

美联储的缩表将是昙花一现

核心观点

最近四周美联储的连续缩表并不代表数量型货币政策出现转向。未来，美联储将继续配合财政和基本面需要被动开展扩表。我们预计，美国大概率将在 7 月底或 8 月初落地新一轮财政刺激方案；美联储的资产总规模将在经历短暂下行后掉头回升，预计将于 8 月再度进入扩表模式。

□ 为何最近四周会出现缩表？

近四周美联储缩表的主要原因在于实体流动性支持工具（包括公司债券支持工具、市政流动性便利和中小企业救助贷款）的投放速度不及临时流动性支持工具的回收速度。随着美元流动性回归正常，疫情期间投放的互换及回购资金开始逐步回收（到期不再续作）。而部分扩表项目，尤其是部分实体流动性支持工具尚未充分开展，原因可能有两点：

一是多项流动性工具均为本次新冠疫情的创新产物，过去并无操作先例，政策出台初期多项条款设置存在不合理之处，约束了投放效果。二是此类政策工具部分对应疫情的尾部风险，前期对此类救助工具的需求尚未充分显现。

□ 后续美联储会继续转向扩表吗？

未来，我们推测美联储的资产总规模在经历短暂回调后将出现回升，预计将于 8 月再度进入扩表模式，年内无需担心美联储持续性缩表。原因如下：

一是从疫情二次复发看，美国经济可能再次承压，仍然需要美联储货币支持。二是从经济指标看，虽然美国近期美国 PMI、零售、就业等指标呈现改善，但部分重要指标仍表现不佳，耐用品新订单增速仍在低位徘徊；就业结构仍不理想；两项消费指数于最近一周出现回落。三是从货币政策取向看，7 月以来多位美联储官员密集发声表明宽松货币政策将持续；同时，多项工具操作条款的频繁调整也说明美联储具有较强的投放意愿。四是从财政政策取向看，美国新一轮财政刺激政策可能于 7 月底或 8 月初推出，宽松的财政政策需要美联储扩表予以配合、承接。

整体来看，后续美联储的扩表将主要配合财政需要和基本面修复放缓下的违约风险被动开展，主动的流动性投放措施将持续减少。

□ 后续如何开展扩表？

相较疫情期间，美联储后续的扩表结构将出现边际转向，我们预计：国债+MBS 购买力度仍将参照计划幅度执行；央行互换等纯粹的流动性投放将持续缩减；公司债券支持工具、市政流动性便利和中小企业救助贷款等直导实体的流动性支持工具投放将增加。综合看，我们预计美联储年内资产规模仍将升至 8-8.6 万亿美元区间。

风险提示：中美摩擦风险强于预期；新冠病毒变异导致疫情二次爆发

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1《疫后经济五问：海外经济，危机乍现？》2020.06.26
- 2《G20 豪掷五万亿，多少子弹已落地？——全球 5 万亿美元经济刺激计划深度解析》2020.04.12

正文目录

1. 美联储连续四周资产总规模收缩	3
2. 后续美联储资产规模如何变化?	4
2.1. 最近四周资产规模为何收缩?	4
2.2. 预计美联储将在 8 月恢复扩表模式	5
2.3. 未来的扩表怎么开展?	7
风险提示	9

图表目录

图 1: 2 月末以来联储资产规模持续扩张, 6 月 10 日到达区间峰值, 而后连续四周资产规模收缩	3
图 2: 截至 6 月 10 日, 美联储扩表的主要项目来源 (亿美元)	3
图 3: 近四周美联储资产规模变化的主要项目来源 (亿美元)	3
图 4: 美元流动性已完全恢复正常	4
图 5: 美国当日新增确诊病例走势	5
图 6: 谷歌工作场合出行强度指数 7 月起再次掉头向下	5
图 7: 耐用品新订单增速仍在低位盘旋	6
图 8: 虽就业数据好转, 但受迫性临时工比重仍处高位	6
图 9: 周度失业金数据修复速率放缓	6
图 10: 两项消费指数于最近一周掉头向下	6
图 11: 美国高收益企业债利差自 6 月初低点再次上行	8
图 12: 5、6 月市政债券的首次违约数达到近年来新高	8
图 13: 美国个人消费支出规模下行 (十亿美元)	8
图 14: 2020 年美国“CHAPTER11”破产企业家数同比上升	9
图 15: 3 月以来, 谷歌破产搜索指数快速上升	9
表 1: 创新政策工具经历多次操作条款更新	5
表 2: 美国各大州疫情控制状态变化	5
表 3: 7 月以来美联储官员密集发声, 谈话内容均指向美联储的宽松政策将延续	7

