

美联储 2023 年缩表节奏怎么看？

报告要点

本文首先对美联储的充裕准备金框架进行分析，然后比较本轮缩表和上轮缩表背景的不同，最后从美联储强弱加息预期下缩表节奏和美联储盈亏情况这三个方面进行分析，得出结论认为美联储在 2023 年缩表节奏仍将维持谨慎。

摘要：

2008 年后，美联储货币政策从短缺准备金框架转向充裕准备金框架。在充裕准备金框架下，美联储不再通过微调准备金供给来将 FFR 控制在目标区间内，而是构建了一套以 IORB 和 ON RRP 利率为管理利率的“地板系统”，把 FFR 控制在以 IORB 为上限和 ON RRP 为下限的区间中。因此，在货币正常化的加息过程中，只需要向上调整 IORB 和 ON RRP 利率，就能将 FFR 引导至目标区间，避免了通过大量 OMO 减少准备金供给才能调整 FFR 的尴尬处境。

然而，“地板系统”也有失效之时。本文通过结合准备金市场和回购市场流动性状况，总结出主要资金利率之间的四种动态关系，并得出结论：当美联储开始缩表，但仍处于加息时，资金面将面临流动性风险，FFR 有可能突破“地板系统”上限。因此，为了维持充裕流动性框架下“地板系统”对 FFR 的有效控制，美联储后续的缩表节奏将很大程度上取决于加息预期的变化。

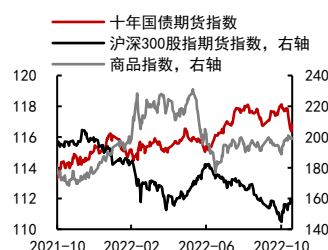
然后，我们复盘了 2017-2019 年的缩表过程，并发现本轮缩表与其有三点不同：

1) 虽然本轮每月缩表规模增加，但美联储对缩表节奏的把握却十分谨慎；2) 为应对高通胀危机，当前美联储的加息力度和节奏要显著强于 2017-2019 年；3) 当前美联储的负债结构与 2017-2019 年大为不同，ON RRP 和 TGA 比例显著上行。

最后，结合充裕准备金框架以及与上轮缩表的不同点，我们认为 2023 年美联储缩表仍将维持谨慎，且主动缩表的可能性不大，主要有三点原因：1) 若 2023 年加息预期仍强，则此时加速缩表或主动缩表反而可能带来流动性风险，导致充裕准备金框架下的以 IORB 和 ON RRP 利率为锚的“地板系统”失效，进而使得美联储无法完全控制 FFR 水平于目标利率区间，最终影响货币政策的有效性；2) 若 2023 年美联储加息预期走弱，资产端缩减速度会自然加快，负债端 ON RRP 规模也有下行动力，且准备金占 GDP 比重将接近本轮 QE 前水平。3) 从美联储盈亏情况来看，不论加息预期如何变化，2023 年利率的绝对水平大概率将维持高位，资产价格低而负债成本高的情况下，加速缩表将加剧其亏损压力。

总的来讲，本轮美联储缩表的任务相较上一轮将更加艰巨，而其艰巨之处并非在于缩表节奏有多快，反而在于在实现缩表目标和防止出现流动性危机之间的相互平衡。也因如此，展望 2023 年美联储的缩表节奏，本文所总结的三方面原因已经较为清晰地展示出其大概率将维持当前的谨慎节奏。所以，在美联储相对谨慎的缩表节奏下，美国权益市场并不易受到大幅冲击，但仍处于长期承压状态。而国内基本面则保持相对韧性，政策端也“以我为主”，故按弹性来看，国内资产配置节奏或呈现为“权益 $\geq$ 黄金 $\geq$ 债券 $\approx$ 人民币”。

风险点：缩表速度明显不及预期；美联储货币政策明显转向。



资产配置研究团队

研究员：
姜婧

021-60812990

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

目录

摘要:	1
一、 美联储的充裕准备金框架	4
(一) 什么是充裕准备金框架?	4
1. 短缺准备金框架的失效	4
2. 充裕准备金框架下的利率调整机制——“地板系统”(Floor System)	5
(二) 充裕准备金框架下的货币政策正常化	8
1. 美国流动性体系的梳理	8
2. 加息和缩表节奏错位下的资金利率动态关系	9
二、 美联储 2023 年缩表节奏怎么看?	11
(一) 2017-2019 年缩表进程回顾	11
(二) 本轮缩表与 2017-2019 年缩表的不同点	14
(三) 2023 年美联储缩表节奏仍将维持谨慎	16
(四) 美联储谨慎缩表态度对国内资产影响几何?	19
免责声明	21

