

## 美联储加息缩表对全球金融市场的影响

2022年/6月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

### 摘要：

1. 6月FOMC会议继续执行5月公布的缩表计划，即6、7、8三个月每月缩减300亿美元国债和175亿美元MBS，9月缩减规模将分别增至每月600亿美元和350亿美元的上限。与上轮缩表相比，本轮缩表前的资产规模更大、缩表节奏也更快。
2. 货币基金、海外投资者和商业银行等很可能成为美联储缩表、减持美债和MBS的主要承接方。其中，前两者的增持，一定程度上可以减少缩表对市场带来的流动性冲击；而商业银行的增持对市场流动性影响有待观察，其可能通过增加商业贷款规模，叠加货币乘数增加市场流动性，因此**缩表并不一定意味着流动性紧缩**。同时，通过对上述机构增持约束条件的分析，我们认为美联储很难实现“资产规模占名义GDP总量20%左右”的预定减持目标，大概率提前结束缩表。
3. 6月FOMC会议超预期加息75个基点至1.5%-1.75%，预计全年加息将达到325个基点，年内还有175个基点的加息空间。剩余4次议息会议的加息路径有可能是“50、50、50和25”个基点，而7月会议继续加息75个基点的概率也在大幅提升。同时，6月经济预测中大幅上调总体通胀率，并全面下调经济增长率，表明联储已经做好准备，不惜在年内大幅加息，承担经济衰退的风险，也要控制持续高涨的通胀率。
4. 目前加息已经造成了社会资金成本的全面上升，年内美国长短期国债收益率和抵押贷款利率均出现大幅上行。按照CBO预估的今明两年美国财政总赤字均接近1万亿美元进行计算，仅超出的加息部分，就将导致2022年和2023年美国额外支出利息超过300亿美元！同时，由于美国目前存在规模庞大的公司债，美联储加息导致今年以来美国公司债的到期收益率出现快速上行，未来利率的进一步上行可能导致个别公司发生财务危机，甚至引起潜在的公司债危机，需要我们持续关注。
5. 结合上轮缩表期间各项资产的表现，我们判断：10年期美债收益率仍在上行趋势中，预计将以先涨后跌的方式演绎，在市场开始预期美联储缩表结束之前仍有上涨空间，高度可能将达到3.5-4%。美元指数在缩表期间，上涨概率较大，目前仍有上行空间。CRB指数在俄乌战争影响下，维持高位概率较大。股指影响因素较为复杂，目前标普500指数距离年初高点下跌幅度接近25%，一定程度上已反映了流动性紧张的风险。

## 图表目录

图表 1: 美联储 6 月 FOMC 对 2022-2024 年经济展望.....	3
图表 2: 美联储资产结构 .....	4
图表 3: 美联储负债结构 .....	4
图表 4: 美联储总资产占 GDP 的比重 .....	5
图表 5: 外国投资者持有美债规模 .....	5
图表 6: 美国商业银行准备金规模 .....	6
图表 7: 美国商业银行资产结构 .....	6
图表 8: 美国基础货币供应量 .....	7
图表 9: M1 和 M2 货币乘数变化.....	7
图表 10: 美国货币供应量变化.....	8
图表 11: 美联储逆回购规模.....	8
图表 12: 美联储 6 月 FOMC 利率点阵图.....	9
图表 13: 美联储 3 月 FOMC 利率点阵图.....	9
图表 14: 美国国债收益率.....	10
图表 15: 美国各年期国债期限利差.....	10
图表 16: 美国抵押贷款利率.....	10
图表 17: 未来 10 年美国财政支出预测.....	10
图表 18: 美国未来财政收入-支出预测表 (单位: 十亿美元) .....	11
图表 19: 美国公司债规模.....	12
图表 20: 美国公司债收益率.....	12
图表 21: 美联储 2017-2019 年缩表的主要时间线.....	13
图表 22: 美国股指表现 (2017-2019) .....	14
图表 23: 美国十年期国债收益率 (2017-2019) .....	14
图表 24: 美元指数表现 (2017-2019) .....	14
图表 25: CRB 指数表现 (2017-2019) .....	14
图表 26: 美联储本轮缩表的主要时间线.....	15
图表 27: 美国股指表现 (2020-2022) .....	15
图表 28: 美国十年期国债收益率 (2020-2022) .....	15
图表 29: 美元指数表现 (2020-2022) .....	16
图表 30: CRB 指数表现 (2020-2022) .....	16



6月美联储议息会议宣布:将联邦基准利率上调75个基点至1.5%-1.75%，同时继续执行5月会议公布的缩表计划，即6、7、8三个月每月缩减300亿美元国债和175亿美元MBS，从9月开始，缩减规模将分别增至每月600亿美元和350亿美元的上限。

在经济展望方面，美联储认为：整体经济活动在一季度小幅下滑后出现回升，近几个月就业增长强劲，失业率维持低位，但通胀仍处于高位，这反映出疫情、更高的能源价格和由价格压力导致的供需不平衡。同时，俄乌战争对通货膨胀上行和全球经济活动都造成压力。中国对新冠疫情的管控可能会加剧供应链中断。

此外，本次会议将未来三年的预期经济增长率大幅下调为1.7%、1.7%和1.9%（3月预测值分别为2.8%、2.2%和2.0%），维持长期经济增长率1.8%不变。将未来三年的失业率分别上调为3.1%、3.9%和4.1%（3月预测值分别为3.5%、3.5%和3.6%），维持长期失业率4%不变。将2022年通货膨胀率大幅上调为5.2%，同时下调2023年和2024年的通货膨胀率为2.6%和2.2%（3月预测值分别为4.3%、2.7%和2.3%）。将2022年和2023年核心通货膨胀率分别上调为4.3%和2.7%（3月预测值分别为4.1%和2.6%），维持2024年核心通胀率2.3%不变。

