

理想骨感，现实丰满： 美联储“二次缩表”前瞻

■ 本文探讨了美联储于6月开启的“二次缩表”的路径、结构及流动性影响。

■ 我们首先估计了“二次缩表”的两种合意情形。第一种情形下，缩表将持续3年，美联储资产规模缩减\$3.2万亿至\$5.7万亿，比缩表前减少36%。第二种情形下，缩表将持续2年，美联储资产规模缩减\$2.3万亿至\$6.6万亿，减少26%。简而言之，美联储合意情形下“二次缩表”将持续2-3年，合意资产规模\$5.7-6.6万亿（缩减26-36%），其中国债减持\$1.5-2万亿，MBS减持\$0.8-1.2万亿。负债端最终的准备金规模主要取决于逆回购协议的缓冲能力。

■ 前瞻地看，“二次缩表”的幅度大概率将低于美联储预期，主要受到四方面因素制约。一是美国经济衰退，随着货币政策快速收紧，美国经济“实质性衰退”渐行渐近，若美元加息周期停止，缩表也将随之终止。二是美联储财务亏损，可能会带来声誉风险及政治压力，影响美联储货币政策的有效性和独立性。三是美国财政可持续性承压，制约美联储紧缩政策的力度和时长。四是美国国债和MBS到期量不足，与缩表上限有一定差距，或对缩表速度形成制约。

■ 总体上看，“二次缩表”进程中出现流动性危机的概率较低。从总量上看，一方面当前美国货币市场流动性更加充裕，且逆回购协议与财政一般账户共计可提供\$2.5-3万亿的流动性“缓冲垫”；另一方面美联储设立常备正回购便利工具SRF，设定了利率走廊理论上的“天花板”。但从结构上看，美国金融市场流动性分层问题仍然存在，仍需警惕“回购危机”重现的风险。近期金融市场数据显示，国际市场美元流动性结构性收紧概率正在增加。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

蔡玲玲

资金管理团队主管

☎: 0755-89278198

✉: cailingling@cmbchina.com

张巧桐

自营投资管理岗

☎: 0755-89278208

✉: zhangqx@cmbchina.com

感谢实习生王奕群对本文的贡献

目录

引言：美联储缩表“是非题”.....	1
一、“二次缩表”的路径与结构：两种合意情形.....	2
（一）资产：合意缩表时长 2-3 年.....	2
（二）负债：准备金与逆回购协议.....	4
二、理想与现实：四重制约因素.....	5
（一）美国经济“硬着陆”.....	6
（二）美联储财务亏损.....	7
（三）财政可持续性.....	8
（四）国债和 MBS 到期量.....	9
三、“二次缩表”会不会引发流动性危机？.....	10
（一）总量：流动性充裕.....	10
（二）上限：新工具加固利率走廊“天花板”.....	11
（三）结构：准备金分层的风险.....	12
四、小结：理想骨感，现实丰满.....	14

图目录

图 1: 合意准备金规模基本原理.....	3
图 2: 美联储 2021 年 OMO 年报预测路径.....	3
图 3: 两种情形下资产规模占比路径预测.....	3
图 4: 两种情形下资产结构变化.....	3
图 5: 上一轮缩表前后比较.....	4
图 6: 美联储负债端结构变化: ON RRP	4
图 7: 情形一(缩表 3 年)负债结构变化.....	5
图 8: 情形二(缩表 2 年)负债结构变化.....	5
图 9: 美国经济仍有韧性.....	6
图 10: 美国劳动力市场热度边际回落.....	6
图 11: 三大利差有两个倒挂.....	6
图 12: 历次利差倒挂均指向衰退.....	6
图 13: SOMA 组合净息差收窄.....	7
图 14: 加息与 SOMA 浮盈浮亏反向波动.....	7
图 15: 疫情后政府杠杆率飙升.....	8
图 16: 加息将带来付息增加.....	8
图 17: 美联储持有国债到期量逐渐下降.....	9
图 18: 美联储预测 MBS 到期量分布.....	9
图 19: 2019 年“回购危机”.....	10
图 20: 市场利率突破 IORB, “地板”体系失效.....	10
图 21: TGA 会释放一定流动性.....	11
图 22: ON RRP 大增表明市场流动性充裕.....	11
图 23: 次贷危机后准备金分布高度不均.....	12
图 24: 不同分布下利率突破 IORB 的准备金规模.....	13
图 25: 准备金分层问题仍然显著.....	13
图 26: 境内银行间美元市场隔夜利率走高.....	13