图目录

图表 1: 宏观周期金字塔以及其所对应的宏观指标和周期划分	4
图表 2: 短缺准备金框架下的准备金供求曲线	5
图表 3: 2008 年后准备金规模快速扩张	5
图表 4: 充裕准备金框架	6
图表 5: 充裕准备金框架下的“地板系统”	6
图表 6: 联邦基金市场参与者结构	7
图表 7: “地板系统”的操作机制	7
图表 8: 美国回购市场体系	8
图表 9: 美国流动性交易市场的简要梳理	9
图表 10: 资金利率之间的动态关系	9
图表 11: 2021 年 6 月后 ON RRP 规模快速扩张	10
图表 12: 大幅加息预期下货币市场基金国债持有占比下行	10
图表 13: 2017 年缩表后准备金余额下行, 国债持续增多	11
图表 14: 2019 年后 EFR 开始超过 IORB	11
图表 15: 国债缩减速度符合预期, MBS 缩减略不及预期	12
图表 16: 2017-2019 年缩表资产端最终合意水平	12
图表 17: 被动缩表影响美联储资产负债表的三条路径(以国债为例)	13
图表 18: 2017-2019 缩表中银行和非银承接新发债券	14
图表 19: 2017-2019 年缩表负债端最终合意水平	14
图表 20: 本轮缩表中 ON RRP 和 TGA 账户规模较 2017-2019 缩表期间更大	15
图表 21: ON RRP 规模扩张由政府型货币市场基金主导	16
图表 22: 货币市场基金国债结构中以短期国债为主	16
图表 23: 短期国债供给于 2021 年后减少、22 年企稳	16
图表 24: 2023 年上半年仍存美联储加息预期	16
图表 25: 目前美联储缩表速度	17

中信期货资产配置策略专题报告

图表 26: 美联储持有国债和 MBS 期限结构.....	17
图表 27: 目前存量 MBS 对应贷款利率远高于存量平均利率.....	18
图表 28: 加息后再融资类贷款比例显著下降.....	18
图表 29: 三类情景下的准备金规模预测.....	19
图表 30: 三类情景下准备金占 GDP 比重预测.....	19
图表 31: MBS 指数在 2022 年大幅回落.....	19
图表 32: 2022 年 6 月模型中今明两年美联储将面临亏损.....	19
图表 33: “仅加息、加息+缩表、仅缩表”区间内中美债券、股票、汇率、商品的价格表现	20

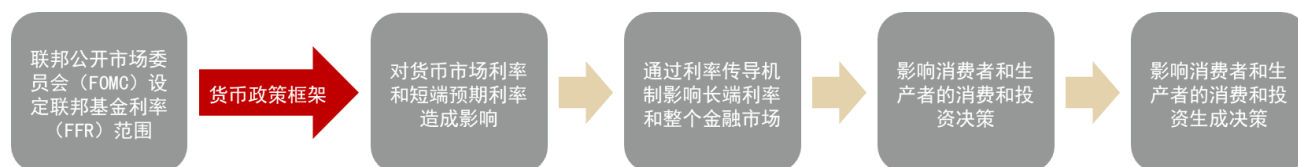
自 2022 年 6 月美联储正式开启缩表以来，虽然美国国债缩表节奏符合预期，目前每月缩表规模已经超过 600 亿美元/月的上限，但是 MBS 的缩表节奏却距离 350 亿美元/月的目标相距甚远。因此，市场开始关注 2023 年美联储是否会加速缩表节奏，以达成既定的缩表目标。本文首先对美联储的充裕准备金框架进行分析，然后比较本轮缩表和上轮缩表背景的不同，最后从美联储强弱加息预期下缩表节奏和美联储盈亏情况这三个方面进行分析，得出结论认为美联储在 2023 年缩表节奏仍将维持谨慎。

