

美联储缩表三大“疑云”

6月开启缩表以来，美联储减持美债进度不及目标，所持MBS规模甚至不降反增，对美债利率走势的影响也似乎有限，“疑云”背后原因何在？且听分解。

■ 一、美联储减持美债，不及目标？Tips调整是主因，实际上严格如期减持

美联储于6月开启缩表之后，前三个月累计减持美债规模不足800亿美元，比原计划少了100亿美元以上。但是从分项来看，美联储SOMA持有的中长期美债、短期美债、Tips分别减少824亿美元、23亿美元、51亿美元，基本上符合计划，不过与总数据之间出现明显背离，存在超过100亿美元的“缺口”。

美联储减持美债的100亿美元“缺口”，主因Tips本金的通胀调整补偿。为了保护投资者免受通胀影响，Tips的本金每个月都会根据CPI数据进行调整。40年一遇的大通胀，使得美联储Tips本金调整规模快速上升，6-8月合计增长超100亿美元，导致了减持进度“看似”不达预期。实际上，美联储不仅在总量上按部就班减持美债，结构上也严格按照计划减持中长债，到期短债全部进行再投资。

■ 二、美联储持有MBS，越减越多？结算时滞是主因，9月后将重回落势

美联储所持MBS规模不降反增，主因从购买到结算存在最长3个月的时滞，历史上也有过先例。实际数据显示，美联储持有的MBS规模不仅按计划减持525亿美元，反而从6月初的27074亿美元增至27092亿美元，完全“背道而驰”。原因在于，美联储从购买MBS到入账结算存在最长3个月的时滞。其实2017年-2019年缩表初期，美联储持有的MBS规模也曾出现过“不降反增”的情形。

展望未来，美联储“账面上”持有的MBS或将在9月后将进入下降通道，但缩减进程相较美债而言更不可测。参考2017-2019年缩表周期来看，美联储“账面上”持有的MBS或将在9月后进入下降通道。但与美债不同的是，MBS无固定到期日，每月再投资规模取决于预期本金支付金额（贷款者可以提前还贷）与缩减目标的差额，实际缩减进程并不可测（缩减MBS的主动权不在美联储）。

■ 三、缩表等对美债利率影响有限？9月起缩表提速，或成美债利率又一推力

6月以来，美债利率走势，更多是受着美联储加息预期的扰动，缩表等影响或被“掩盖”。6月中旬至7月底，伴随着“衰退”交易升温、加息预期阶段性退潮，10Y美债收益率一度从3.5%的高点回落至2.5%附近。8月以来，美联储不断强化鹰派立场、重申控通胀决心，10Y美债重回升势、一度上行至4%以上。但基于美债收益率曲线形态来看，缩表及其他因素对美债利率的影响或被“掩盖”。

9月起，美联储缩表速度翻倍，或成美债利率上行的又一推力，不利影响仍需关注。作为疫后美债的“头号买家”，美联储缩表速度从9月起翻倍至每月950亿美元，势必会对银行、共同基金等机构带来更大的购债压力。再考虑到薪资及住房通胀粘性依然较强等，美联储加息持续性及终点利率不宜被低估。结合历史经验来看，10Y美债利率不会止步于4%，未来继续冲高的不利影响仍需关注。

风险提示：美联储核心通胀居高不下；美国就业修复不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

1、周度专题：美联储缩表的三大“疑云”	3
1.1、美联储减持美债，不及目标？Tips 调整是主因，实际上严格如期减持	3
1.2、美联储持有 MBS，越减越多？结算时滞是主因，9 月后将重回落势	5
1.3、缩表等对美债利率影响有限？9 月起缩表提速，或成美债利率又一推力	6
2、风险提示：	9

