

美联储缩表在即，股债影响几何？

执笔： 陈夏昕

电话： 0591-87892521

投资咨询号： Z0011393

1. 引言

美联储7月29日公布利率决议，宣布基准利率维持在0-0.25%及超额准备金利率维持在0.15%，均符合市场预期。鲍威尔在此次会议上提出进行削减购债（Taper）的讨论，但没有具体决策。本文将 对美联储缩减购债的历史进行回顾，并对美国退出 QE 后中国股债的走势进行展望。

2. 复盘美联储缩减购债对金融市场的影响

2008 年全球金融危机，FOMC 将联邦基金利率目标调至接近零。然而此次大幅调低利率不足以支持美国经济完全恢复，因此美联储提出了另一个货币政策工具：大规模的资产购买。美联储在 2008 年 11 月-2014 年 10 月期间总计实行了三轮 QE，累计规模达到 3.9 万亿美元。在美国经济增速、就业等指标逐渐好转的前提下，美联储于 2013 年 12 月 18 日开启 Taper 进程。在 Taper 背景下，各类资产表现为：

表 1：2013 年缩减恐慌下各类资产的表现

资产	表现
美股	总体维持上涨趋势下阶段性承压，Taper正式执行的初期和尾声阶段反应更为剧烈。
美债	首次提及Taper后持续上行，正式落地后通货膨胀的回落带动名义利率走低。
大宗商品	Taper期间普跌。

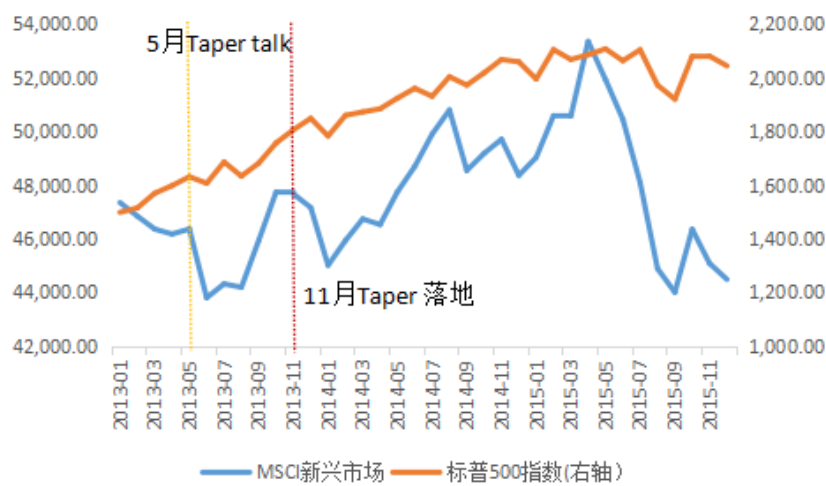
数据来源：福能期货研究院

2008 年伯南克提出的量化宽松政策导致了利率下降。美国超低利率促使投机者进入收益率更高的新兴市场，不仅对新兴市场货币造成了强劲的升值压力，还推升了股票、债券等资产价格的泡沫。根据货币基金组织 2014 年的报告，2010-2013 年间，新兴市场占全球资金流入的比例上升至 50%，相比之前翻了一倍。

2013 年美联储释放货币政策收紧信号，新兴经济体相较于美国股市大幅下跌。不同新兴经济体受到影响程度存在差异，这与各国经济增长率、外汇储备、资金流入规模等因素有关。大部分新兴经济体都出现了利率上行，股票、债券等资产价格下跌的景象。其中，在美联储的“缩减恐慌”下，印

