

这次缩表有何不同？——美联储货币 政策跟踪系列(一)

研究院 FICC 与量化组

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

研究员

孙玉龙

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

摘要

从速度、力度、节奏和宏观四方面来看，本轮缩表压力均显著高于 2017-2019 年期间的缩表，我们担心，市场虽对此有一定预期但并不充分，后市仍需警惕缩表加速的风险。综合判断，缩表压力在三季度相对可控，但四季度将明显上升，总体高于上轮缩表期。

核心观点

■ 缩表原因

主要有三方面：一是疫情风波平息，货币政策回归正常化的必要性；二是抑制通胀预期；三是为未来可能的经济刺激预留空间。

■ 缩表方式

本轮缩表初期仍以被动缩表为主，即减少到期债券的再投资，不排除中后期主动出售 MBS 加速缩表的可能性。

■ 缩表差异

与上轮缩表比较，本轮缩表有其独特性，主要体现为：

首先，2019 年 9 月短暂爆发过流动性危机，但今年缩表中，较高的逆回购和 TGA 账户余额能成为“缓冲垫”，流动性危机爆发的概率较低。

其次，速度方面，taper→加息→缩表的间隔时间明显更短，仅三个月达到最终上限，而上轮缩表用了近一年时间。

接着，力度方面，无论是资产总规模降幅，还是国债或 MBS 规模的降幅都显著超过上轮缩表。

然后，节奏方面，本轮缩表压力逐季提升，三季度相对可控，但四季度将明显上升，上轮则是相对均衡，且总体而言，本轮缩表的再投资率和缩减率均值也高于上轮。

最后，宏观方面，虽然经济步入弱衰退的概率上升，但对于美联储而言，抑制通胀和稳定就业的优先级更高，这意味着，至少在今年下半年，高通胀和低失业率对快节奏缩表仍构成支撑。

目录

摘要	1
核心观点	1
缩表的来龙去脉	3
美联储资产负债表拆解	3
缩表的前因后果	5
资产负债结构的差异	6
缩表节奏的差异	9
宏观环境的差异	13

图表

图 1: 美国利率走廊 单位: %	5
图 2: TGA、逆回购和准备金占比 单位: %	5
图 3: 美联储负债项历史走势 单位: 亿美元	7
图 4: 美联储负债项成分 单位: %	7
图 5: 逆回购协议余额屡创新高 单位: 亿美元	7
图 6: TGA 账户余额与债务上限	7
图 7: 美联储资产项历史走势 单位: 亿美元	8
图 8: 美联储资产项成分 单位: %	8
图 9: 2022-05 美联储持债期限分布	8
图 10: 2017-10 美联储持债期限分布	8
图 11: TAPER→加息→缩表历程回顾	9
图 12: 两轮缩表力度对比	11
图 13: 2022-BONDS+BILLS 到期量 单位: 亿美元	12
图 14: 2017-NOTES_BONDS 到期量 单位: 亿美元	12
图 15: 两轮缩表缩减率对比 单位: %	13
图 16: 两轮缩表再投资率对比 单位: %	13
图 17: CPI 和核心 CPI 单位: %	13
图 18: 拟合模型预示通胀见顶 单位: %	13
图 19: 美国 GDP 增速下滑 单位: %	14
图 20: 信心指数处于下滑趋势	14
表 1: 美联储资产负债表	3
表 2: 美联储缩表进程回顾	10

缩表的来龙去脉

美联储资产负债表拆解

我们首先对美联储资产负债表进行拆解，针对占比较高、影响较大的项目详细分析。表 1 是美联储资产负债表详细项目及对应的规模和比重，重点分项加粗表示，也是本部分着重分析的项目。根据 Δ 总资产= Δ 总负债，我们得到以下等式（去掉比重较低的项目）：

$$\Delta \text{持有证券} + \Delta \text{正回购} = \Delta \text{流通货币} + \Delta \text{逆回购} + \Delta \text{银行准备金} + \Delta \text{TGA 账户存款}$$

移项后得：

$$\Delta \text{流通货币} + \Delta \text{银行准备金} = \Delta \text{持有证券} + \Delta \text{正回购} - \Delta \text{逆回购} - \Delta \text{TGA 账户存款}$$