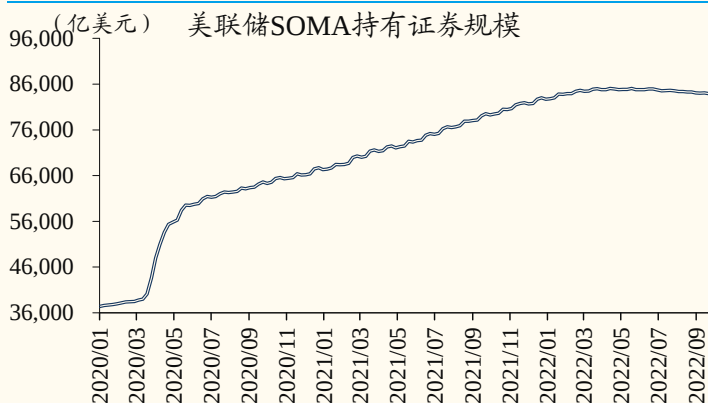
图表目录

图表 1：美联储缩表不及预期	3
图表 2：美联储缩表计划	3
图表 3：美联储减持美债规模不足 800 亿美元	3
图表 4：美联储减持美债规模分项之和约 900 亿美元	3
图表 5：通胀补偿调整债券（Tips）的金额	4
图表 6：2022 年，美联储约 1 万亿美元美债面临到期	4
图表 7：美联储每月严格按照计划缩减美债	4
图表 8：美联储所持短期美债规模几乎没变	5
图表 9：美联储主要减持的是 1-5 年期美债	5
图表 10：美联储持有的 MBS 规模不降反增	5
图表 11：美联储持有的 MBS 规模走势	5
图表 12：2017 年缩表初期，美联储持有的 MBS 也曾不降反增	6
图表 13：美联储“账面上”持有的 MBS 在 9 月后将进入下降通道	6
图表 14：10Y 美债收益率走势	7
图表 15：美债收益率曲线趋平	7
图表 16：市场对美联储政策利率水平的预测	7
图表 17：美联储缩表将于 9 月后提速	8
图表 18：美联储缩表遇上财政部债务规模增加	8
图表 19：存量美债持有人结构	8
图表 20：疫后各主体持有美债规模变化	8
图表 21：美国住房通胀或仍将上行	8
图表 22：中性情景下，美国通胀难以快速回落	8
图表 23：加息周期中，美债收益率与政策利率的高点	9
图表 24：加息周期中，政策利率、美债利率上行幅度	9

1、周度专题：美联储缩表的三大“疑云”

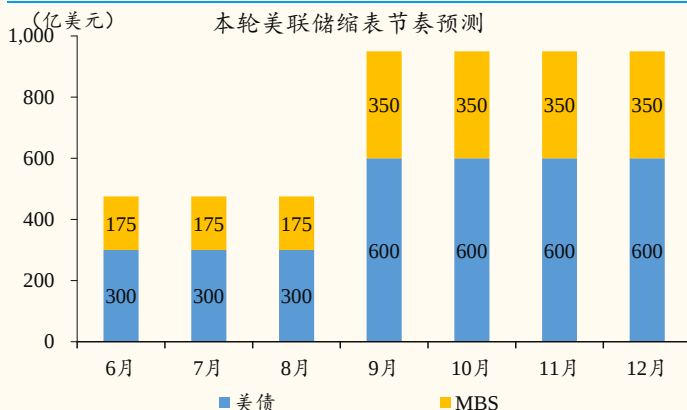
事件：美联储开启缩表的头3个月，累计缩表约750亿美元，远低于目标的1425亿美元。根据计划，美联储于6月启动缩表，初步目标定为每月475亿美元（300亿美元美债+175亿美元MBS），预计在1个季度后达到每月950亿美元（600亿美元美债+350亿美元MBS）的缩减上限。但实际情况是，美联储6-8月累计缩表约750亿美元，远低于目标。