尼、印度、南非、巴西以及土耳其这五个国家受到较大影响，经济显著下滑，本币币值在大幅波动后迅速走弱。

图 1：2013 年新兴市场与美国股市表现对比



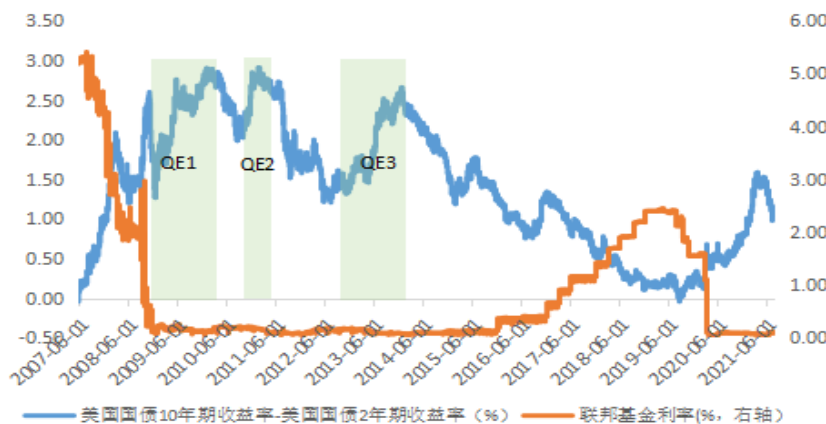
数据来源：Wind, 福能期货研究院

3. 本轮缩减 QE 对债市的影响

债券收益率的主要驱动力为潜在经济增长率，资金面以及通胀预期。根据萨默斯的解释，需求曲线下移仍然是抑制美国经济增长、通胀和利率的主要因素。

回顾历次美联储每轮 QE 都会促使 10 年期与 2 年期美债收益率的期限利差上升至 2.5% 上方。当下美国联邦基金目标利率为 0-0.25%，由于 2 年期美债收益率代表预期的基准利率，加息后的基准利率会大于 0-0.25%。我们保守地估计在下一轮加息周期 10 年期与 2 年期美债收益率差值也应该高于 2%，由此推断出在下一轮加息周期 10 年期美债收益率至少应该高于 2.25%。

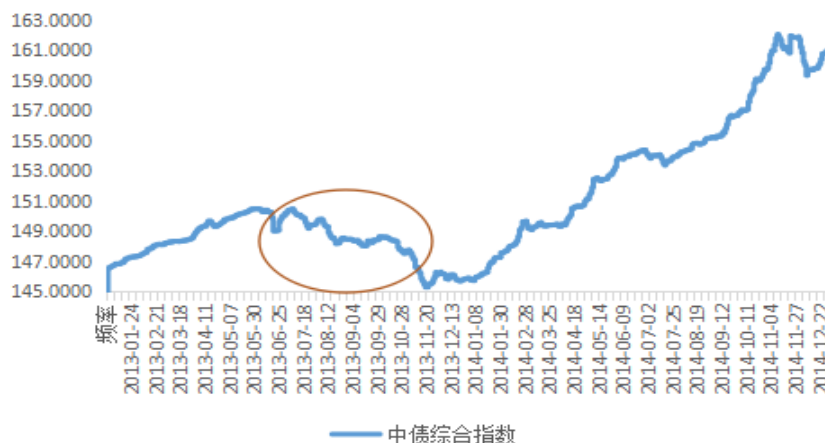
图 2：美国 10 年期及 2 年期国债收益率的差值与联邦基金利率



数据来源：Wind, 福能期货研究院

我国债市在美联储宣布 QE 退出后波动时间较长。在 2013 年 5 月伯南克提出缩减购债 (Taper) 的构想到 12 月 Taper 正式实施,我国国债综合指数下跌 2.8%,直到 2014 年 4 月才再次恢复到 2013 年 5 月之前的水平。

图 3: 2013 年缩减恐慌国内债市表现



数据来源: Wind, 福能期货研究院

参考历史经验,我们认为随着美联储开展 Taper Talk 之后,10 年美债利率可能会再次上行,并在 Taper 官宣落地后逐步见顶。接下来美债利率大概率处于宽幅区间震荡格局,但很难突破前期高点 1.70-1.80%。由于市场对联储退出 QE 预期十分充分,2013 年的“缩减恐慌”大概率不会再次发生。疫情后我国经济较美国先行复苏,自 2020 年 2 季度起开始收紧货币政策,大幅早于美国,导致中美货币政策周期不同步。总体来看,本轮美联储缩表,对中国债市影响较小。

4. 本轮缩减 QE 对股市的影响

股票价格由企业的盈利与估值双驱动,企业盈利增长与经济和通胀密切相关。一般而言,加息收紧了市场流动性,对股市是利空。主要原因是因为之前的货币宽松政策为市场提供了大量资金,推动美股上涨。如今随着流动性的收紧,美股也就相应调整到之前的水平。但加息不会使股市大幅下跌。在加息初期,对股市是利好,因为加息代表经济现状良好,有通货膨胀的迹象。当美联储持续加息的时候,就要注意大盘指数的风险。美元加息对美国股市而言,投资者会更愿意把钱存进银行,流入股市的资金减少,股价下跌。

回顾历史,历次美联储加息对 A 股影响并没有共性,94 年处于下跌的行情中,99 年加息前则是大幅上涨后有小幅回调,04 年在加息后股市开始止跌,反映出中国股市更受国内经济基本面影响。