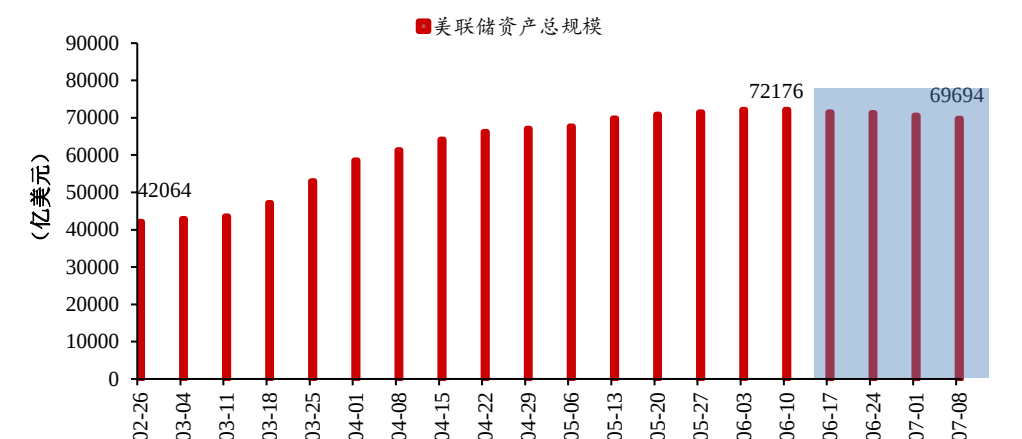
1. 美联储连续四周资产总规模收缩

自2月末新冠疫情在海外爆发以来，美联储为提振美国经济及金融市场，资产总规模快速扩张，资产规模于6月10日到达区间峰值72176万亿美元，随后连续四周资产规模收缩。截至7月8日，规模已收缩至69694亿美元。

2月26日至6月10日，美联储资产规模扩张约3万亿美元。主要的增量来源于国债+MBS的持有市值变化(含增持和债券估值变化)和央行互换。其中前者贡献增量23620亿美元，主要用于配合财政部的系列财政刺激政策以及为市场提供流动性；后者贡献4445亿美元，主要用于美元流动性危机期间为国际市场增加美元供给。除此之外，部分实体流动性支持工具增加853亿美元(含公司债券支持工具、市政流动性便利和中小企业救助贷款)，贷款工具增加982亿美元(主要为薪酬保护计划支持工具和货币市场流动性支持工具)。

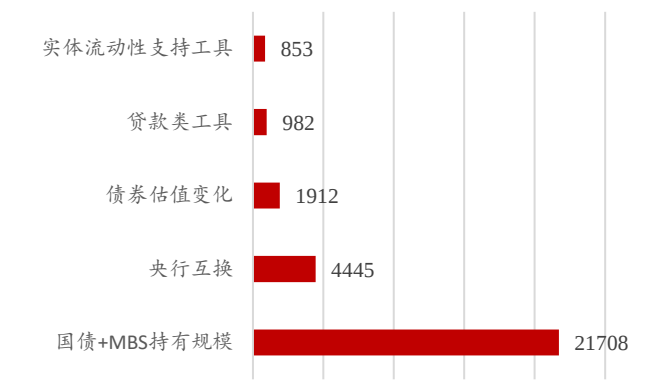
6月10日至7月8日，美联储资产规模连续4周收缩约2482亿。主要的增量项目来源于国债+MBS的增持，规模增加共计1568亿美元，略超6月议息会议中每月1200亿美元的增持计划；主要的缩量项目来源于央行互换和回购投放，分别减少2654亿美元和1673亿美元，主要原因在于随着美元流动性的逐步修复，此类临时性流动性支持工具到期后，市场主体均不再续作。

图 1：2 月末以来联储资产规模持续扩张，6 月 10 日到达区间峰值，而后连续四周资产规模收缩



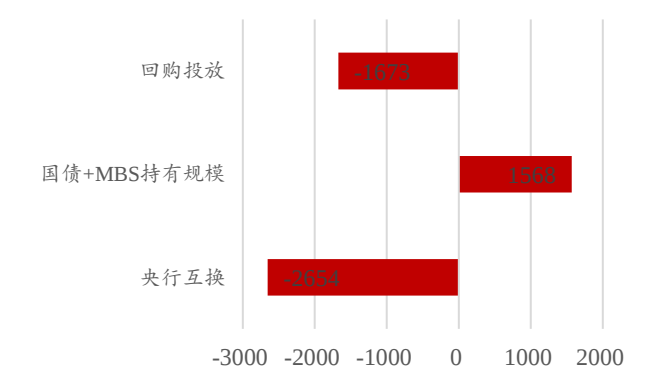
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 2：截至 6 月 10 日，美联储扩表的主要项目来源 (亿美元)