进一步简化得：

$$\Delta \text{基础货币} = \Delta \text{持有证券} + \Delta \text{正回购净量} - \Delta \text{TGA 账户存款}$$

公式反映出：缩表、逆回购和 TGA 账户存款增加都将引起基础货币的收缩，从而对市场流动性带来负面冲击。由于持有证券项占比超过 90%，因此，该项变动对基础货币的影响是最大的，所以不难理解为何美联储缩表成为全球市场关注的焦点。

表 1: 美联储资产负债表

资产	规模(百万美元)	占比(%)	负债	规模(百万美元)	占比(%)
黄金凭证账户	11,037	0.12	联储票据、联储银行持有净额	2,226,174	25.09
特别提款权账户	5,200	0.06	逆向回购协议	2,258,221	25.45
硬币	1,268	0.01	存款	4,362,599	49.17
持有证券、回购协议及贷款：	8,813,630	98.87	存款机构定期存款	0	0.00
持有证券：	8,479,210	95.12	存款机构其他存款	3,315,018	37.36
美国国债：	5,769,417	64.72	TGA 账户存款	801,714	9.04
短期国债	326,044	3.66	外国官方	7,435	0.08
中长期名义债券	4,975,463	55.81	其他存款	238,433	2.69
中长期通胀指数债券	380,862	4.27	延迟入账现金项目	301	0.00
通胀补偿债券	87,048	0.98	财政部对信贷部门的捐助	17,940	0.20
联邦机构债券	2,347	0.03	其他负债及应计股息	7,433	0.08
MBS	2,707,446	30.37			
持有的未摊销证券溢价	337,746	3.79			
持有的未摊销证券折扣	-24,444	-0.27			
正回购	0	0.00			
其他贷款	21,119	0.24			
企业信贷工具净投资组合	0	0.00			
定期资产支持证券净投资组合	0	0.00			
普惠借贷工具净投资组合	26,665	0.30			

市政流动性工具净投资组合	5,535	0.06
持有 TALFIILLC 投资组合净额	2,288	0.03
托收中项目	48	0.00
银行不动产	622	0.01
央行流动性互换	209	0.00
外币计价资产	18,809	0.21
其他联储资产	28,971	0.32

数据来源：美联储 Wind 华泰期货研究院

首先从负债来看，主要成分对应着居民、货币基金、银行和政府四个部门的资产。

联邦票据、联邦银行持有净额，该项也称**联邦储备券余额**，对应居民持有的资产，是联邦储备券总额与各储备银行持有额的差值，即流通中的货币，占比约 25%，反映的是美联储发行美元纸币的权利。

逆回购协议是美联储调节短期流动性的临时公开操作，占比约 25%，货币基金是投资主体。包含正回购和逆回购，正回购(计入资产)释放流动性，提升准备金；逆回购(计入负债)收回流动性，降低准备金。逆回购协议对应的价格指标是隔夜逆回购利率(ON RRP)，充当联邦基金有效利率 EEFr 的下限（图 1）。

存款是负债中成分最高的一项，占比约 49%。**存款机构其他存款**是商业银行在美联储账户的准备金，存款中占比最高的一项，达 37%，包括法定准备金和超额准备金，对应商业银行持有的资产。在负债规模整体不变的情形下，准备金还会受到负债中其它项，尤其是联邦储备券、逆向回购协议和 TGA 账户余额的影响。准备金率和超储率对应的价格指标是准备金率(IOR)和超储率(IOER)，充当联邦基金有效利率 EEFr 的上限（图 1）。

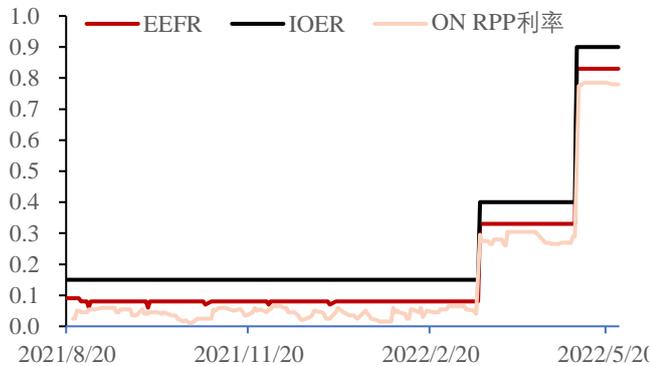
TGA 账户存款是美国财政部一般账户存款，反映美国政府的支出，对应美国政府持有的资产。当政府支出增加时，释放资金进入企业或居民的银行存款账户，提升银行准备金；收税或发债获得的政府收入存入 TGA 账户，相当于存款机构的资金转移至 TGA 账户，降低银行准备金。