本次美联储加息幅度创1994年以来最大值，同时正式开启近三年来的首次缩表，这将对金融市场和资产价格造成什么样的影响，以下详细讨论。

图表 1：美联储 6 月 FOMC 对 2022-2024 年经济展望

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	1.6-2.2
March projection	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1	3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	3.5-4.3
March projection	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
PCE inflation	5.2	2.6	2.2	2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5	2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0	2.0
March projection	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.3	2.7	2.3		4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5		4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8	
March projection	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4		3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.4	3.8	3.4	2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6	2.3-2.5	3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1	2.0-3.0
March projection	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0

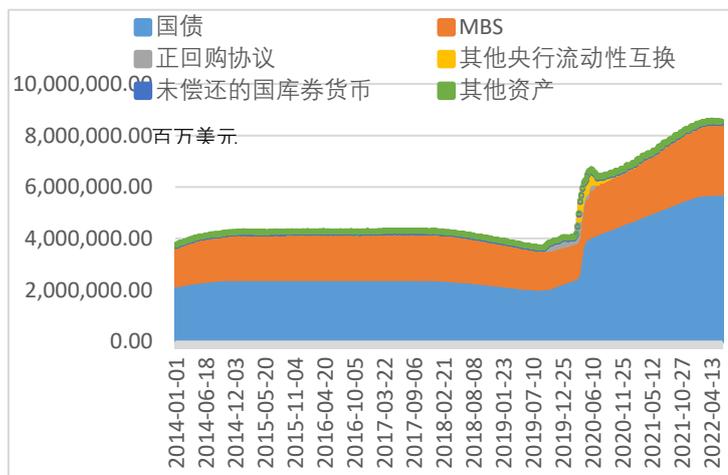
资料来源：美联储、致富研究院

## 1、缩表的传导路径分析

自2020年新冠疫情爆发以来，美联储资产负债表持续扩张。截至2022年6月15日，美联储总资产高达8.982万亿美元，较疫情前大幅增加4.76万亿美元，主要来自持有证券增加4.75万亿美元。其中，增持国债3.4342万亿美元，增持MBS 1.32万亿美元。而从负债端来看，逆向回购协议大幅增加2.085万亿美元，准备金大幅增加1.764万亿美元，流通货币增加4692亿美元，地方联储局储备增加5446.5亿美元，其他负债增加33亿美元，财政部账户余额小幅减少7900万美元。

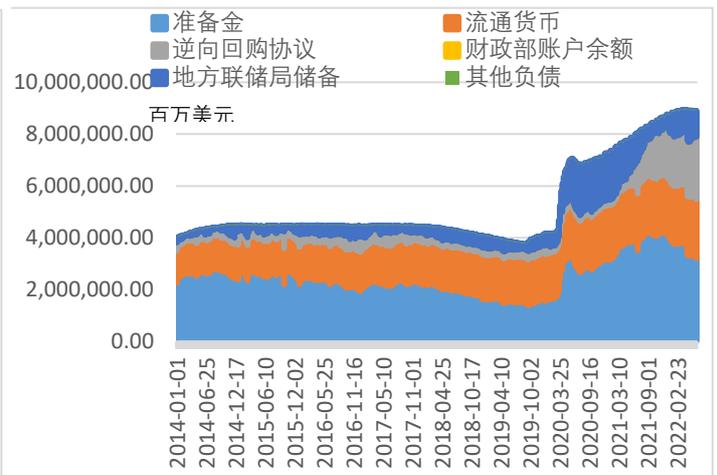
在上一轮缩表周期（2017年10月-2019年8月）中，美联储总资产仅减少7005亿美元，相比缩表前约4.46万亿美元的资产规模，减少幅度仅为15%。显然，本轮联储缩表前的资产规模更大、缩表节奏也更快。

图表 2：美联储资产结构



资料来源：美联储、致富研究院

图表 3：美联储负债结构



资料来源：美联储、致富研究院

未来缩表规模达到什么程度才是合理的呢？美联储理事沃勒在2021年12月对此曾发表过观点，认为“联储资产负债表中资产规模占名义GDP总量的20%左右较为合理”。结合上一轮缩表周期，该数值正是从2017年10月24.9%下降至2019年8月20%左右，美联储就结束缩表。

由于2022年1季度美国GDP折年数为19.73万亿美元，假定美联储合理资产规模占GDP 20%的比例较为合理，预计本次缩表规模将达到5万亿美元。按照5月FOMC会议公布的缩表节奏，6、7、8三个月减持国债和MBS总计为475亿美元，从9月之后扩大减持规模为950亿美元，并一直保持这一规模。要达到预计减持规模，大概需要4年左右的操作时间。

但通过对美联储资产负债表的详细分析，我们认为，联储很难实现以上减持目标，即最终联储资产负债表的规模很可能大于预计规模，联储大概率将提前结束缩表。

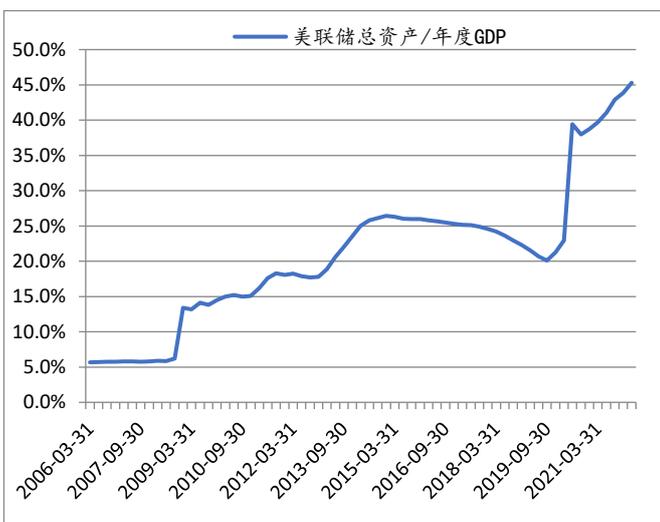
从资产端来看，联储持有的国债和MBS包括持有到期投资和未到期投资两类。联储初期将采取减少持有到期投资，即采取到期不续做的方式进行缩表，之后才会采用卖出未到期投资的方式缩表。如果财政部保持现有资产负债表不变，那么就意味着财政部将要新发行等值的国债，这些新发行的国债**大概率将由商业银行、货币基金和海外投资者等进行承接**。我们来做三种情景假设：