引言：美联储缩表“是非题”

今年随着美国通胀水平连创新高，美联储于3月加息25bp，开启此轮美元加息周期，并于之后加速收紧货币政策，5月加息50bp，6月、7月连续加息75bp，共计225bp。当前美国政策利率已接近其中性利率水平（2.5%），但为遏制通胀，美联储大概率将于9月继续加息75bp，11-12月加息50bp，全年加息幅度约350bp。

美联储于今年5月发布“二次缩表”计划，推进其货币政策正常化的最后一步，宣布自6月起以每月不超过\$475亿（\$300亿国债+\$175亿MBS）的节奏缩表，9月后将缩减上限提升至每月\$950亿（\$600亿国债+\$350亿MBS）。到目前为止，缩表已开启三个月，国债减持进度逐步赶上计划：6月减持\$69亿，远低于上限，7月加速减持约\$300亿，8月减持\$390亿，且缩减对象主要为中长期国债（\$736亿）；但MBS近几个月不降反增，进度不及预期，主要是因为MBS在本金付款与结算间存在约3个月的时滞，因此暂时未体现在资产负债表上。事实上，2017年第一次缩表初期进展也较为缓慢，随后速度逐渐加快。鲍威尔在7月议息会议后的记者会上表示，缩表正逐渐进入状态，9月将根据计划全力（full strength）推进。

在美联储当前的货币政策框架中，利率是“常规”（conventional）价格型工具，量化宽松（QE，Quantitative Easing）与量化缩减（QT，Quantitative Tightening）是“非常规”（unconventional）数量型工具。次贷危机后，美联储开始为准备金支付利息（IORB，Interest Rate on Reserve Balances），价格与数量型货币政策操作得以分离，相对独立：美联储不再通过频繁的公开市场操作调节政策利率水平，而是通过调节“利率走廊”的上下限锁定政策利率的运行区间。而由于几轮QE操作后超额准备金极为充裕，小幅的公开市场操作也不会对利率水平产生显著影响。简而言之，缩表不再是加息的充分条件。

在此背景下，美联储“二次缩表”主要基于如下几方面的考量。第一，缩表可以降低准备金规模，减轻美联储的财务及政治压力。庞大的资产负债表规模降低了美联储货币政策执行效率，政策利率提升也增加了负债端成本。当前美联储准备金规模已达\$3.3万亿，是次贷危机前的275倍（\$120亿），占资产负债表规模的37.2%。以目前2.4%的准备金利率水平计，美联储每年需向商业银行支付的准备金利息达\$800亿。此外，加息还将使得美联储持有的存量债券面临亏损。因此，缩表不仅可以降低负债端的成本，也可以减少资产端的损失。第二，在加息提升短端利率时，缩表可以推高长端利率，推动美债收益率曲线陡峭化，不仅可为进一步加息打开空间，也可为“硬着陆”后的再度扩表储备空间。第三，在充分的预期管理与渐进、可预测的被动缩表原则下，缩表的负面影响相对可控。

但缩表并非百利而无一害。缩表对抑制供给冲击导致的高通胀基本无效，反而可能导致金融条件大幅收敛，不利于经济修复。特别是在快速加息的背景

下，缩表对美元流动性及利率水平的影响仍然存在不确定性。动态变化的准备金需求难以预测，流动性的结构性短缺仍有可能发生，加剧市场波动。有鉴于此，本文尝试回答以下几个问题：当前美联储资产负债表的合意规模是多少，时间将持续多久？缩表进程取决于哪些关键因素，对流动性的冲击几何？