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 3：近四周美联储资产规模变化的主要项目来源 (亿美元)



资料来源：美联储，浙商证券研究所

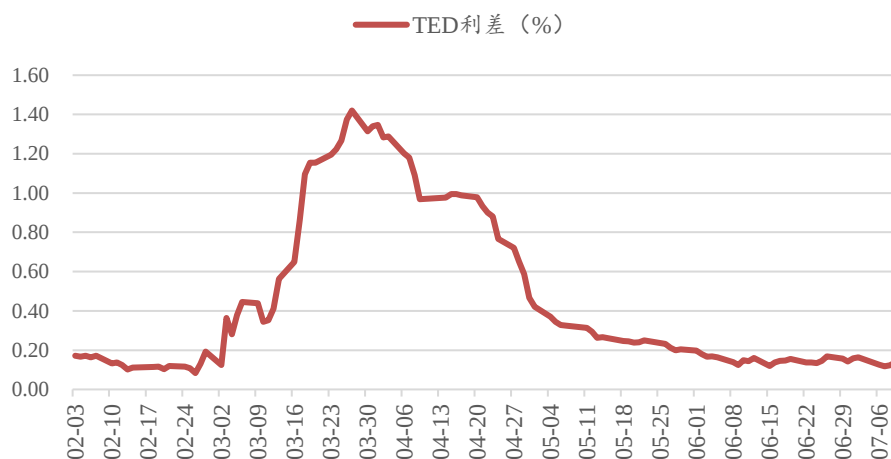
2. 后续美联储资产规模如何变化？

2.1. 最近四周资产规模为何收缩？

综合来看，美联储最近 4 周资产规模收缩的原因主要在于实体流动性支持工具（包括公司债券支持工具、市政流动性便利和中小企业救助贷款）的投放速度不及临时流动性支持工具的回收速度。随着美元流动性回归正常，疫情期间的临时流动性支持项目如期收缩；而部分扩表项目，尤其是部分实体流动性支持工具尚未充分开展。

从缩表项目看，央行互换和回购投放两项临时流动性支持工具大规模收缩（到期不再续作），二者分别供给国际市场及国内市场的美元流动性。目前，回购投放规模已缩至 0，央行互换项目存续规模仍有 1791 亿美元。随着国际市场美元流动性的修复，我们预计，本批货币互换到期后，海外央行均将不再续作，当前剩余的 1791 亿美元央行互换规模将于未来 90 天内全部自然到期（未来 15 天内到期 905 亿美元，16-90 天内到期 886 亿美元）。

图 4：美元流动性已完全恢复正常



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

从扩表项目看，国债+MBS 增持速度基本符合预期，主要是实体流动性支持工具尚未充分开展导致资产规模出现临时性回调。我们对此类工具尚未开展的原因估计如下：一是多项流动性工具均为本次新冠疫情的创新产物，过去并无操作先例，政策出台初期多项条款设置存在不合理之处。美联储也确实在政策工具推出后，多次对相关条款进行改良处理。二是此类政策工具多数对应疫情的尾部风险。疫情长时间蔓延将使需求端受到持续性影响，企业和地方政府收入面临结构性损伤，最终导致主体财务结构恶化，对救助工具的需求上升。

表 1：创新政策工具经历多次操作条款更新

项目	调整次数	补充说明
中小企业救助贷款	2（第 3 轮征求意见中）	4、6 月两次调整优化，包括下调最低贷款额、上调最长贷款期限等。
市政流动性工具	2	4、6 月两次调整优化，包括下调地方人口标准等。
公司债券支持工具	2	4、6 月两次调整优化，包括允许购买“垃圾债”等。