一、美联储的充裕准备金框架

（一）什么是充裕准备金框架？

上世纪 90 年代以后，美联储的货币政策从调控货币总量转为对调控利率。而货币政策工具，也从调控货币供给量转为通过公开市场业务来影响联邦基金利率水平，并通过利率传导机制进一步影响不同期限和不同市场的利率，最终影响美国甚至全球金融市场和经济的运行。因此，美联储的利率调整框架也成为分析其加息或缩表等操作中最重要的部分内容。

图表 1：宏观周期金字塔以及其所对应的宏观指标和周期划分



资料来源：中信期货研究所

1. 短缺准备金框架的失效

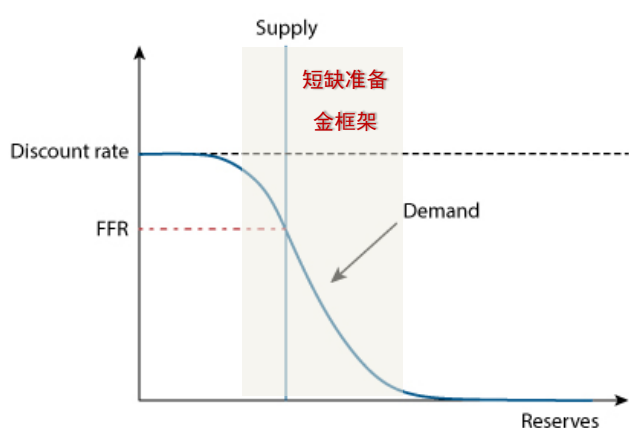
在 2008 年之前，美联储货币政策实际上一直处于短缺准备金框架之下（Limited/Scarce Reverses Regime）。所谓短缺准备金框架，实际指的就是美联储负债端的构成中，准备金比例和总量都处于较低位置。在这个框架之下，美联储的货币政策操作存在一个教科书版本的逻辑：联邦公开市场委员会（FOMC）为实现联邦基金利率目标（FFR，银行间无抵押隔夜利率），通过公开市场操作（OMO）微调银行间流动性供给，使其与流动性需求曲线相交于目标区间（图表 2）。其中，所谓流动性，在银行体系中即为准备金规模，因此与大部分供求模型一样，准备金供需曲线的交点也就决定了 FFR 的水平。而这一体系能够运行的基础是供给曲线与需求曲线相较处，需求曲线的弹性要较大，即意味着准备金的供给水平不能过高也不能过低。一旦准备金水平过高或过低，美联储就无法通过 OMO 微调市场流动性对 FFR 造成有效影响。而在 2008 年之美联储开始 QE 之前，准备金规模也确实维持低位，因而也保障了这一阶段短缺准备金框架的流畅运行。

2008 年美联储开启 QE 后，准备金规模大幅上行，而当进行货币政策正常化时，短缺准备金框架对政策利率的调控机制却趋于失效。2008 年金融危机后，3

轮 QE 操作使得美联储负债规模大幅上行，其中又以准备金规模的扩张为最，这导致准备金供给曲线大幅向右移动进入充裕准备金区间（Ample Reverses，图表 4）。此外，金融危机后，以巴塞尔协议为代表的一系列金融监管改革不断推进，对银行杠杆率设定了诸多限制，导致银行的风险偏好下降，进而增加了其对准备金的需求，最终使得准备金需求曲线右移。

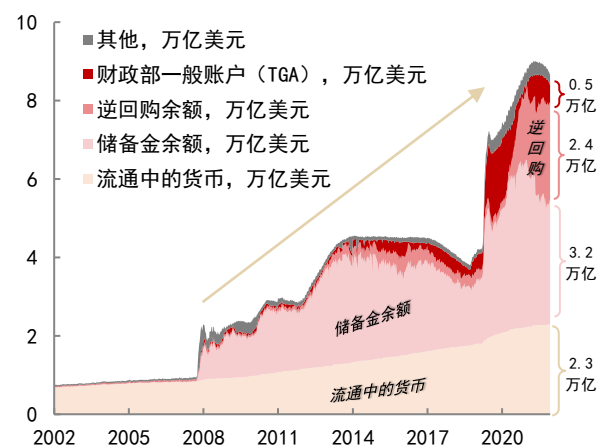
如果按短缺准备金框架下调控利率的操作逻辑，若要在货币政策正常的过程中抬升 FFR 水平，那只需通过 OMO 吸收全部 QE 阶段所释放的准备金即可，否则仅通过少量 OMO 对准备金供给曲线微调并不能有效改变 FFR。然而，这种大量回收流动性的方法的可行性并不高。除了需求曲线的右移本就使得准备金供给无需回到 QE 前水平的原因外，快速回收巨量流动性对刚恢复元气不久的世界经济也将是又一次沉重打击；另一方面，金融危机后全球经济面临着更多困难与不确定性，货币政策再次转宽的可能性并不低（正如美联储在 2019 年以及应对新冠疫情时所做的那样），重回短缺准备金的模式显然已经无法与当前金融市场的新形势相匹配。因此，美联储急需在充裕（Ample）甚至是过剩（Abundant）准备金的背景下，创设一套更加行之有效的 FFR 调整框架。

