

海外宏观市场双周报

5月若缩表，影响会如何？

核心观点

美联储3月会议纪要透露缩表细节：美联储最快将于5月开启缩表；本次缩表方式为减少对美联储持有资产再投资；本次缩表上限设置为600亿美元美债和350亿美元MBS，至少在3个月之后缩表规模达到上限；由于MBS提前还款可能不会触及缩表上限，可能联储会直接向市场抛售MBS。本次缩表具有速度快、力度大的特点。

美联储缩表将直接影响金融市场流动性：总体来看，若美联储开始缩表，银行和货币市场基金需要消耗银行准备金或者ON RRP使用量来满足财政部新的国债发行需求。鉴于目前美国存款类机构准备金规模和ON RRP使用量均处于较高的位置，我们认为，短期内美国金融市场流动性仍将保持充裕。但考虑到此次缩表强度较大，可能会给市场传递流动性较快收缩的信号，反而会进一步加速流动性的收缩，后续美国金融市场流动性指标值得关注。

相比量化宽松，本次缩表对经济影响较小：与量化宽松相比，缩表与美联储扩表的效用不是对称的。在量化宽松政策实施之前，美国金融市场的流动性往往是偏紧的，量化宽松可以有效地降低银行间融资成本，并向市场传递“美联储打算较长时间将政策利率维持低位”的信号。而在缩表启动之前，美国金融市场流动性较为充裕，缩表对金融市场影响较小。

海外疫情与疫苗接种进度追踪：近期，新冠疫情在欧洲和亚洲加速传播，截至北京时间2022年4月12日，韩国、意大利、日本、德国、澳大利亚是每日新增确诊病例数最多的五个国家；韩国、俄罗斯、法国、英国、意大利是每日新增死亡病例数最多的五个国家。美国过去两周的新冠病例总体看起来似乎正趋于稳定，但仍有疾病专家指出，美国不完整的数据信息很可能掩盖着美国新冠病例仍激增的实情。

两周主要资产走势概览：

美股：过去的两周内，美股震荡下行。3月31日至4月14日期间，标普下跌1.85%，截至4月12日收盘报4446.59点；道指下跌0.33%，截至4月12日收盘报34564.59点；纳指下跌4.06%，截至4月12日收盘报13643.59点。

美债：近两周美国长短端国债利率均大幅上升。截至4月13日，美国10年期国债利率报2.7%，近两周以来上行38bp，10年期国债实际利率上行42bp至-0.1%；2年期国债利率报2.37%，近两周以来上行9bp。

伦敦金价涨幅较大，4月13日报1977.4美元/盎司。

美元指数继续上升，4月13日报99.8387点。

布油价格较为震荡，4月13日报108.78美元/桶。

伦铜价格震荡下跌，4月13日报10284美元/吨。

风险提示：海外疫情再度爆发对经济影响程度超预期、全球大宗商品价格再迎上涨、极端气候对全球供应链造成冲击。

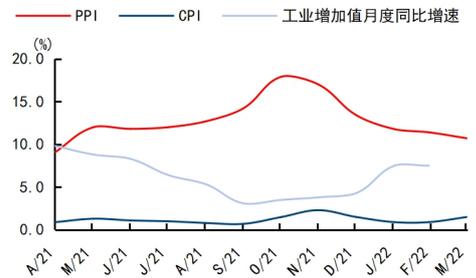
经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志 **联系人：王艺熹**
 021-60933158 021-60893204
 dongdz@guosen.com.cn wangyixi@guosen.com.cn
 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	12.20
社零总额当月同比	6.70
出口当月同比	14.70
M2	9.70

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-消费仍受压制，建筑业景气继续向好》——2022-04-12
- 《宏观经济宏观周报-3月疫情对国内经济冲击最严重的时候或已过去》——2022-04-08
- 《海外宏观市场双周报-美国强劲的居民消费能否延续？谨防“三大冲击”》——2022-03-30
- 《宏观经济宏观周报-国内疫情继续扩散，物价继续上涨》——2022-03-28
- 《宏观经济宏观周报-国内疫情快速扩散，稳增长政策或继续发力对冲下行压力》——2022-03-21

内容目录

5月若缩表，影响会如何？	4
美联储3月会议纪要透露缩表细节.....	4
美联储缩表将直接影响金融市场流动性.....	5
相比量化宽松，本次缩表对经济影响较小.....	7
海外疫情与疫苗接种进度追踪	9
两周主要资产走势概览	9
美股.....	9
美债.....	10
伦敦金和美元指数.....	11
布伦特原油和伦敦铜.....	11
免责声明	13