因此，逆回购协议和 TGA 账户均可以作为市场的蓄水池，池子的水量增加意味着市场流动性在收紧。在特定的负债规模下，逆回购协议、TGA 账户存款和银行准备金倾向常呈现出此消彼长的关系（图 2）。

接着看资产，几乎由**持有证券**这一项反映，占比高达 95%。事实上，次贷危机前，美联储持有的证券几乎只有国债，对应美国政府的负债。然而，2008 年 QE 为 MBS 在内的证券市场以及涉及 MBS 相关交易的机构提供救助，导致美联储购债范围由国债衍生至 MBS 等，MBS 可以理解为房地产交易主体（居民和企业及部分金融机构）的负债。目前，美国国债占比几乎是 MBS 的两倍，未来缩表确定的国债缩减规模和上限显著高于

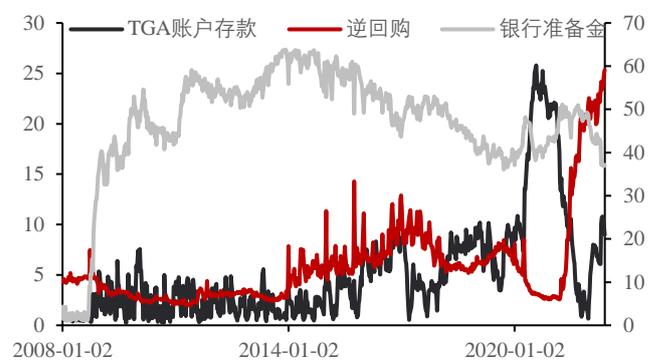
MBS 符合预期。美联储的持有证券存放在美联储的 SOMA（系统公开市场）账户中，关注美联储缩表进展，即是关注 SOMA 账户的变动。

图 1: 美国利率走廊 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: TGA、逆回购和准备金占比 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

缩表的前因后果

通过以上分析，我们可以明确地将美联储的资产负债变动与财政部、商业银行及货币基金三部门联系起来，美联储缩表实质是向三个主体部门释放债券供给，边际上而言，缩表驱动国债进入供求升、需求降的局面，大概率带动国债利率上行。然而，实际情况并非如此简单，我们认为，缩表对利率的影响还需要考虑市场的承接能力以及市场是否对此充分预期，关于这一方面，我们将在系列二中详细探讨。

■ 缩表方式

缩表主要有两种方式：主动缩表和被动缩表，前者是主动出售未到期的持有债券，后者则是减少到期债券的再投资。缩表初期一般是以第二种方式为主，若市场能承受缩表初期的压力，则美联储可能会考虑通过主动抛售 MBS 的方式来加速缩表。

对于被动缩表的情形，缩减国债和 MBS 的方式也存在区别。前者通常是到期后收回本金利息，故可以在缩表开启前，结合到期量和缩表上限预估未来的国债缩减压力；而后的期限主要是 30 年和 15 年，更多是停止现金流的再投资，因为提前偿还机制的存在，MBS 的到期量估算有一定难度，而且美联储可能在缩表中期主动出售 MBS，故缩减 MBS 的不确定性较国债稍高。

考虑被动缩表下的两种情形：一是到期后不再投资，且财政部无新发国债，则资产端对应美联储持有国债量减少，负债端对应财政部 TGA 还款后 TGA 余额等量减少；二是到期后不再投资，且财政部新发国债，此情形下，通常由银行或货币基金购买新发国债，资产端对应美联储持有国债量减少，负债端对应银行准备金或 ON RRP 余额等量减少。

因此，如果在美联储缩表过程中，财政部 TGA 和 ON RRP 余额充足，则可以作为流动性的“缓冲垫”，降低流动性危机爆发的概率。2019 年隔夜资金压力飙升，正是由于 ON RRP 余额较低，驱使美联储不得不重回扩表以稳定市场。