### 1、由海外投资者承接

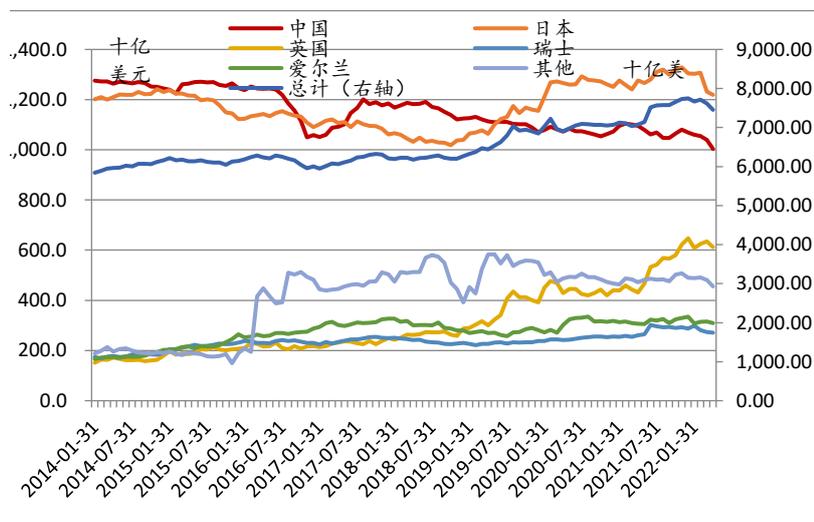
截至2022年4月30日，外国投资者持有的美债数量为7.455万亿美元，相比2020年初增加4279亿美元！主要来自英国增加1623.9亿美元、比利时增加491.5亿美元、爱尔兰增加379亿美元、卢森堡增加387.9亿美元、瑞士增加334.9亿美元，以及日本增加66.7亿美元。而持有美债总量排名第二的中国则大幅减持751.9亿美元。

从地缘政治的角度看，中国继续减持美债是大概率事件。持有美债排名第一的日本由于近期日元持续贬值，增持美债成本大幅增加，很难成为承接主力。英国、比利时、爱尔兰和瑞士等欧洲国家出于资金避险需求，有可能继续增加美债。但目前欧洲主要国家合计持有美债规模不到2.2万亿美元，要承接美联储预计减持的高达5万亿美元的国债和MBS，近乎不可能。

图表 4：美联储总资产占 GDP 的比重



图表 5：外国投资者持有美债规模



资料来源：美联储、BEA、致富研究院

资料来源：美国财政部、致富研究院

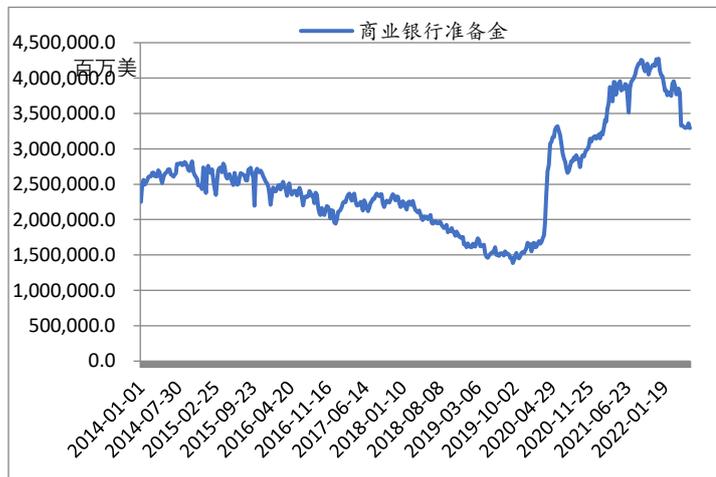
### 2、由商业银行承接

如果由商业银行承接，在商业银行的资产负债表上体现为：资产方的一增一减：持有证券数量增加，在联储的超额准备金数量减少。虽然目前商业银行在联储账户的超额准备金高达 3.3 万亿美元

但由于在加息周期中，美债很可能会承受价格下跌风险，预计商业银行承接联储缩表的国债和 MBS 的意愿并不强。从今年以来的数据看，2 月初至今，美国商业银行持有美国国债机构债和 MBS 的数量基本没有增加，与之相应的，截至 2022 年 4 月底，工商业贷款总量相比去年 10 月增长 9%，同比增速为 5%，连续 8 个月同比正增长；不动产抵押贷款总量相比去年 10 月增长 6%，同比增速为 7.3%，创疫情以来最高值；消费贷款总量相比去年 10 月增长 10%，同比增速为 12.15%，连续 16 个月保持 2 位数以上增速。

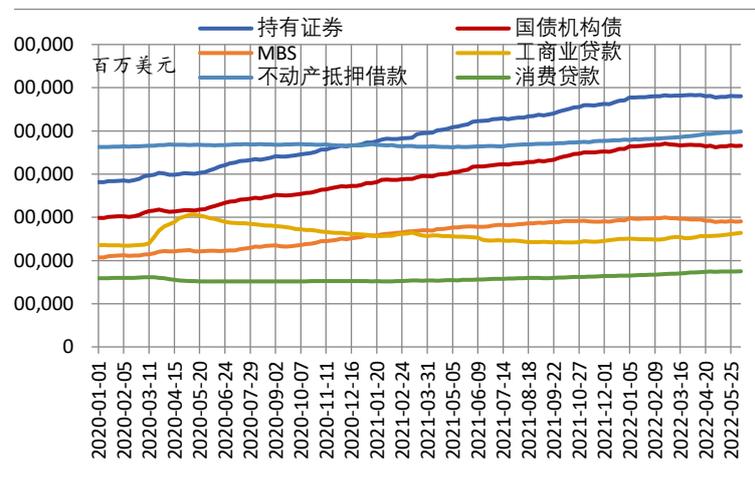
从流动性变化角度来看，尽管基础货币自去年 12 月触顶以来一定回落，但由于货币乘数出现明显上升，因此 M1 和 M2 总量相比去年 12 月仍然出现小幅增长 1%，市场流动性依然十分充裕。随着 6 月联储正式开启缩表，商业银行贷款规模以及货币供应量的变化需要重点关注，进而判断商业银行通过释放超额准备金对市场流动性施加的影响，缩表并不一定意味着流动性紧缩。