图表1：美联储缩表不及预期



来源：Fed、国金证券研究所

图表2：美联储缩表计划

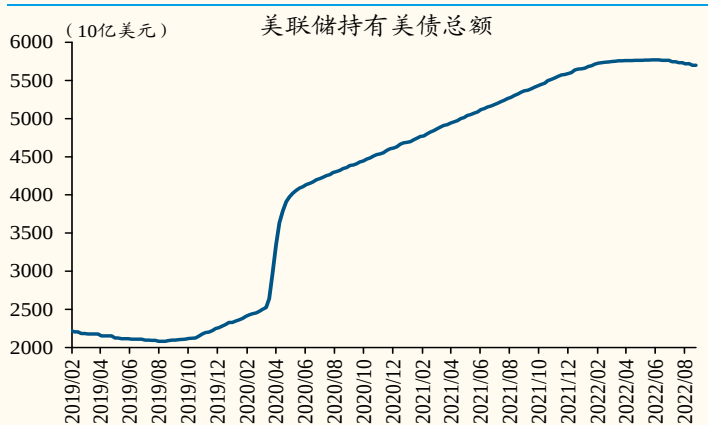


来源：Fed、国金证券研究所

1.1、美联储减持美债，不及目标？Tips调整是主因，实际上严格如期减持

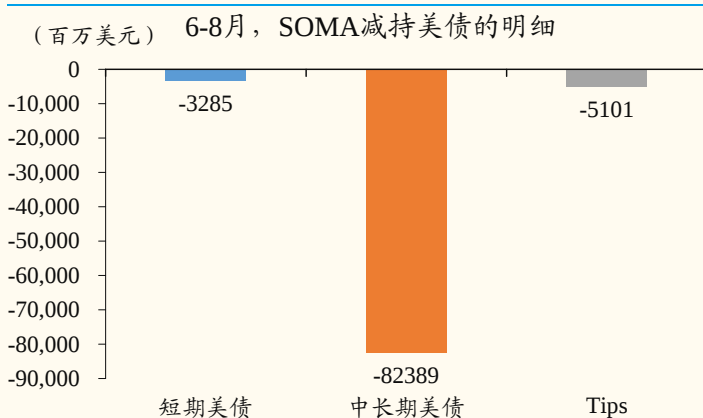
美联储减持美债规模不足800亿美元，但分项之和显示减持900亿美元，二者相差超过100亿美元。6至8月，美联储累计减持美债规模不足800亿美元，比原计划少了100亿美元以上。从分项来看，美联储SOMA持有的中长期美债、短期美债、Tips分别减少824亿美元、23亿美元、51亿美元，基本上符合原计划，不过与总数据之间出现明显背离。

图表3：美联储减持美债规模不足800亿美元



来源：Fed、国金证券研究所

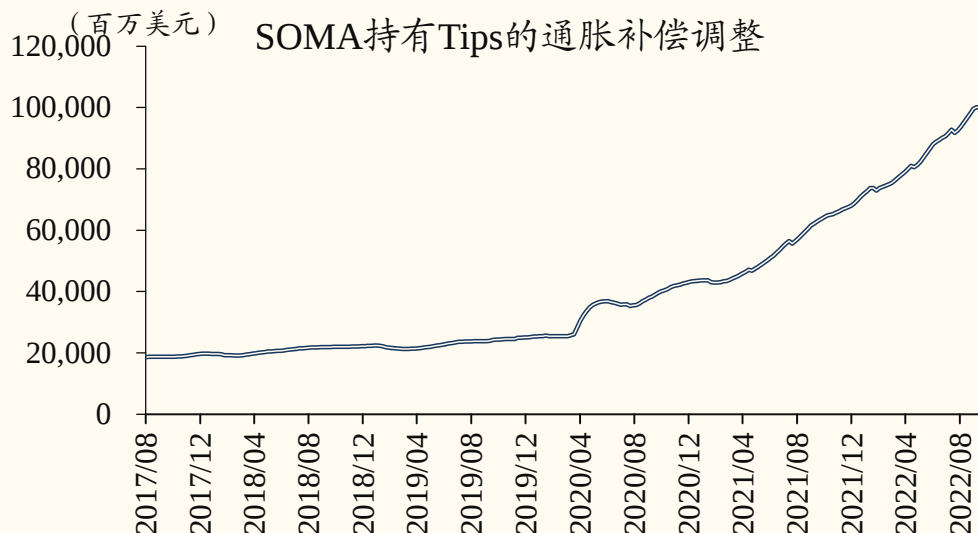
图表4：美联储减持美债规模分项之和约900亿美元



来源：Fed、国金证券研究所

SOMA 所持 Tips 的金额会每月根据通胀调整，导致了超过 100 亿美元的“缺口”。为了保护投资者免受通胀影响，Tips 的本金每个月都会根据 CPI 数据进行调整（即通胀补偿调整）。起于 2017 年 10 月的上轮缩表周期，由于 CPI 同比处在低位，通胀补偿调整的走势相对较缓。不同于上轮，40 年一遇的大通胀，使得通胀补偿调整规模快速扩张，6-8 月合计增长超 100 亿美元。