一、“二次缩表”的路径与结构：两种合意情形

我们首先基于两种合意情形，对“二次缩表”后美联储资产负债表的总规模进行了估计，并对负债端的结构性变化进行了探讨。

（一）资产：合意缩表时长 2-3 年

缩表路径包含起点、速度和终点三要素。起点方面，当前美联储\$8.9 万亿的资产负债表规模和\$3.3 万亿的准备金规模是缩表的固定起点。国债和 MBS 是美联储持有的主要资产，也是缩表操作的主要对象。两者规模分别为\$5.7 万亿和\$2.7 万亿，占资产规模的 64%和 30%。

速度方面，根据美联储 5 月公布的缩表计划以及 6-8 月的实施情况，从 6 月到今年年底最多缩减\$4,500 亿，之后每年缩表规模约\$1.1 万亿。其中国债缩减速度为每年\$7,200 亿，MBS 为每年\$4,200 亿。

终点方面，需要对合意规模和未来美国名义 GDP 进行估计。合意规模的概念主要源于当前的“充足”准备金体系。理论上，在保证利率政策有效的前提下，存在一个既不会引起流动性短缺，又可以将负债端成本降至最低的最优合意准备金水平¹（图 1）。2018 年美联储曾指出，将准备金规模降至与其需求曲线水平部分所对应的最低水平符合有效和效率原则。

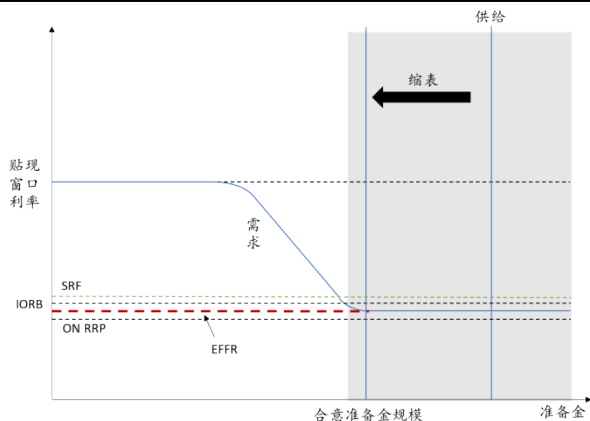
目前美联储官方并未披露资产负债表的合意规模。7 月 FOMC 议息会议后，鲍威尔表示缩表大概率会持续 2-2.5 年，按 5 月的缩表计划将缩减\$2.2-2.8 万亿，但并未给出有关合意准备金规模的信息。2021 年末，美联储理事沃勒（Christopher Waller）曾表示，参照 2019 年“回购危机”前的水平，资产负债表规模占名义 GDP 的 20%，准备金规模占名义 GDP 的 8%或为合意水平，这也是美联储 OMO 年报中的预测标准（图 2）。我们将此作为第一种合意情形。

在美联储当前的“利率走廊”体系下，维持合理充裕的准备金规模尤为重要，即便未来流动性收缩，也不会导致利率政策失效。考虑到美国经济金融条件的剧烈波动，美联储的合意准备金规模大概率比沃勒所说的要高。若以“回

¹ 图 1 中准备金供给曲线由美联储决定，一般看作外生的垂线；准备金需求曲线分为三部分，左侧平坦部分由贴现窗口利率决定，金融机构不会以高于贴现窗口的利率在市场上借入准备金，因此联邦基金利率总是低于贴现窗口利率运行；中间向下倾斜部分表示准备金需求随联邦基金利率下降而增加，次贷危机前供给曲线通常落在非阴影区域，美联储主要通过公开市场操作调整准备金规模，进而影响联邦基金利率；右侧平坦部分表示由政策利率构成的利率“走廊”，下有逆回购协议利率托底，上有准备金利率为顶，而准备金供给在需求曲线右侧的水平部分移动，不会影响市场利率的变动。当前美联储“充足”的准备金供给就位于阴影区间。