图表 6: 美国商业银行超额准备金



资料来源：美联储、致富研究院

图表 7: 美国商业银行资产结构



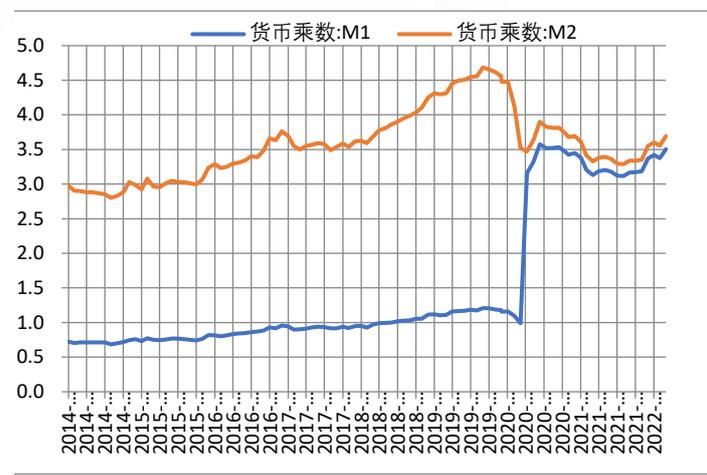
资料来源：美联储、致富研究院

图表 8：美国基础货币供应量



资料来源：美联储、致富研究院

图表 9：M1 和 M2 货币乘数变化



资料来源：美联储、致富研究院

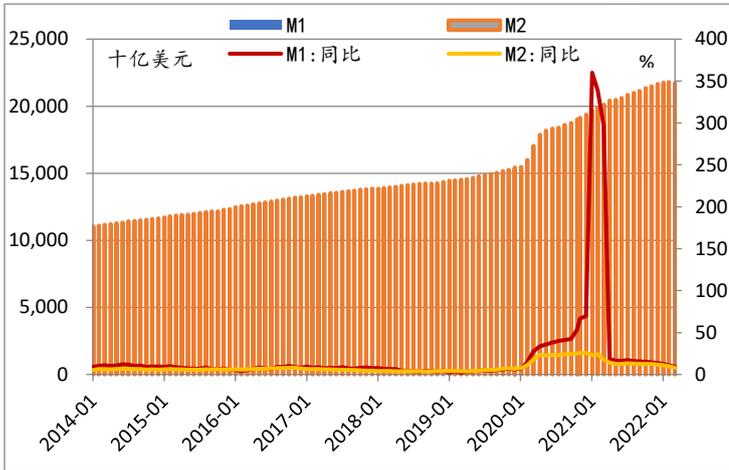
### 3、由货币基金承接

货币基金持有的 ON RRP 份额在美联储资产负债表体现为负债端的逆回购协议规模。由于货币基金受的监管较少，可以根据风险收益自主选择投资品种，如短期美债、ON RRP、银行存单等，因此我们认为 ON RRP 可以成为未来美国财政部新发国债的一个潜在购买方。

由于美国商业银行补充杠杆率 (SLR) 的减免措施于 2021 年 3 月底到期，使得商业银行为满足监管要求减持美债、压缩资产负债表，这导致储户将部分存款转移至货币市场基金。而货基在流动性非常充裕的情况下，大量增持 ON RRP 份额，导致美联储逆回购协议规模从 2021 年 3 月开始快速增加，截至 2022 年 6 月 8 日已经达到 2.4 万亿美元的规模。在联储缩表过程中，如果由货币基金减持 ON RRP 释放出来的资金来购买美债，一定程度上可以减少美联储缩表对市场带来的流动性冲击。

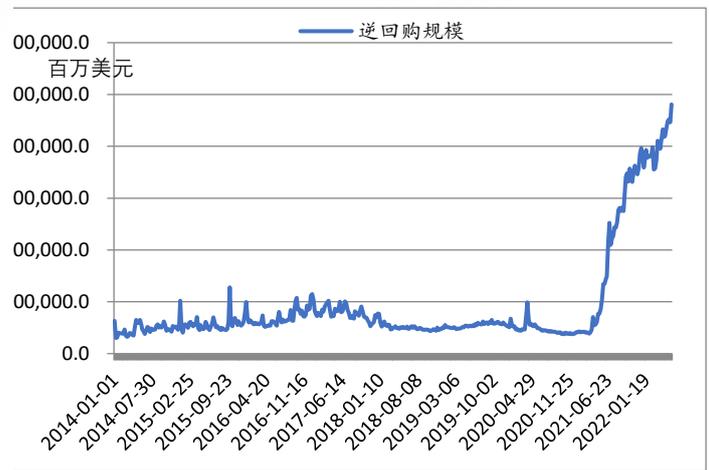
需要注意的是，货币基金只能直接购买短期美债，如果未来财政部新发行的主要是中长期美债，那么 ON RRP 将很难发挥主要的承接作用，因此 ON RRP 对缩表流动性的缓冲需要满足一定的前提条件，财政部新发国债的期限结构是我们未来需要重点观察的指标之一。

