合理的”，并警告政策制定者已经下定决心要遏制高通胀。

鹰派圣路易斯联储主席James

Bullard更是赞成“提前”大幅加息的策略，希望年底利率能达到3.75%至4%。

相比在加息方面的重拳出击，美联储在缩表方面却表现得唯唯诺诺。

按照美联储的缩表计划，6月开始美联储在过渡期内（3个月）每月应缩表475亿美元（300亿美元国债和175亿美元MBS），之后规模提升至每月950亿美元（600亿美元国债和350亿美元MBS），约占资产负债规模的1%。

比起加息，市场曾对于缩表的未知恐惧更大，一旦9万亿美元的庞大资产负债表激进收缩，对流动性的冲击不容小觑。

但事实证明市场想多了。缩表速度远远滞后于原计划，不仅如此，MBS还增加了。

## 说好的缩表呢？

按照原计划，缩表启动两个月，美联储的资产负债表规模应该由8.96万亿下降至8.87万亿美元附近。但截止7月最后一周数据，美联储的资产负债表依然在8.94万亿，合计仅缩减了253亿，月均缩减126亿。

其中，国债月均缩减183亿，为计划的61%。抵押贷款支持债券（MBS）更是不止一分没减，甚至比6月初还增持了99亿，月均增持49.66亿。

另外，从持债的期限结构来看，长期债券也表现出了增持。即10年期以上的债券达到了1.435万亿，比6月初也增加了63亿。由于美联储的资产负债表中标注，持债规模是按照票面计价的，所以应不包含市值变动因素。

所以，说好的缩表呢？

## 不够缩还是不想缩？

我们知道，美联储默认的缩表模式是对短期到期的债券不再续做，也就是所谓被动缩表。那么这当中存在一个技术问题，就是如果到期的债券量不足，也可能导致美联储缩表进程低于计划。

通过观察美联储当前持债的剩余期限分布，我们发现国债并不存在到期覆盖量不足的问题，但MBS却确实存在。

从持有的国债来看，美联储持有的1年内到期的国债规模约8336亿，平均月到期规模695亿美元左右，完全可以覆盖缩表计划，不需要主动出售国债。而5年内到期的国债规模约2.9万亿，月均到期规模489亿美元。如果缩表按照计划进行，并需要持续5年，那么持有的国债资产或将无法完全覆盖月均600亿规模的缩表规模，需要主动出售国债。

而从持有的MBS来看，由于MBS本身就属于长久期债务品种，因此短期到期规模根本不足，1年内到期仅5500万，5年内到期的也就19亿，完全无法覆盖缩表计划。

根据华创证券

的测算，即便加上每月摊销的本金到期额和提前还款带来的本金到期额，也可能无法覆盖缩表规模，美联储需要主动出售MBS。这也是为何美联储在缩表计划中表示过，会主动抛售MBS资产。

## 表未缩，抵押贷款利率已翻番

那为何缩表进度偏慢呢？

从影响来看，缩表主要通过影响国债利率和MBS利率，从而影响新发国债成本，金融体系流动性和抵押贷款利率。

前两者短期来看影响小于加息，应不至于形成掣肘。根据摩根大通的预测，整个缩表过程合计对10年期美债收益率的影响约为90bp。而美联储的研究文献显示，缩表或推动10Y美债收益率上行约60bp。整体相当于2-3次25bp的加息。

缩表对公共债务利息的增加影响有限

：根据华创证券预测，2022-2025年联邦政府利息支出将提升至5100亿美元以上，占GDP

的比重提升至2%以上，相比历史上公共债务利息支出占GDP比重3.2%的峰值，仍比较有限。

缩表影响金融体系流动性前有足够的缓冲带：

因为本轮缩表前，金融体系积累了3万亿美元的准备金和2万亿美元的隔夜逆回购ON RRP余额。因此在缩表的过程中，金融体系的流动性拥有非常充足的缓冲带。以ON RRP为例，缩表完全使用ON RRP至疫情前常规水平，有12-17个月的缓冲期。

当然我们说过，金融条件的收紧肯定不是线性的，其会结合加息以及市场抛售形成共同推力。这一点可能在MBS市场上体现的较为明显，或许也是美联储在快速加息的同时谨慎缩表的原因。

缩表之前抵押贷款利率却已经翻番：

在缩表指引中，美联储表达出了主动卖出MBS的意愿。而规模达到8.4万亿美元的MBS市场中，美联储持有近32%的份额。因此主动卖出MBS将直接影响美国房地产市场的流动性，从而抑制房地产市场的上涨。

但实际上，在美联储做出相关决定之前，MBS市场已经出现了显著抛售。今年以来，30年期抵押贷款固定利率在原本3%的基础上几乎翻了一番，与10年期国债利率的利差

也走阔近90bp。这使得购房者压力显著增加，月供开销恐怕将增加30%以上。房地产市场冷却速度较快，成屋销售跌幅逐月扩大，6月大幅下滑了14.24%。

在这样的市场环境中，美联储如果开闸卖债，可能进一步推升抵押贷款利率，从而造成房地产市场过快降温，带来需求和流动性风险。

同样，从上一轮（即2017年至2019年）缩表的规模变动和缩减目标来看，缩表开启后的前六个月实际操作也比较谨慎，尤其是缩减MBS方面大幅低于计划的情况和当前也比较类似。

预计随着过渡期的过去，月均缩减规模有望进一步提升。然而，明年美国实质性衰退将逐步逼近。如果经济只是软着陆，金融系统充足的流动性可能使得缩表在低于计划的基础上延续更长的时间。可一旦就业受损，经济出现“硬着陆”，那么缩表则可能在远未达到缩减目标的基础上就戛然而止，甚至再度转向扩张，在新一轮宽松周期中越上10万亿门槛。

但不论哪种，资产负债表一旦走上不克制的扩张之路，由俭入奢易，由奢入俭难。

本文来自华尔街见闻，欢迎下载APP查看更多