图表目录

图 1: 美国失业率 (%)	4
图 2: 美国非农部门员工薪资同比增速 (%)	4
图 3: 美国 CPI 能源项同比增速	4
图 4: 美国 10 年期盈亏平衡通胀率	4
图 5: 美联储持有国债到期时各部门资产负债表变化	5
图 6: 银行购买财政部新发行国债时各部门资产负债表变化	6
图 7: 货币市场基金使用银行存款购买财政部新发行国债时各部门资产负债表变化	6
图 8: 货币市场基金减少 ON RRP 投资来购买财政部新发行国债时各部门资产负债表变化	7
图 9: 美国存款机构准备金规模及美国 ON RRP 使用量	7
图 10: 美国有担保隔夜融资利率	8
图 11: 美国 30 年抵押贷款利率 (%)	8
图 12: DM 市场国家新增确诊人数 (7 日移动平均)	9
图 13: EM 市场国家新增确诊人数 (7 日移动平均)	9
图 14: 主要国家每百人疫苗接种量 (剂, 截至 2022-4-13)	9
图 15: 美国疫苗接种进度 (截至 2022-4-13)	9
图 16: 标普 500 指数 (截至 2022-4-13)	10
图 17: 道琼斯工业指数 (截至 2022-4-13)	10
图 18: 纳斯达克指数 (截至 2022-4-12)	10
图 19: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2022-04-13)	11
图 20: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2022-04-13)	11
图 21: 伦敦金价 (美元/盎司) (截至 2022-4-13)	11
图 22: 美元指数 (截至 2022-4-13)	11
图 23: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2022-4-13)	12
图 24: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2022-4-13)	12

5月若缩表，影响会如何？

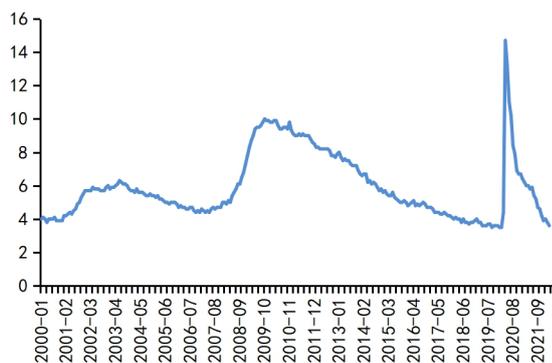
美联储3月会议纪要透露缩表细节

近期，美联储3月的会议纪要中提到了一系列关于缩表的细节：美联储最快将于5月开启缩表；本次缩表方式为减少对美联储持有资产再投资；本次缩表上限设置为600亿美元美债和350亿美元MBS，至少在3个月之后缩表规模达到上限；由于MBS提前还款可能不会触及缩表上限，联储可能会直接向市场抛售MBS。

参考上一轮（2017-2019）缩表周期，美联储在经历了4次加息后才开始缩表，历经4个季度才到达缩表上限（300亿美元美债+200亿美元MBS）。可见，本次缩表具有速度快、力度大的特点。

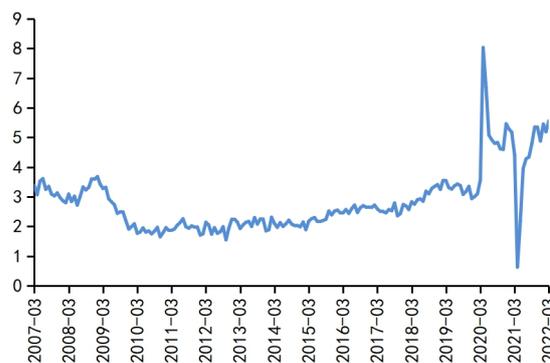
我们认为，此次美联储快速开展缩表动作旨在向市场传递其治理通胀的决心。目前美国劳动力市场十分紧张，失业率已经下降至疫情以来的最低点，员工薪资增速持续上升，工资-价格螺旋上升的结构较为牢固。

图1：美国失业率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：美国非农部门员工薪资同比增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

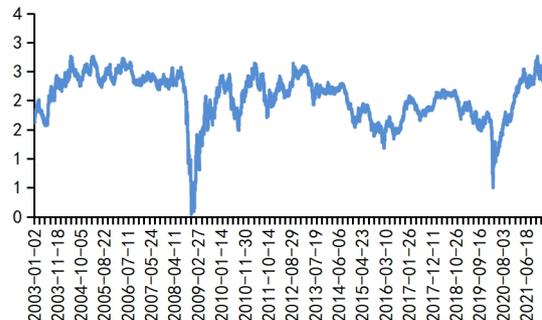
同时，能源价格居高不下，目前CPI能源价格同比增速已经上升至历史的高点。劳动力市场紧张叠加能源价格飙涨大幅抬升了市场的通胀预期，反映通胀预期的指标美国10年期盈亏平衡通胀率持续抬升，带动了10年期国债的快速上行。