图表 10: 美国货币供应量变化



资料来源：美联储、致富研究院

图表 11: 美联储逆回购规模



资料来源：美联储、致富研究院

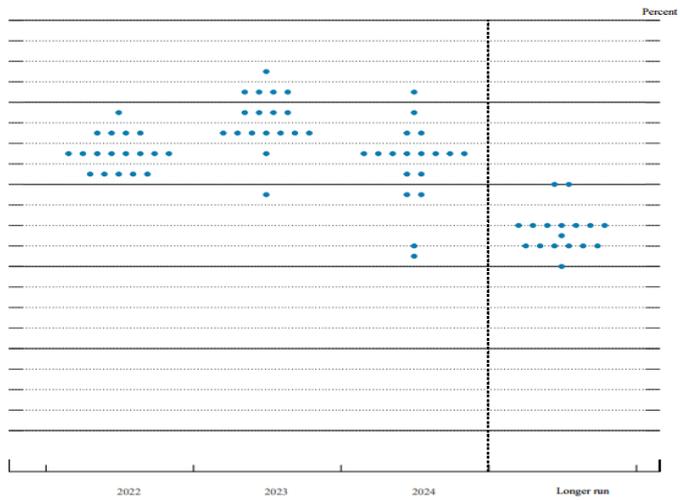
## 2、加息的影响分析

6月FOMC会议超预期加息75个基点至1.5%-1.75%。最新的利率点阵图显示，2022年底联邦基准利率的区间将达到3.25-3.5%，大幅高于3月预估的利率区间1.75-2%。这意味着全年加息将达到325个基点，年内还有175个基点的加息空间。剩余4次议息会议的加息路径有可能是“50、50、50和25”个基点，而7月会议继续加息75个基点的概率也在大幅提升。

同时，点阵图上调了2023年联邦基准利率区间为3.5-3.75%，上调2024年联邦基准利率区间为3.25-3.5%。表明联储在今年强势加息之后，明年加息节奏将明显放缓，而2024年则将出现降息。

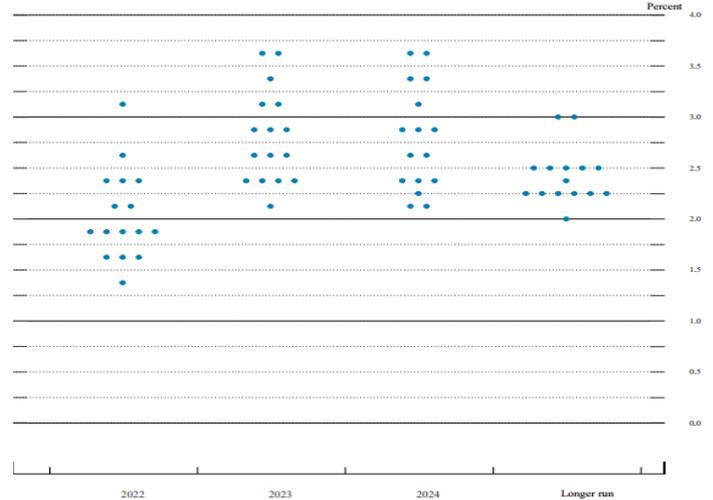
此外，本次会议还删除了“预计通胀将回到2%的目标”，而改为“致力于将通胀恢复至2%的目标”。结合6月经济预测中大幅上调总体通胀率，并全面下调经济增长率，表明联储已经做好准备，不惜在年内大幅加息，即使承担经济衰退的风险，也要控制持续高涨的通胀率。

图表 12: 美联储 6 月 FOMC 利率点阵图



资料来源：美联储、致富研究院

图表 13: 美联储 3 月 FOMC 利率点阵图

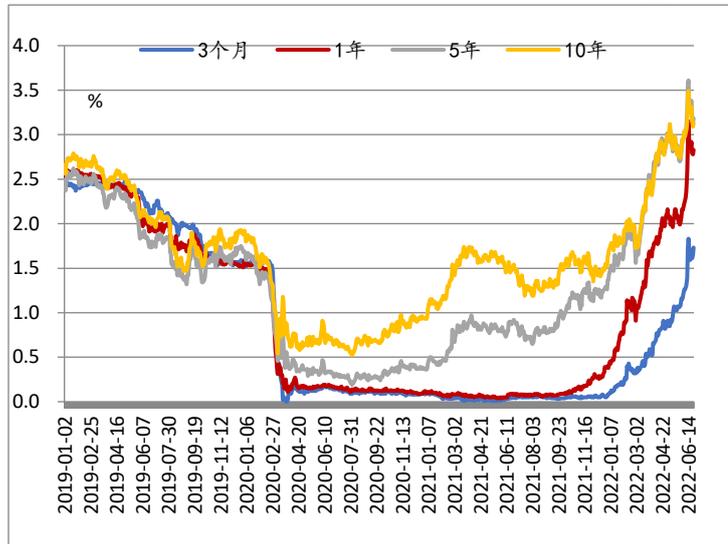


资料来源：美联储、致富研究院

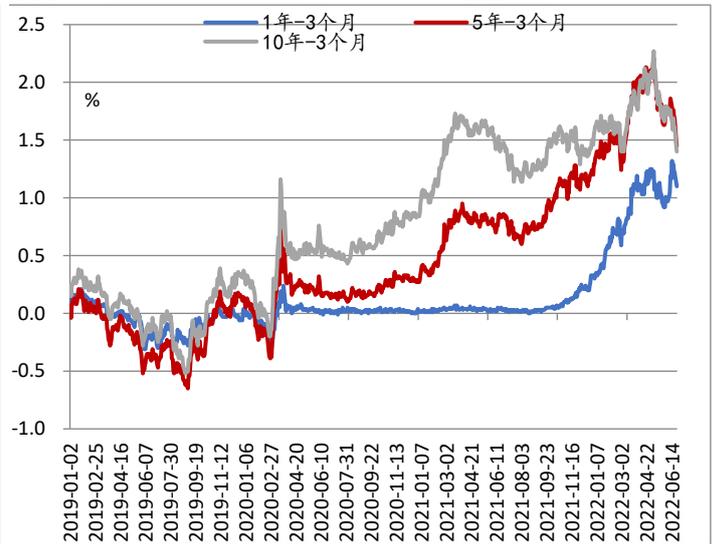
今年以来，美国长短期国债收益率都出现了明显上行，尤其是 3 月以来，上升更为迅猛。6 月 24 日 3 个月期国债收益率为 1.73%；1 年期国债收益率为 2.83%；5 年期国债收益率为 3.18%；10 年期国债收益率为 3.13%，相比年初增长幅度均超过 150 个基点。从息差结构看，今年以来长短期国债利差持续扩大，但 6 月之后呈现触顶回落走势。6 月 24 日 1 年期-3 个月期国债收益率利差为 1.1%；5 年期-3 个月期国债收益率利差 1.45%；10 年期-3 个月期国债收益率利差 1.4%。美联储加息对中期利率的影响大于短期利率。