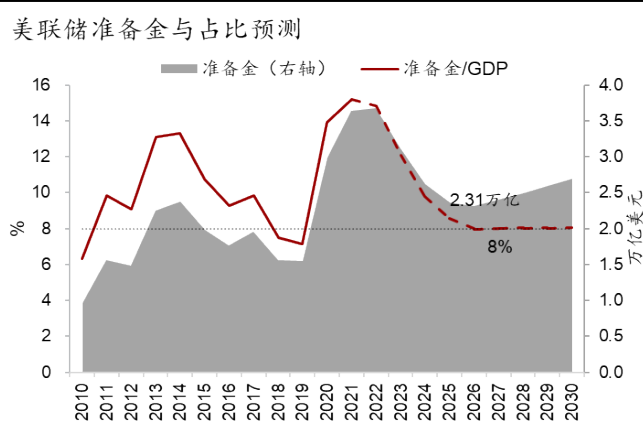
到疫前”为目标，将本轮扩表开启时，也就是 2020 年第 13 周的资产相对规模视作美联储的合意水平，那么美联储资产占名义 GDP 的 24%，准备金占名义 GDP 的 10%。我们将此作为第二种合意情形。

图 1：合意准备金规模基本原理



资料来源：招商银行研究院

图 2：美联储 2021 年 OMO 年报预测路径

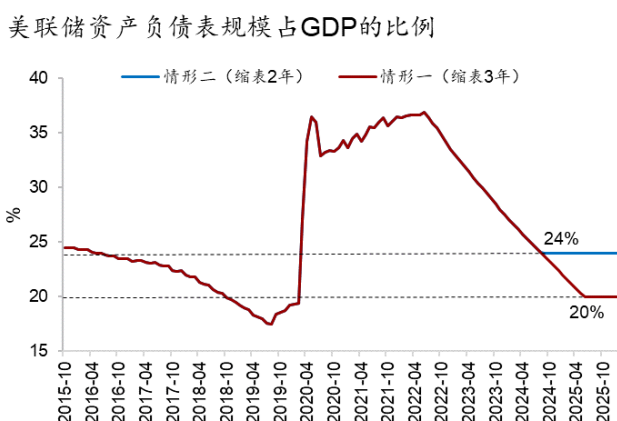


资料来源：OMO Annual Report 2021，招商银行研究院

根据 IMF 的预测，2022 年美国名义 GDP 为 \$25.4 万亿，2023 年 \$26.7 万亿，2024 年 \$27.8 万亿，2025 年 \$28.8 万亿。则第一种情形下，美联储缩表进程将持续 3 年，资产规模于 2025 三季度降至名义 GDP 的 20%（图 3），约 \$5.7 万亿，缩减规模 \$3.2 万亿，比缩表前减少 36%（图 4）。其中国债减持 \$2 万亿，MBS 减持 \$1.2 万亿，分别缩减 35% 和 44%。

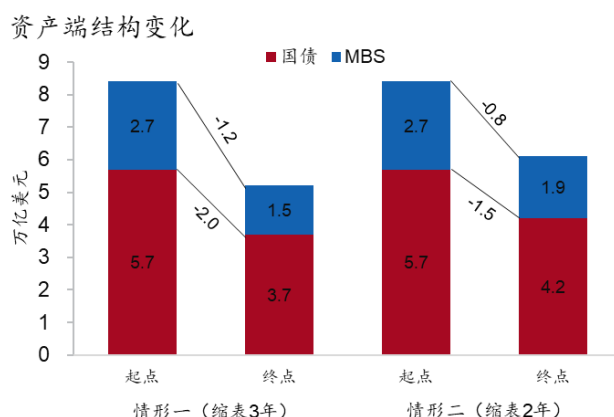
第二种情形下，缩表将持续 2 年，恰好与鲍威尔所说的时间区间下限吻合，资产负债表规模于 2024 二季度降至名义 GDP 的 24%，约 \$6.6 万亿，缩减规模 \$2.3 万亿，减少 26%。其中国债减持 \$1.5 万亿，MBS 减持 \$0.8 万亿，分别缩减 26% 和 30%。