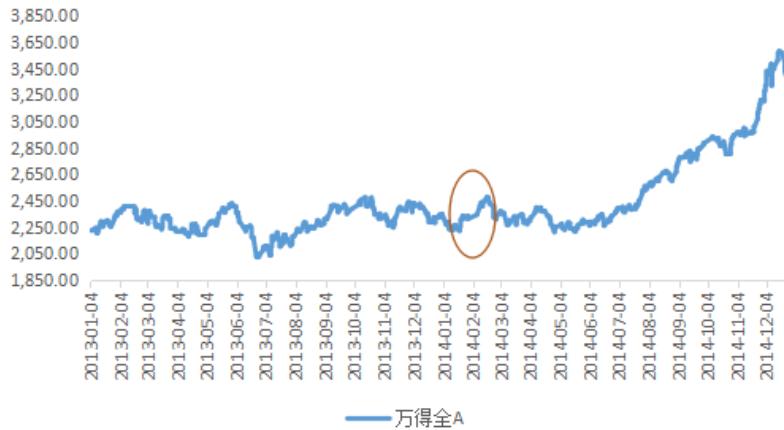
表 2: 近三次美联储加息前后上证指数走势

加息时点	基准利率变化	加息前一季度	加息前一个月	加息后一个月	加息后一季度
1994. 2. 4	3. 25%-6%	-0. 97%	-4. 32%	-6. 91%	-20. 58%
1999. 6. 30	4. 75%-6. 5%	45. 89%	32. 06%	-5. 21%	-7. 03%
2004. 6. 30	1%-5. 25%	-19. 66%	-10. 07%	-0. 93%	-0. 18%

数据来源：Wind, 福能期货研究院

本轮路径参考是 2013 年 QE 退出路径。我们发现在伯南克 2013 年 5 月提出要进行 Taper 后的五个月，万得全 A 下降了 1.11%。在 2013 年 12 月 18 号正式实施 Taper 后的一个月里，万得全 A 指数下降了 5.5%，如果我们将时间轴扩大到 7 个月，则万得全 A 上升了 1.6%。从证据上来看，减少购债对我国股市更多的是短期影响。

图 4：2013 年缩减恐慌国内股市表现



数据来源：Wind, 福能期货研究院

综上所述，美联储加息对中国的影响，更多是加速中国资本的外流。相对于其他新兴市场，中国资本流动更受管制，同时在外汇储备和外债规模占比上也具备明显优势，因此美联储加息对中国资本外流威胁和股市的冲击相对更弱。如果美联储加息，预计短期内可能会对股市形成一定压力，中长期股市的走势仍取决于中国经济自身发展的情况。

免责声明

本报告版权属于福能期货股份有限公司所有，仅作参考之用。不管在何种情况下，本报告都不能当作购买或出售报告中所提及的商品依据。报告是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得转给其他人员。尽管我们相信报告中数据和资料的来源是可靠的，但我们不保证它们绝对正确。我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。未经允许，不得以任何方式转载。

福能期货经营机构办公地址信息

公司地址：福建省福州市鼓楼区五四路 75 号海西商务大厦 31 层
邮编：350003 电话：0591-87871692 传真：0591-88265617
网址：www.fnqh.com.cn

厦门分公司

地址：厦门市东渡路 61 号振华大厦 B 座二楼
邮编：361012 电话：0592-5678309
传真：0592-5678778

湖北分公司

地址：武汉市洪山区徐东大街 67 号广泽大厦 9 层 D 户
邮编：430070 电话：027-88773007
传真：027-88773003

青岛营业部

地址：青岛市市南区香港中路 36 号招银大厦 1901 室。
邮编：266001 电话：0532-82023818
传真：0532-82023820

龙岩营业部

地址：龙岩市新罗区华莲路金融中心 A1A2 栋 1203-1205
邮编：364000 电话：0597-2251100
传真：0597-2257711

晋江营业部

地址：晋江市崇德路金融广场 3 号楼 1401-1402 室
邮编：362200 电话：0595-85612808
传真：0595-85610966

漳州营业部

地址：漳州龙文区万达写字楼 b 座 603-604
邮编：363000 电话：0596-2038010
传真：0596-2020009

宁德营业部

地址：宁德市蕉城南路 94 号泓源·国际-1-607
邮编：352000 电话：0593-2999108
传真：0593-2999106

莆田营业部

地址：莆田市城厢区联创国际广场 B 区 B4#201 号
邮编：351100 电话：0594-2209090
传真：0594-2606058

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区田安路北段阳光大厦 A 幢 7 楼
邮编：362000 电话：0595-36616716
传真：0595-22116955

永安营业部

地址：永安市含笑大道 1196 号阳光丽景 1 号楼 1503-1507 室
邮编：366000 电话：0598-3859578
传真：0598-3859978

南昌营业部

地址：南昌市南滨国际金融大厦 2003-2005 室
邮编：330000 电话：0791-86213373
传真：0791-86210701

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 65 号世外桃源广场 B 座 1917
邮编：610042 电话：028-87590801
传真：028-87590805

上海营业部

地址：上海市浦东新区东方路 969 号 8 楼 805
邮编：200122 电话：021-68827096
传真：021-68827678

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路大都会广场 911
邮编：510620 电话：020-38550010
传真：020-38550010

深圳营业部

地址：深圳市福田区彩田路福建大厦 B 座 1701、1706
邮编：518000 电话：0755-82529159
传真：0755-82993386

南京营业部

地址：南京市玄武区中山路 268 号汇杰广场 1508 室
邮编：210000 电话：025-83209186
传真：025-83209187