此外，今年以来住房抵押贷款利率也出现急速上行。6 月 24 日 15 年期抵押贷款固定利率为 4.92%，5 年期抵押贷款浮动利率为 4.41%，相比年初均大幅增长超过 200 个基点。美联储加息已经造成了社会资金成本的全面大幅上升。

图表 14: 美国国债收益率



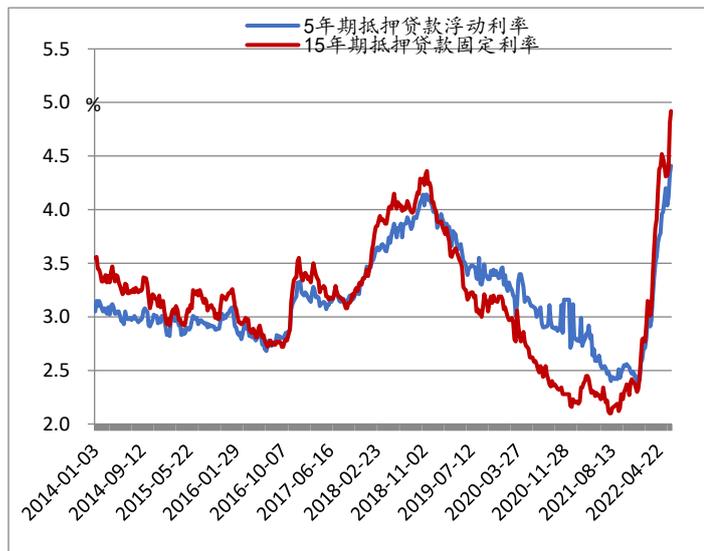
图表 15: 美国各年期国债期限利差



资料来源: 同花顺 iFind、美国财政部、致富研究院

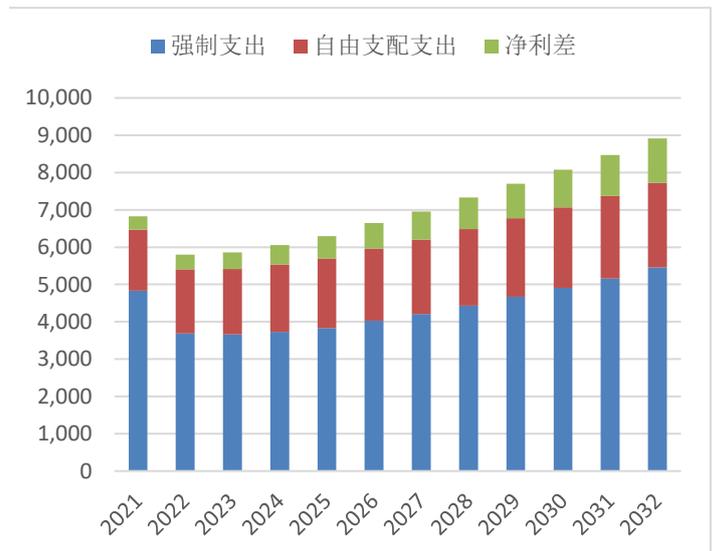
资料来源: 同花顺 iFind、美国财政部、致富研究院

图表 16: 美国抵押贷款利率



资料来源: 同花顺 iFind、房地美、致富研究院

图表 17: 未来 10 年美国财政支出预测



资料来源: 美国国会预算办公室、致富研究院

联邦基准利率的上行, 将加重美国财政部还本付息的压力。根据 5 月底美国国会预算办公室 CBO 公布的最新预计, 未来净息差支出占美国政府财政支出的比例将由 2021 年 5.2% 大幅上升至 2032 年的 13.4%。由于此处 CBO 的经济预测是基于联邦基金利率 2022 年维持 1.6%、2023 年维持 2.4% 的假设做出的, 而按照美联

储预定的加息节奏,2022年联邦基准利率区间将达到3.25-3.5%,2023年为3.5-3.75%,因此美国政府的实际利息支出将大大超过CBO上述预测。我们按照CBO预估的今明两年美国财政总赤字均接近1万亿美元进行计算,仅超出的加息部分,就将导致2022年和2023年美国额外支出利息超过300亿美元!