图 3：两种情形下资产规模占比路径预测



资料来源：美联储，招商银行研究院

图 4：两种情形下资产结构变化



资料来源：美联储，招商银行研究院

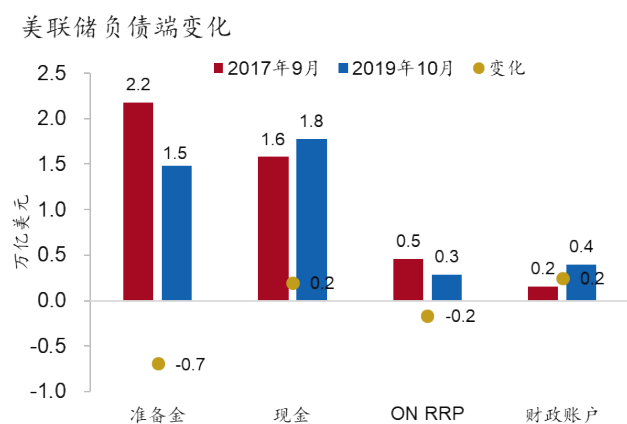
简而言之，美联储合意情形下“二次缩表”将持续 2-3 年，合意资产规模 \$5.7-6.6 万亿（缩减 26-36%）。其中国债减持 \$1.5-2 万亿，MBS 减持 \$0.8-1.2 万亿。

（二）负债：准备金与逆回购协议

美联储主要通过减少资产持有量来降低资产负债表规模，但无法控制负债端的结构变化，而负债端的准备金又对缩表的终点至关重要。准备金是央行资产负债表中对经济影响最大的项目，与流通中的现金一起构成基础货币供给。

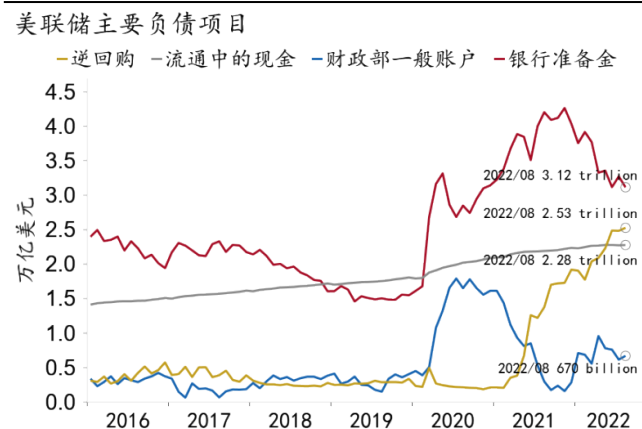
以当前准备金规模\$3.3 万亿为起点，在缩表 3 年的情形下，2025 第三季度的合意准备金规模约为\$2.3 万亿，合意的准备金降幅应小于等于\$1 万亿；在缩表 2 年的情形下，2024 年第二季度的合意准备金规模约为\$2.8 万亿，准备金缩减幅度应当小于等于\$5,000 亿。

图 5：上一轮缩表前后比较



资料来源：美联储，招商银行研究院

图 6：美联储负债端结构变化：ON RRP



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

除准备金外，负债端主要由流通中的现金、隔夜逆回购（ON RRP, Overnight Reverse Repo Facility）和财政一般账户（TGA, Treasury's General Account）组成，规模分别为\$2.3 万亿、\$2.5 万亿和\$5,000 亿，占负债规模的 26%、28%和 6%。在 2017-2019 年的“一次缩表”中，ON RRP 下降了\$1,800 亿，财政账户上升\$2,500 亿，流通中的货币增加\$2,000 亿（图 5）。

2021 年 2 月以来，逆回购协议余额直线上升，成为美联储负债端最为显著的变化（图 6）。ON RRP 是美联储将国债暂时出售给交易对手，在第二天回购这笔债券，并支付利息。值得注意的是，美联储通过逆回购操作回收流动性，与我国央行的逆回购操作方向相反。ON RRP 主要面向货币市场基金等非银机构，可视为其存放在美联储的“准备金”，是美联储付息负债的主要组成部分之一。当前 ON RRP 账户沉淀了大量的“冗余流动性”。