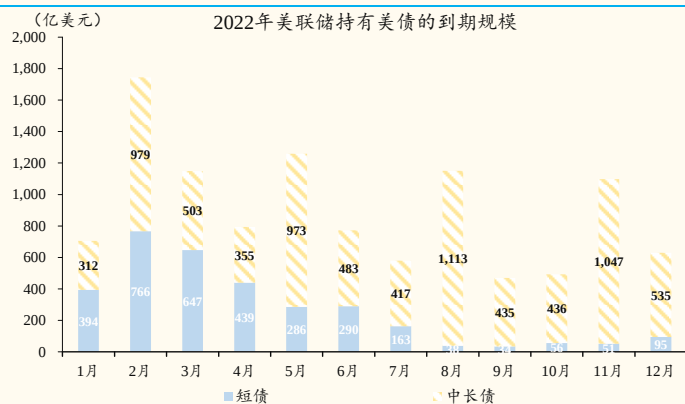
图表 5：美联储所持 Tips 的本金调整规模



来源：Wind、国金证券研究所

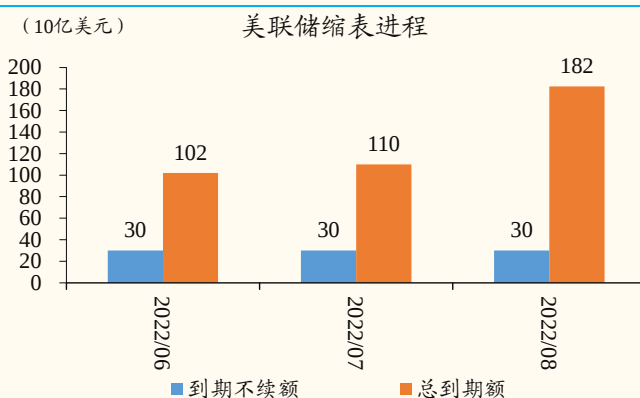
美联储不仅在总量上按部就班减持美债，结构上也严格按照计划减持中长债，到期短债全部进行再投资。在缩减上限为 300 亿美元的背景下，如果当月 SOMA 到期美债组合为“短债 200 亿美元+中长债 400 亿美元”，则 300 亿美元中长债到期不续；若到期美债组合为“短债 400 亿美元+中长债 200 亿美元”，则 200 亿美元中长债、100 亿美元短债到期不续。因此，美联储 6-8 月主要减持的是 1-5 年期美债，到期的短债全部进行再投资（reinvestment）。