**图表 18: 美国未来财政收入-支出预测表 (单位: 十亿美元)**

年份	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
个人所得税	2,044	2,623	2,579	2,542	2,539	2,771	2,970	3,049	3,170	3,301	3,436	3,582
工资税	1,314	1,465	1,572	1,625	1,669	1,726	1,786	1,853	1,923	1,995	2,072	2,150
企业所得税	372	395	456	478	483	473	457	461	470	480	491	505
其他	317	354	283	279	290	310	336	352	370	385	403	424
<b>收入总计</b>	<b>4,047</b>	<b>4,836</b>	<b>4,890</b>	<b>4,924</b>	<b>4,982</b>	<b>5,280</b>	<b>5,548</b>	<b>5,716</b>	<b>5,934</b>	<b>6,161</b>	<b>6,402</b>	<b>6,662</b>
强制支出	4,834	3,688	3,662	3,731	3,834	4,032	4,206	4,435	4,671	4,911	5,162	5,461
自由支配支出	1,636	1,717	1,757	1,803	1,862	1,930	1,996	2,051	2,102	2,155	2,209	2,261
净利差	352	399	442	525	604	681	756	842	925	1,007	1,099	1,194
<b>支出合计</b>	<b>6,822</b>	<b>5,804</b>	<b>5,861</b>	<b>6,060</b>	<b>6,300</b>	<b>6,643</b>	<b>6,958</b>	<b>7,328</b>	<b>7,698</b>	<b>8,074</b>	<b>8,469</b>	<b>8,915</b>
<b>赤字合计</b>	<b>-2,775</b>	<b>-968</b>	<b>-972</b>	<b>-1,136</b>	<b>-1,318</b>	<b>-1,364</b>	<b>-1,409</b>	<b>-1,612</b>	<b>-1,764</b>	<b>-1,912</b>	<b>-2,067</b>	<b>-2,253</b>

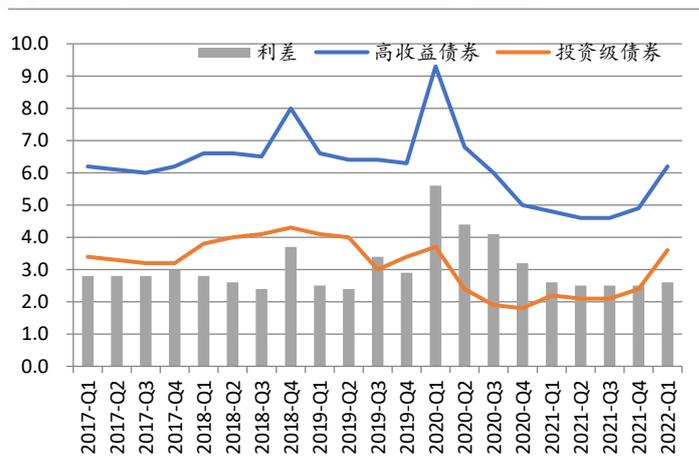
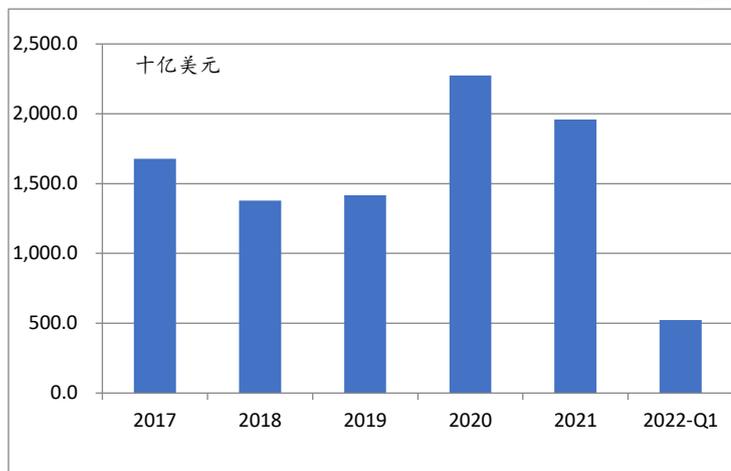
资料来源: 美国国会预算办公室、致富研究院

此外,美国目前存在规模庞大的公司债。SIFMA数据显示,2017年到2022年一季度美国公司债的发行规模高达9.23万亿美元。美联储加息导致今年以来美国公司债的到期收益率出现快速上行。目前,美国高收益债券到期收益率高达6.2%,投资级债券也达到3.6%。未来利率的进一步上行可能导致个别公司发生财务危机,甚至引起潜在的公司债危机,需要我们持续关注。