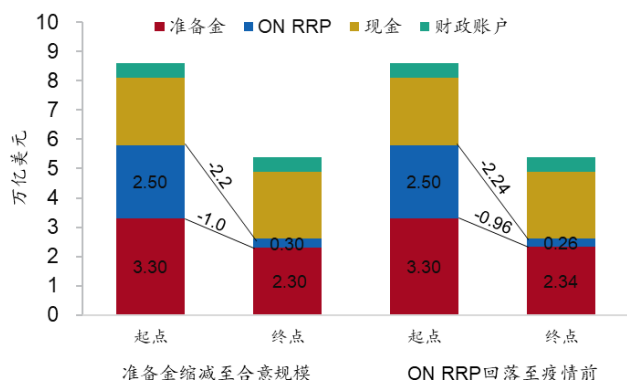
ON RRP 规模之所以上升如此之快，一是由于疫情后美联储 QE 政策和财政刺激计划导致市场流动性过剩；二是在地缘政治冲突和通胀高企交织的复杂宏观背景下，加息叠加短期国债发行下降，抑制了投资者配置其它资产的信心，货币基金吸引力加强；三是 IORB 与 ON RRP 利差大幅收窄，由上一轮缩表前的 25bp 降至当前的 10bp，削弱了银行在回购市场借入资金存入准备金账户进行套利的动机，货币基金所面对的流动性需求相应减少。三方面因素叠加导致非银机构对 ON RRP 的需求大增，驱动联邦基金利率向 ON RRP 下限收敛。

大规模的 ON RRP 可在“二次缩表”过程中充当流动性“缓冲垫”。美联储缩表对流动性的影响主要通过商业银行和货币基金等非银机构两大渠道。在缩表的过程中，美联储对部分国债停止再投资，这部分国债将由市场承接。若由商业银行或其储户购买，银行准备金将减少；若由货币基金或其投资者购买，ON RRP 将首先减少，因此将起到缓解准备金收缩的效果。

对应上文的两种合意情形，我们在两种假设下估算了缩表后美联储的负债结构²。若缩表 3 年，负债端共减少\$3.2 万亿。假设准备金降至合意水平，缩减\$1 万亿至\$2.3 万亿，ON RRP 将减少\$2.2 万亿至\$3,000 亿；假设 ON RRP 在缩表结束时回落至疫情前水平\$2,600 亿元，减少\$2.24 万亿，准备金将降低\$9,600 亿至\$2.34 万亿，略高于合意规模（图 7）。

图 7：情形一（缩表 3 年）负债结构变化

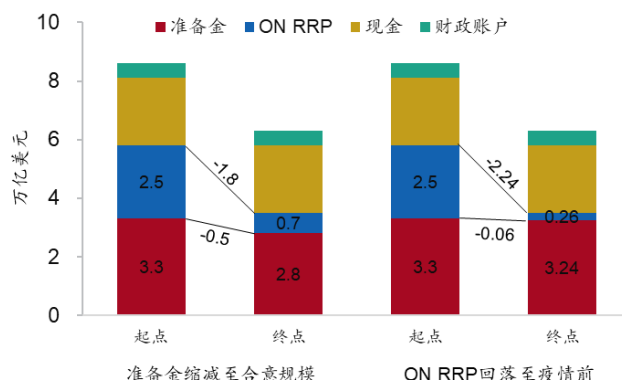
缩表 3 年：合意准备金 vs ON RRP 回到疫前



资料来源：美联储，招商银行研究院

图 8：情形二（缩表 2 年）负债结构变化

缩表 2 年：合意准备金 vs ON RRP 回到疫前



资料来源：美联储，招商银行研究院

若缩表 2 年，负债端共减少\$2.3 万亿。假设准备金降至合意水平，减少\$5,000 亿至合意水平\$2.8 万亿，ON RRP 将减少\$1.8 万亿至\$7,000 亿；若 ON RRP 回落至疫情前水平，准备金将仅需减少\$600 亿，远高于合意水平，大概率不会引发流动性危机（图 8）。

简单比较上述两种情形，更短的缩表时长对市场流动性的总量冲击无疑更为可控。

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_46111