资料来源：美联储，浙商证券研究所

2.2. 预计美联储将在 8 月恢复扩表模式

未来，我们预计美联储的资产总规模在经历短暂回调后将出现回升。美国经济在现阶段仍需要美联储的货币支持，年内无需担心美联储持续性缩表。主要证据如下：

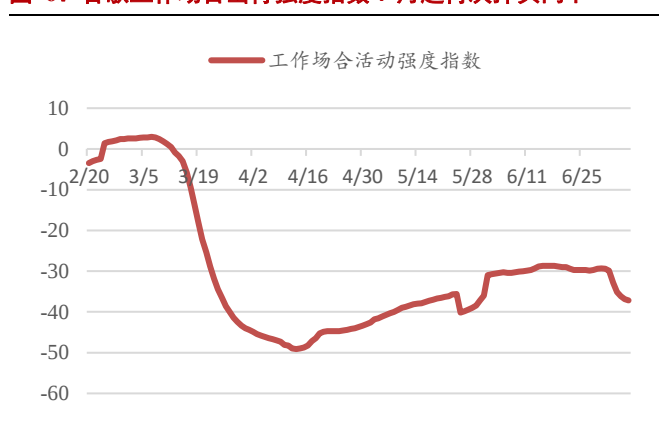
从疫情看，随着疫情二次复发，美国经济可能再次承压，美联储需要给予适当的货币支持。7 月以来，谷歌工作场合的出行强度指数再次下降 27%；二次复发的区域中，德州、佛罗里达、加州等重灾区域均为美国的经济重镇，目前均已重新进入局部封锁加强状态。根据我们的统计，全美 50 州中，已有 8 州由于疫情二次爆发重新加强社交及出行管理措施，此 8 州在全美 GDP 中占比约 36%；13 州暂停进一步开放措施，对应 GDP 占比 15%；仅有 29 州持续推进复工复产，对应 GDP 占比不足 50%。

图 5：美国当日新增确诊病例走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：谷歌工作场合出行强度指数 7 月起再次掉头向下



资料来源：Google，浙商证券研究所

表 2：美国各大州疫情控制状态变化

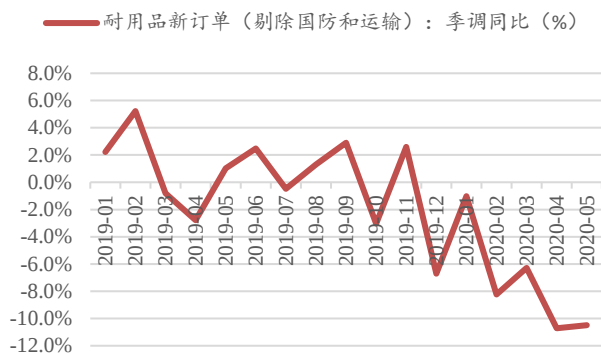
疫情控制状态	州数	GDP 占比	代表州
持续开放	29	49%	纽约、肯塔基
重启暂停	13	15%	北卡、印第安纳
封锁重新加强	8	36%	加州、佛罗里达、德州

资料来源：New York Times，浙商证券研究所

从经济看，近期，美国 PMI、零售销售、就业等数据出现阶段性好转，但部分重要经济指标仍未表现出明显的复苏，后续仍然需要美联储加以支持。5 月耐用品新订单同比增速下行 10.5%，相较 4 月几无改善。虽就业数据好转，但因经济原因被迫从事临时工作的就业比重仍然位于 6.6% 的高位，企业对长期雇佣较为谨慎说明对经济的前景仍不乐观，

失业金初请和续请人数在经历过前期的快速下行后均有所放缓；ABC news 消费者信心指数和高盛连锁店销售指数均在最近一周重新掉头向下。

图 7：耐用品新订单增速仍在低位盘旋



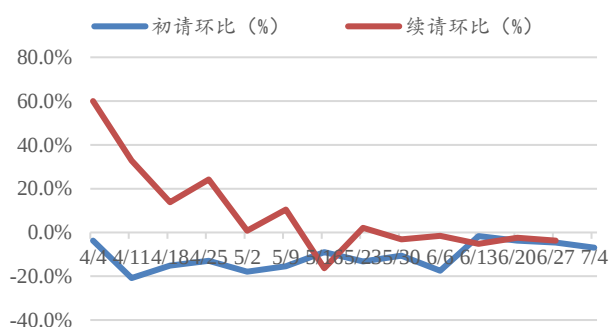
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：虽就业数据好转，但受迫性临时工比重仍处高位



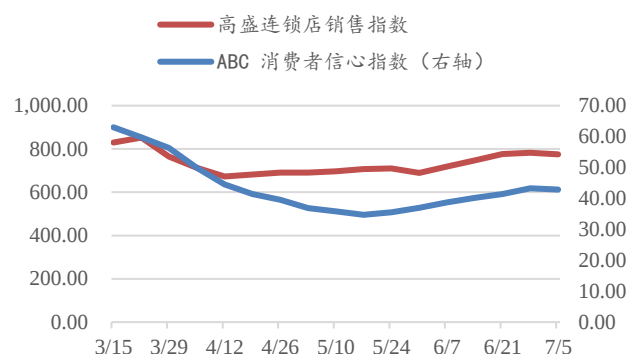
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：周度失业金数据修复速率放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：两项消费指数于最近一周掉头向下