■ 缩表原因

美联储为什么选择在今年开启缩表，我们归纳了三方面原因：

一是新冠疫情爆发促使美联储紧急开启无限量化宽松模式维稳市场流动性，资产负债规模较上轮缩表期急剧扩张一倍多，目前疫情已明显好转，流动性危机基本解除，货币政策有回归正常化的必要；

二是快速扩张的资产负债规模是近两年通胀压力持续攀升的主要驱动力，即使 4 月 CPI 已有见顶迹象，但仍处于历史最高区间，距离 2% 的目标通胀仍然太远，释放缩表信号有助于降低通胀预期；

三是经济增长动能虽然持续衰减，但就业情况依然比较乐观，在经济下滑但尚有韧性的背景下开启缩表，可为未来重新刺激经济而扩表预留足够空间。

资产负债结构的差异

2022 年 5 月 4 日，美联储宣布于 6 月 1 日正式开启缩表，考虑到上轮缩表始于 2017 年 11 月，故将当前的资产负债表结构与 2017 年 10 月底进行对比，可以发现，两轮缩表初期的资产负债结构有较明显的差异，主要体现为：逆回购协议和 TGA 账户余额显著更高，以及 MBS 比重明显下降。

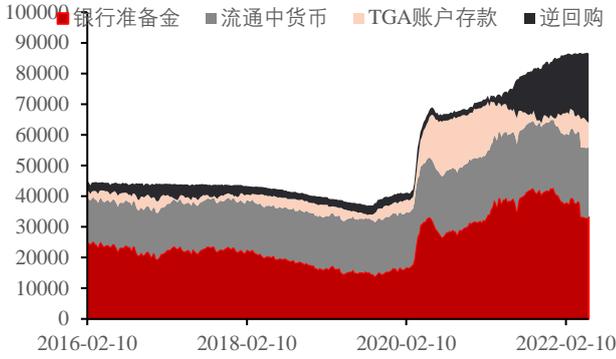
■ 负债端：逆回购和 TGA 余额占比较高

当前负债中逆回购协议余额超 2.2 万亿美元，隔夜逆回购余额近期更是屡创新高，而 2017 年该项不足 4000 亿美元，且当前逆回购协议余额占负债比重较 2017 年上升近 16 个百分点。逆回购余额之所以上升如此之快，源于快速上升的美债利率，抑制投资者配置其它大类资产的信心，在通胀高企、疫情反复和俄乌冲突交织的复杂宏观背景下，投资收益的不确定性加大，相较而言，逆回购具备更强的吸引力。

去年底，债务上限再度上调后，财政存款回笼流动性，支撑 TGA 账户余额回升至 8000 亿美元，是 2017 年 10 月底的两倍，比重上升近 6 个百分点。

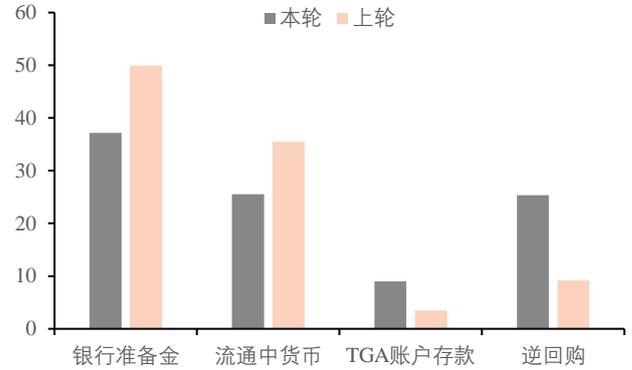
综合上文分析可知，较充足的逆回购协议和 TGA 账户余额可以充当“缓冲垫”，对冲缩表带来的流动性压力，减缓储备金余额的下降速度，同时也意味着，像 2019 年底那样，美联储因回购荒而重回扩表的概率较低。