图3：美国CPI能源项同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：美国10年期盈亏平衡通胀率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美联储缩表将直接影响金融市场流动性

一般情况下，我们认为美国存款机构的准备金规模和隔夜逆回购使用工具使用量（ON RRP）可以反映银行和货币基金的流动性是否充裕，其中 ON RRP 为美联储在 2013 年之后新增使用的货币工具，旨在吸收银行体系之外的超额流动性，因此 ON RRP 使用量越大，表示非银金融机构的流动性越充足（到 2021 年底，具有 ON RRP 投资权限的货币市场基金份额约占基金总额的 80%）。

我们可以用简化的资产负债表对缩表的影响进行分析。在美联储的资产负债表上，资产方面包含国债；负债方面包含银行持有的准备金、财政部在美联储的 TGA 账户中持有的现金余额，以及货币市场基金持有的 ON RRP 余额。在财政部的资产负债表上，资产方面包含 TGA 中的余额；负债方面包含国债。在银行的资产负债表上，资产方面包含美国国债和存款机构准备金；负债方面包含货币市场基金持有存款。在货币市场基金的资产负债表上，资产方面包含国债、银行存款以及 ON RRP 工具投资额；负债方面包含居民持有的基金份额。我们假设当美联储持有的价值 1 美元的国债到期时，财政部会新发行价值 1 美元的国债，因此财政部的资产负债表规模保持不变。

当联储持有国债到期时，财政部从 TGA 向美联储支付现金。美联储持有的资产减少（其持有的美国国债减少）和负债减少（财政部在美联储持有的现金减少），因此其资产负债表规模缩小。

图5：美联储持有国债到期时各部门资产负债表变化

美联储		财政部	
资产	负债	资产	负债
国债-1\$	准备金 ON RRP TGA 账户-1\$	存放在美联储现金-1\$	国债-1\$
银行		货币市场基金	
资产	负债	资产	负债
国债 准备金	存款	国债 存款 ON RRP	居民部门持有的份额

资料来源：纽约联储、国信证券经济研究所整理

若银行购买财政部新发行的国债，当银行将资金转移到财政部时，TGA 余额会回到原来的水平。在这个过程结束时，美联储资产负债表的规模随着资产方面的国债和负债方面的准备金的减少而减少；财政部的资产负债表没有改变；银行的资产负债表规模相同，但资产构成不同（持有的国债较多，准备金较低）。

图6: 银行购买财政部新发行国债时各部门资产负债表变化

美联储		财政部	
资产	负债	资产	负债
国债-1\$	准备金-1\$ ON RRP TGA 账户余额	存放在美联储现金	国债
银行		货币市场基金	
资产	负债	资产	负债
国债+1\$ 准备金-1\$	存款	国债 存款 ON RRP	居民部门持有的份额

资料来源: 纽约联储、国信证券经济研究所整理

货币市场基金可以使用银行存款或减少 ON RRP 投资来为其购买国债提供资金。若货币市场基金使用银行存款购买国债, 货币市场基金从财政部购买国债, TGA 余额恢复到原来的水平。而货币市场基金在银行的存款减少, 银行为促进购买, 将准备金余额转移到 TGA 账户, 银行的资产负债表规模下降, 货币市场基金的资产负债表规模没有变化, 但资产构成不同(持有的国债较多, 存款较低)。

图7: 货币市场基金使用银行存款购买财政部新发行国债时各部门资产负债表变化

美联储		财政部	
资产	负债	资产	负债
国债-1\$	准备金-1\$ ON RRP TGA 账户余额	存放在美联储现金	国债
银行		货币市场基金	
资产	负债	资产	负债
国债 准备金-1\$	存款-1\$	国债+1\$ 存款-1\$ ON RRP	居民部门持有的份额

资料来源: 纽约联储、国信证券经济研究所整理

若货币市场基金通过减少投资 ON RRP 来购买财政部新发行的美国国债。ON RRP 余额下降, TGA 余额恢复到原来的水平。银行和货币市场基金的资产负债表规模没有变化, 但货币市场基金资产方面的构成不同(持有的国债较多, 投资的 ON RRP 规模较低)。

图8: 货币市场基金减少 ON RRP 投资来购买财政部新发行国债时各部门资产负债表变化

美联储		财政部	
资产	负债	资产	负债
国债-1\$	准备金 ON RRP-1\$ TGA 账户余额	存放在美联储现金	国债
银行		货币市场基金	
资产	负债	资产	负债
国债 准备金	存款	国债+1\$ 存款 ON RRP-1\$	居民部门持有的份额