图表 6：2022 年，美联储约 1 万亿美元美债面临到期



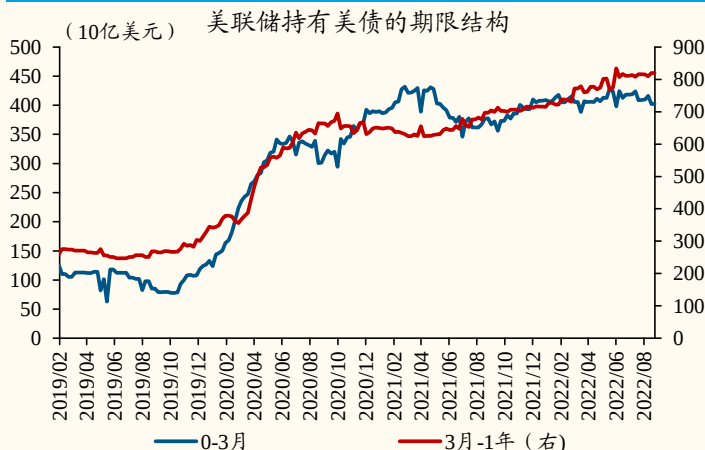
来源：Fed、国金证券研究所

图表 7：美联储每月严格按照计划缩减美债



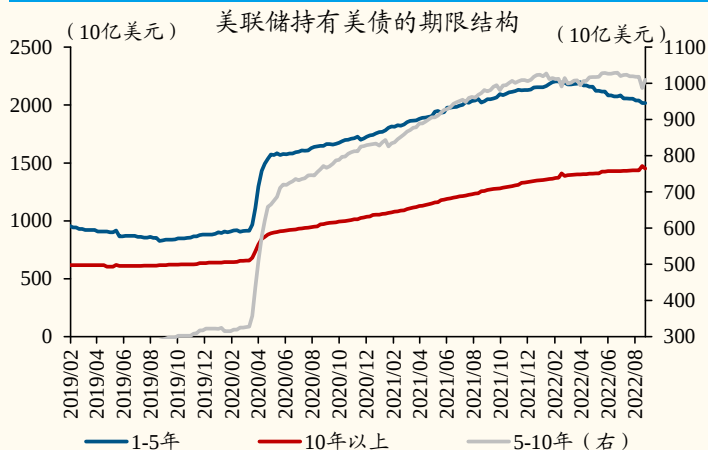
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：美联储所持短期美债规模几乎没变



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：美联储主要减持的是 1-5 年期美债

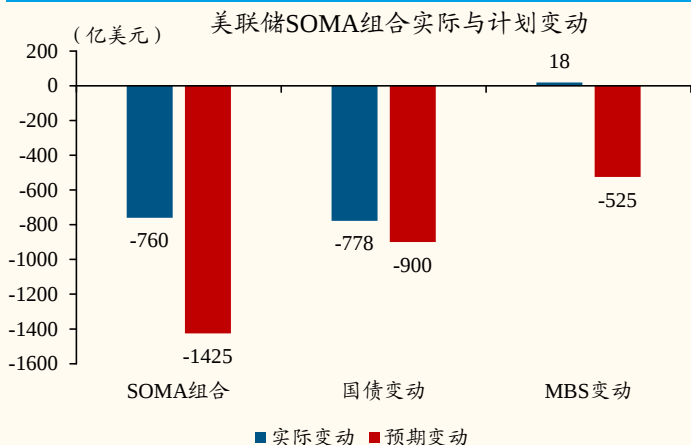


来源：Wind、国金证券研究所

1.2、美联储持有 MBS，越减越多？结算时滞是主因，9 月后将重回落势

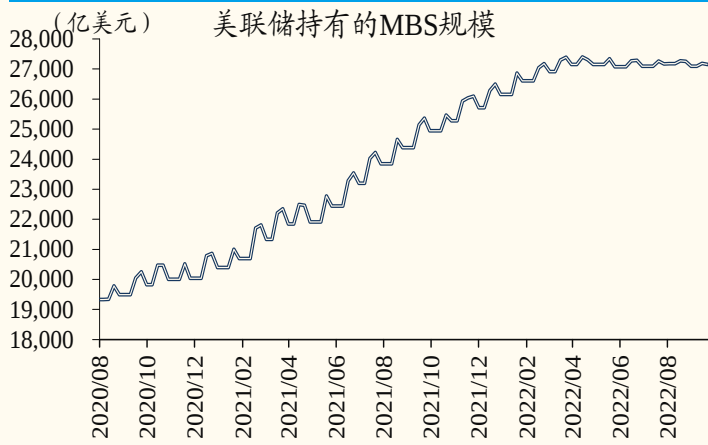
美联储所持 MBS 规模，不仅没有按照“如期”减少 525 亿美元，反而增加了 18 亿美元。按照计划，美联储 6 至 8 月应该每月减持 175 亿美元的 MBS，合计 525 亿美元。但实际数据显示，美联储持有的 MBS 规模不仅没有减少，反而从 6 月初的 27074 亿美元增至 27092 亿美元，增幅达到 18 亿美元，与缩减目标完全“背道而驰”。