图 3: 美联储负债项历史走势 | 单位: 亿美元



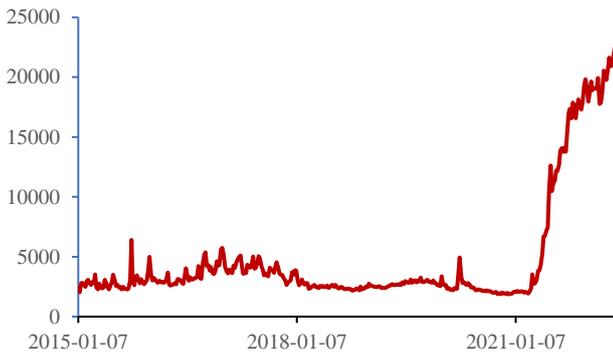
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 美联储负债项成分 | 单位: %



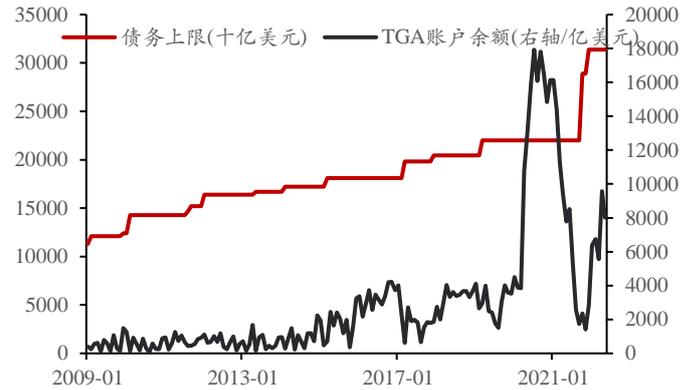
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 逆回购协议余额屡创新高 | 单位: 亿美元



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 6: TGA 账户余额与债务上限



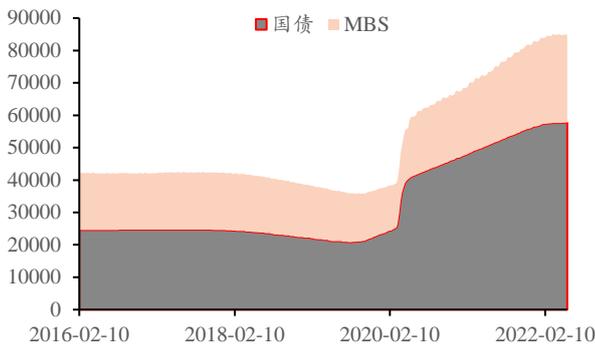
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

■ 资产端：MBS 占比下降

资产端我们重点关注美联储持有证券规模这一项，它占比高达 95%。在持有债券中，持有 MBS 占比较上轮缩表时下降 10 个百分点，但考虑 MBS 的缩减本身具备一定不确定性，故需结合更多信息方可对 MBS 的缩减压力有更清楚的判断。

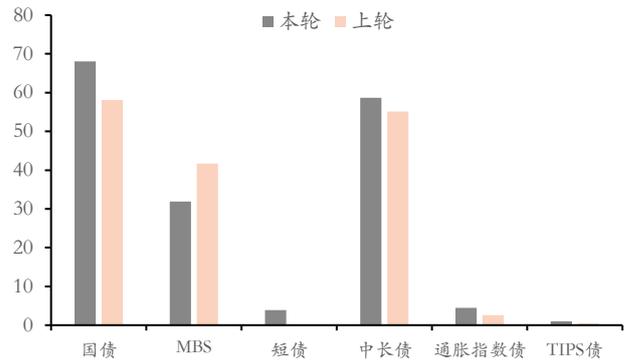
上轮缩表初期并未持有短债和 TIPS 债，从该角度而言，本轮缩表对于短端和实际利率的压力会或许有所提升，但考虑到占比并不大，预计影响有限。

图 7: 美联储资产项历史走势 | 单位: 亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 美联储资产项成分 | 单位: %



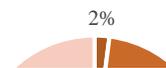
数据来源: Wind 华泰期货研究院

进一步地，我们关注美联储所持国债的期限结构分布，根据纽约联储的估算，当前持债的平均久期为 7.7，2017 年 10 月平均久期为 7.8，差异不明显。这是否说明期限结构将不会成为两轮缩表节奏不同的影响因素呢？其实不然，虽然持有国债的平均剩余期限接近，但每个月到期量的分布是不同的，意味着分布在各月的缩表压力与上轮相比或会呈现出差异，这一点将在后文分析充分体现。

图 9: 2022-05 美联储持债期限分布



图 10: 2017-10 美联储持债期限分布



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_42530