图表 19: 美国公司债发行规模

图表 20: 美国公司债收益率



资料来源: SIFMA、致富研究院

资料来源: SIFMA、致富研究院

### 3、加息缩表对资产价格的可能影响

在上一轮缩表周期(2017.10-2019.8)中,市场经历了缩表预期、缩表实施、缩表结束等几个阶段,股指、债券、美元指数和商品等均有不同的表现。

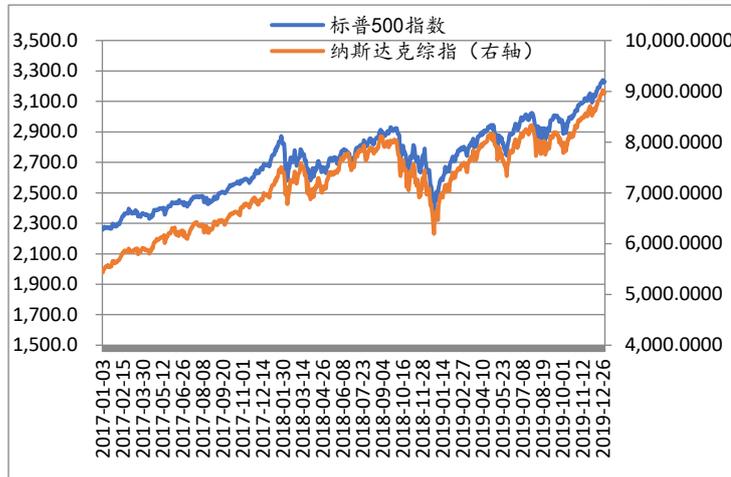
**图表 21：美联储 2017-2019 年缩表的主要时间线**

时间	主要内容
2017 年 3 月 15 日	FOMC 首次释放缩表信号。
2017 年 5 月 3 日	FOMC 讨论定量缩表初步方案，认为美联储证券持有量的减少应该是渐进和可预测的。
2017 年 6 月 14 日	FOMC 会议后美联储公布缩表具体方案。包括每月缩减 60 亿美元国债额度，未来一年内每三个月调整一次，直至上限 300 亿美元；每月缩减 40 亿 MBS，未来一年内每三个月调整一次，直至上限 200 亿美元。
2017 年 9 月 20 日	10 月正式开始实施缩表。
2019 年 1 月 30 日	FOMC 首次释放停止缩表信号。
2019 年 3 月 20 日	美联储公布具体停止缩表的时间和方案。计划从 2019 年 5 月开始，将每月赎回国债的上限从 300 亿美元缩减到 150 亿美元。在 9 月底完成公开市场账户中证券持有总量的减少。10 月开始 MBS 等回收本金将再投资于国债，每月最高金额为 200 亿美元。
2019 年 7 月 31 日	美联储表停止缩表。计划从 2019 年 8 月 1 日开始，展期所有美联储持有的国债本金，并将每月收到的机构债和 MBS 本金用于再投资。
2019 年 9 月 18 日	FOMC 首次释放扩表信号，表示有可能恢复资产负债表的的增长，以帮助银行稳定准备金水平。

资料来源：美联储、致富研究院

在上轮缩表周期（2017.10-2019.8）中，股票指数、美债、美元指数、CRB 商品指数等各项资产表现不一。其中，标普 500 指数区间上涨 16.8%，纳斯达克综指上涨 24.5%，美元指数上涨 5.1%，CRB 指数下跌 12.3%，十年期国债收益率则是先涨后跌，从缩表初期的 2.3%，最高上冲至 3.2% 左右，此后一路下行，在美联储 2019 年 8 月正式停止缩表前仅为 1.9%。

图表 22: 美国股指表现 (2017-2019)



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

图表 23: 美国十年期国债收益率 (2017-2019)



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

图表 24: 美元指数表现 (2017-2019)



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

图表 25: CRB 指数表现 (2017-2019)



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

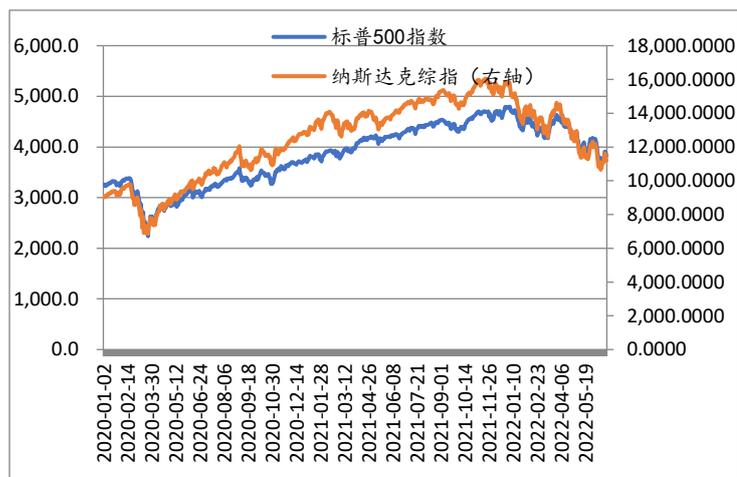
目前本轮缩表从6月1号开始, 已经正式进展到缩表阶段。结合上轮缩表期间各项资产的表现, 我们判断: 10年期美债收益率仍在上行趋势中, 预计将以先涨后跌的方式演绎, 在市场开始预期美联储缩表结束之前仍有上涨空间, 高度可能将达到3.5-4%。美元指数在缩表期间, 上涨概率较大, 目前仍有上行空间。与上轮缩表不同, CRB指数在俄乌战争影响下, 维持高位概率较大。股指影响因素较为复杂, 除了货币因素, 还受经济周期和企业盈利等影响, 目前标普500指数距离年初高点下跌幅度接近25%, 一定程度上已反映了流动性紧张的风险。

图表 26: 美联储本轮缩表的主要时间线

时间	主要内容
2022 年 1 月	FOMC 首次释放缩表信号。鲍威尔表示将于 2-4 月讨论缩表事宜。
2022 年 3 月	FOMC 正式披露缩表方案，表示最快将于 5 月开启缩表，其中 6、7、8 三个月每月缩减 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS，9 月开始缩减规模将分别增至每月 600 亿美元和 350 亿美元的上限。
2022 年 5 月	美联储宣布加息，同时于 6 月 1 日正式开启缩表。

资料来源：美联储、致富研究院

图表 27: 美国股指表现 (2020-2022)



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 28: 美国十年期国债收益率 (2020-2022)

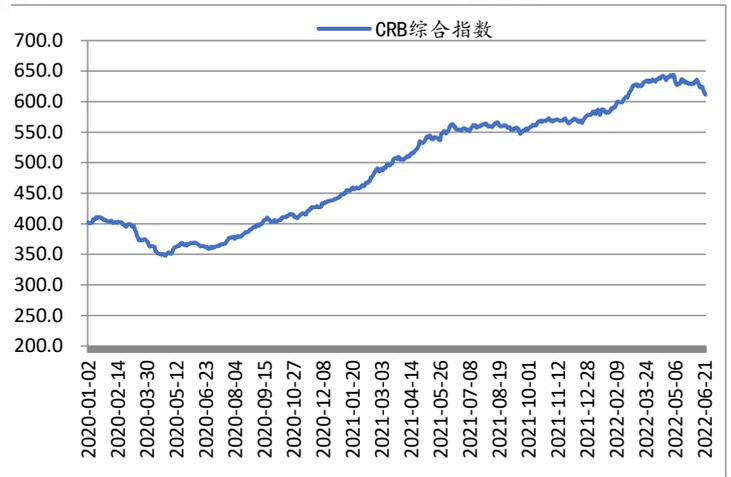


资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 29: 美元指数表现 (2020-2022)



图表 30: CRB 指数表现 (2020-2022)



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
<b>香港致富证券有限公司</b>	<b>香港致富证券有限公司北京代表处</b>	<b>香港致富证券有限公司上海代表处</b>	<b>香港致富证券有限公司深圳代表处</b>
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：[www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)