图表 10：美联储持有的 MBS 规模不降反增



来源：Fed、国金证券研究所

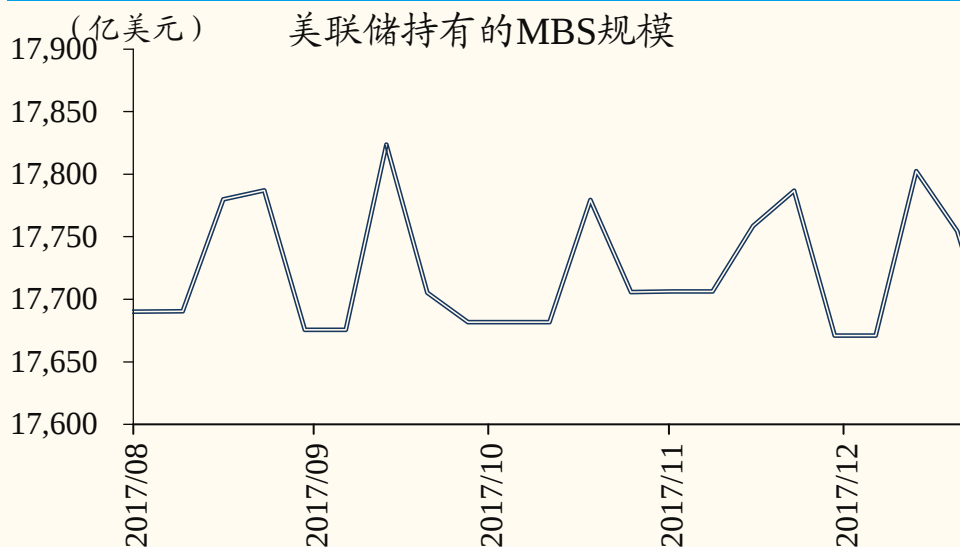
图表 11：美联储持有的 MBS 规模走势



来源：Fed、国金证券研究所

美联储从购买 MBS 到入账结算存在最长 3 个月的时滞（类似远期交易），导致美联储持有量不降反增。当美联储进行 MBS 再投资购买实际发生在当月中旬，但使用的是上个月收益。按照市场惯例，代理 MBS 购买直到未来一个半月才会结算（结算是证券和付款的最终交换）。综合而言，美联储从收到本金到美联储 MBS 出现在美联储资产负债表上的时间可能长达三个月。其实 2017 年-2019 年缩表初期，美联储持有的 MBS 规模也曾出现过“不降反增”的情形。

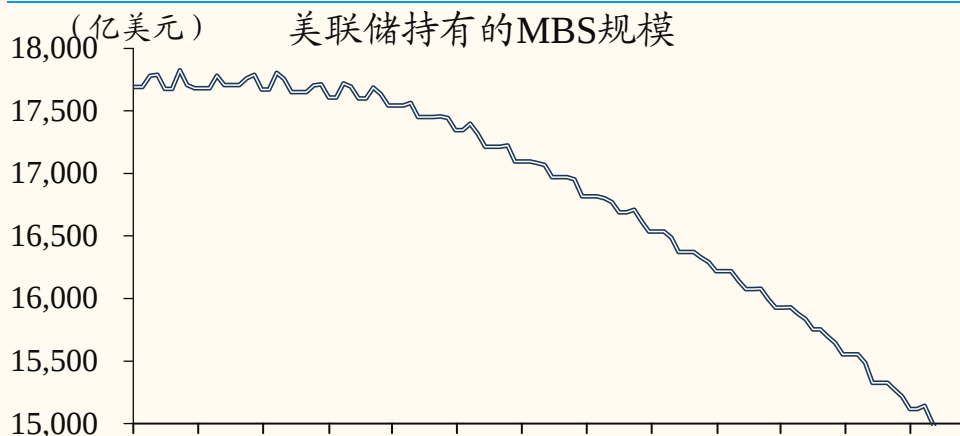
图表 12: 2017 年缩表初期, 美联储持有的 MBS 也曾不降反增



来源: Wind、国金证券研究所

展望未来, 美联储“账面上”持有的 MBS 在 9 月后将进入下降通道, 但缩减进程相较美债而言更不可测。参考上轮缩表周期来看, 美联储“账面上”持有的 MBS 在 9 月后将进入下降通道, 与美债不同, MBS 无固定到期日, 每月再投资规模取决于预期本金支付金额 (贷款者可以提前还贷) 与缩减目标的差额, 实际进程不可测 (缩减 MBS 的主动权不在美联储)。

图表 13: 美联储“账面上”持有的 MBS 在 9 月后将进入下降通道



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_46602