图表 2：短缺准备金框架下的准备金供求曲线



资料来源：StlouisFed 中信期货研究所

图表 3：2008 年后准备金规模快速扩张



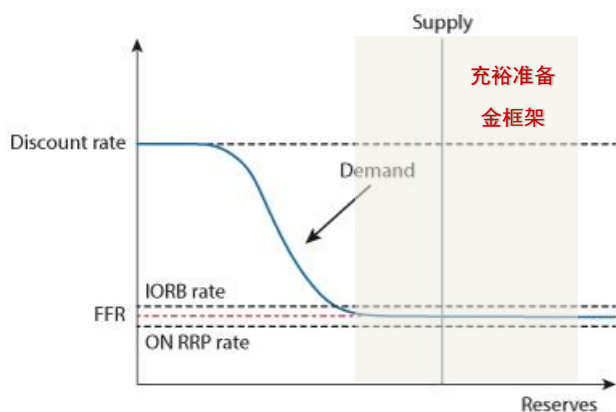
资料来源：Wind 中信期货研究所

2. 充裕准备金框架下的利率调整机制——“地板系统”（Floor System）

虽然在充裕准备金框架下传统 OMO 操作已逐渐失效，但这反而给利率调整机制提供了一种更为直接的方法：即通过给 FFR 设定一个下限，只要通过抬升下限，就可以抬升 FFR，进而得以实现货币政策正常化。而该下限即为所谓的“地板”，目前美联储的“地板系统”由两个利率构成：1）准备金余额利率（IORB），即美联储为存款类金融机构的准备金余额支付的利息率。该利率在 2006 年的《金融服务监管救济法案》中就被授权于 2011 年 10 月生效，但受金融危机影响，2008 年《紧急经济稳定法案》将该利率生效日期提前至 2008 年 10 月。该利率一开始分为准备金余额利率（IORR）和超额准备金余额利率（IOER），2021 年 6 月 IORR 和 IOER 被统一修订为 IORB，下文也统一使用 IORB。2）隔夜逆回购

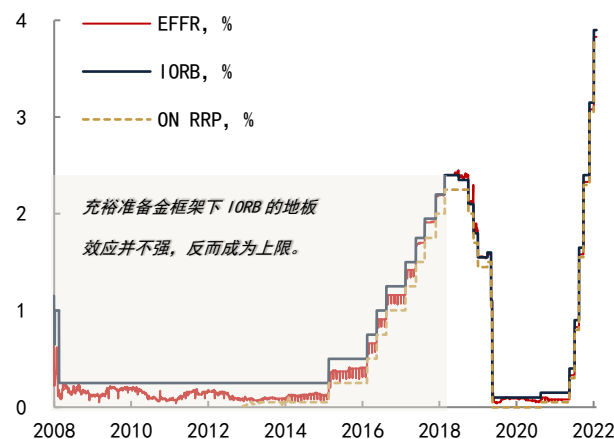
利率（ON RRP 利率），即美联储向更广泛的金融机构出售国债并在次日回购所支付的利息率。隔夜逆回购于 2013 年 9 月开启，相较于 IORB 对手方仅为存款类金融机构，ON RRP 的对手方包括还政府支持机构（GSEs，其中又以联邦住房贷款银行 FHLBs 为主）、一级交易商（Prime Dealer）和货币市场共同基金（MMF）等。

图表 4：充裕准备金框架



资料来源：StlouisFed 中信期货研究所

图表 5：充裕准备金框架下的“地板系统”