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从货币政策取向看，7 月以来多位美联储官员密集发声，表明对于采取更多行动支持经济发展持开放态度，宽松的货币政策仍将持续。其中，预计中小企业救助贷款将有较为可观的投放量，美联储主席鲍威尔也表态将继续对这一工具的操作条款进行调整改良，使该项工具拥有更为广泛的受众群体。另外，如上文所述，美联储也曾多次对其他实体流动性支持工具的操作条款进行调整，这说明美联储对于此类工具仍然具有较强的的投放意愿。

从财政政策取向看，我们预计美国下一轮财政刺激政策将于 7 月底或 8 月初推出，宽松的财政政策需要美联储扩表予以配合。从时间安排看，国会 7 月的休假期将于 7 月 20 日结束，但随后众议院和参议院又将分别于 8 月 1 日和 8 月 10 日进入休会阶段直至 9 月。因此，在不安排额外投票的情况下，如果一项法案要两院投票尽快通过，最有可能的时间点位于 8 月初附近。此前众议院曾先后推动总规模 3 万亿美元的《英雄法案》和 1.5 万亿美元的《美国投资法案》，但均未获得参议院的支持。近期，特朗普政府表示正在酝酿一项总规模超 1 万亿美元的刺激计划，却同样迟迟未能出台。主要原因在于，两党在意识形态上存在较大分歧导致财政刺激计划推进受阻。然而，两党对于“美国急需下一轮财政刺激”具有基本共识。7 月 8 日，两党也曾配合出台延长薪资报酬计划有效期的相

关法案以解燃眉之急。在此背景下，我们预计美国仍将在 8 月初出台下一步刺激计划，总规模大概率超过 1 万亿美元。对此，美联储也将通过积极的货币政策予以配合。综上，我们预计美联储将在 8 月再度回归扩表模式，后续美联储的扩表将主要配合财政需要和基本面修复放缓下的违约风险被动开展。

表 3：7 月以来美联储官员密集发声，谈话内容均指向美联储的宽松政策将延续

日期	官员	具体内容
7.9	亚特兰大联储：博斯蒂克	未来一年经济将仍然处于复苏模式，在 2021 年中或 2022 年之前，经济不会回到新冠肺炎疫情前的水平。美联储的政策仍需持续发力，财政措施很重要。
7.8	波士顿联储：罗森格伦	预计整个夏季和秋季，美国经济将比许多人预期的还要疲软。由于经济正在和新冠病毒作斗争，预计中小企业救助贷款项目的贷款数量将非常可观。
7.7	美联储副主席：克拉里达	尽管 5 月和 6 月经济出现反弹的迹象“非常受欢迎”，但美联储正密切关注疫情的发展，因为它将决定经济的走势。美联储可以购买债券的规模“没有限制”，并补充称，美联储可能通过前瞻性指引进一步放宽政策，还将维持其贷款支持，需要多久就持续多久。
7.7	克利夫兰联储：梅斯特	我们预计宽松的货币政策将会维持一段时间，美联储对于采取更多行动来支撑经济持开放态度。除此之外，国会还可能需要继续为需要资金以度过衰退的企业和个人提供支持。
7.1	美联储主席：鲍威尔	美联储有可能对已退出的中小企业救助贷款项目进行改动，再次降低企业获得这类贷款的门槛。

资料来源：公开渠道整理，浙商证券研究所

2.3. 未来的扩表怎么开展？

如上文所述，我们预计美联储将于 8 月再度进入扩表模式。但是，相较疫情期间，美联储的扩表结构将出现边际转向：国债+MBS 购买力度仍将参照计划幅度执行；央行互换等纯粹的流动性投放规模将继续缩减；公司债券支持工具、市政流动性便利和中小企业救助贷款等直导实体的流动性支持工具投放将增加，后续美联储的扩表将主要配合财政需要和基本面修复放缓下的违约风险被动开展。

国债+MBS 方面，美联储曾于 6 月议息会议后给出明确的增持指示，将以每月约 1200 亿美元的速度持续增持，用于维持证券市场平稳运行，从而促进货币政策有效地传递到更广泛的金融环境。6 月会后至今，美联储的行动表现也基本符合承诺的增持规模。后续，美国大概率将出台下一轮财政刺激计划，为保障财政资金供给，我们预计美联储仍将按

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3882