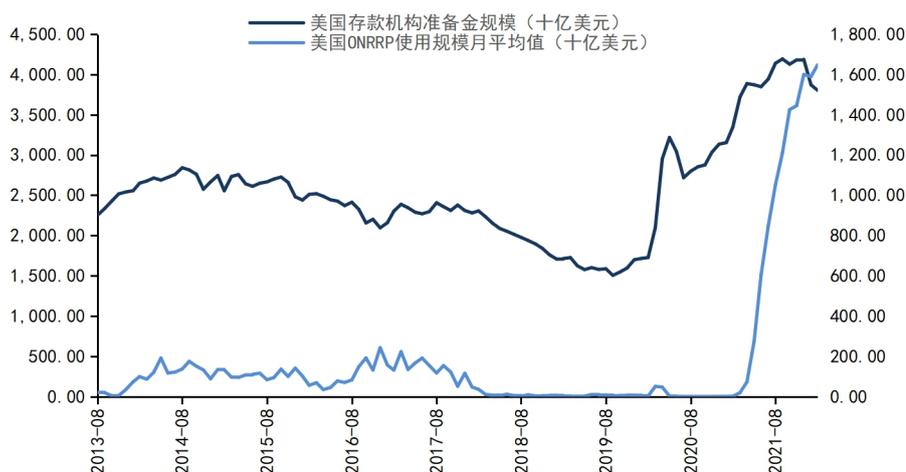
资料来源: 纽约联储、国信证券经济研究所整理

总体来看, 若美联储开始缩表, 银行和货币市场基金需要消耗银行准备金或者减少 ON RRP 使用量来满足财政部新的国债发行需求。鉴于目前美国存款类机构准备金规模和 ON RRP 使用量均处于较高的位置, 我们认为, 短期内美国金融市场流动性仍将保持充裕。但考虑到此次缩表强度较大, 可能会给市场传递流动性较快收缩的信号, 反而会进一步加速流动性的收缩, 后续美国金融市场流动性指标值得关注。

相比量化宽松, 本次缩表对经济影响较小

本次美联储缩减国债的方式为减少持仓国债的到期再投资, 与主动抛售美债直接影响长期债券收益率不同, 这种被动式的缩表对于美国经济的影响是间接的。其主要传导路径为: 金融市场流动性减少增加金融市场借贷成本, 从而推高整个社会的融资成本。但目前来看, 金融市场的流动性是相对过剩的, 短期内美国经济对于美联储缩表的反应不会特别剧烈。

图9: 美国存款机构准备金规模及美国 ON RRP 使用量

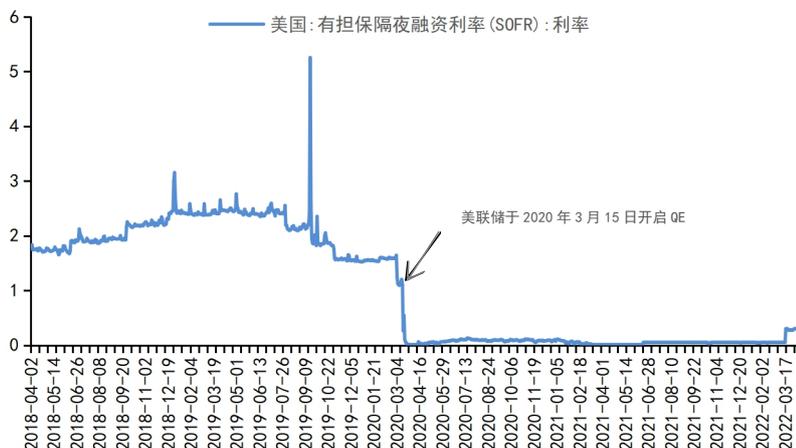


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

与量化宽松相比, 缩表与美联储扩表的效用不是对称的。在量化宽松政策实施之前, 美国金融市场的流动性往往是偏紧的, 量化宽松可以有效地降低银行间融资

成本，并向市场传递“美联储打算较长时间将政策利率维持低位”的信号。而在缩表启动之前，美国金融市场流动性较为充裕，缩表对金融市场影响较小。

图 10: 美国有担保隔夜融资利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

此外，本次美联储缩表可能会主动抛售 MBS 资产，对于房贷利率的影响较大。可以看到，目前美国房贷利率已接近 2011 年的高点，若美联储直接抛售 MBS，房贷利率将进一步走高，抑制居民的购房需求。

图 11: 美国 30 年抵押贷款利率 (%)



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_40463