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

IORB 的地板效应并不强，在实际情况下，充裕流动性框架下的 IORB 往往成为 FFR 的上限。理论上，IORB 应该成为 FFR 的下限，由于 IORB 是银行存放在美联储准备金的利率，因此如果 IORB 高于 FFR，则银行资金拆出方一定会选择存入美联储而非在联邦基金市场上进行拆借，进而带动 FFR 向上逼近 IORB；而如果 IORB 显著低于 FFR，那么联邦基金市场资金供给就会大幅增加，进而带动 FFR 向下逼近 IORB。因此，充裕流动性框架下的 FFR 理论上应小幅高于 IORB，或者至少应围绕 IORB 小幅波动。但从实际情况上来看（图表 5），在准备金流动性较好的情况下 IORB 却成为 FFR 的实际上限。**造成这种现象的原因主要有两点：**

1) 充裕准备金框架下，银行存在套利链条。由于 IORB 的交易对手方仅为银行，因此 IORB 更准确来说是银行的 FFR 下限，而在联邦基金市场上，除了银行还有其他非银金融机构的参与（图表 6）。2008 年后，联邦住房贷款银行（FHLBs）成为联邦基金市场上主要的资金借出方，超过 70% 的资金都是由其借出。关于 FHLBs 有十分多可以讨论的点，但这并非本文关注的重点，**我们只想知道的是作为主要资金借出方的 FHLBs 为什么愿意以低于 IORB 的利率借出资金？**理由其实非常简单，由于 FHLBs 不是银行，所以其无法赚取 IORB，因此在流动性充裕的环境下，其只能以低于 IORB 的利率去吸引银行来借款。而作为联邦基金主要借入方的银行，既能以低于 IORB 的 FFR 借入资金，又能将其存入美联储赚取 IORB，形成套利。由于这种套利模式的存在，使得只要 FHLBs 有足够的流动性和意愿在联邦基金市场拆出资金，FFR 就会低于 IORB。不过，正如前文所强调的，这一套利模式的运行基于的是流动性宽裕，一旦流动性紧张，这种套利机制将出现问题，正如 2019 年 9 月发生的那样，后文也将对这一阶段进行简要分析。

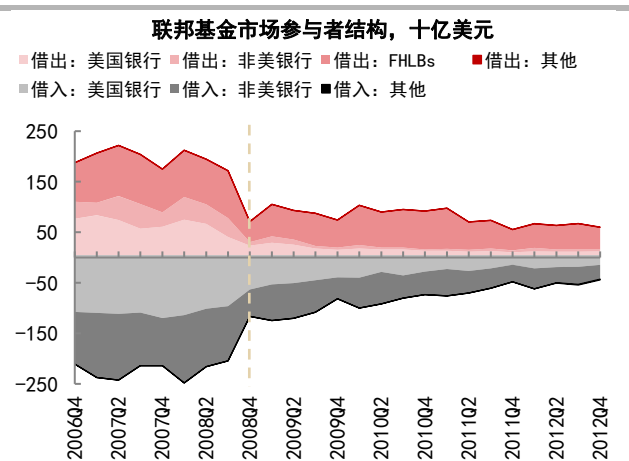
2) 银行套利的摩擦成本。虽然从 FHLBs 的角度来讲，其确实有以低于 IORB

的利率借出资金的理由，但是套利空间不会一直存在，理论上套利空间在大量需求的驱动下应该快速消失。而如果充裕准备金框架性下的 FFR 长期都无法向 IORB 收敛，那很有可能是银行在上述套利链条的操作过程中存在某种摩擦成本。从目前的研究来看，可能由两类摩擦成本组成：首先，2010 年《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 通过后，美国银行向联邦存款保险公司 (FDIC) 每年所支付的存款保险费的计算基础不再以存款为标准，而是将基数扩大至全部资产总额。因此，如果银行进行大量的套利操作，其资产负债表的大幅扩张会导致其存款保险费的上行，进而增加了套利成本。其次，资产负债表的大幅扩张还会导致资本金需求的提升，而银行募集额外资金又存在高于 FFR 的成本，也变相增加了银行套利成本。所以，由于套利摩擦成本的存在，除非银行的流动性实在紧张，否则充裕流动性框架下的 FFR 也不会快速向 IORB 逼近。

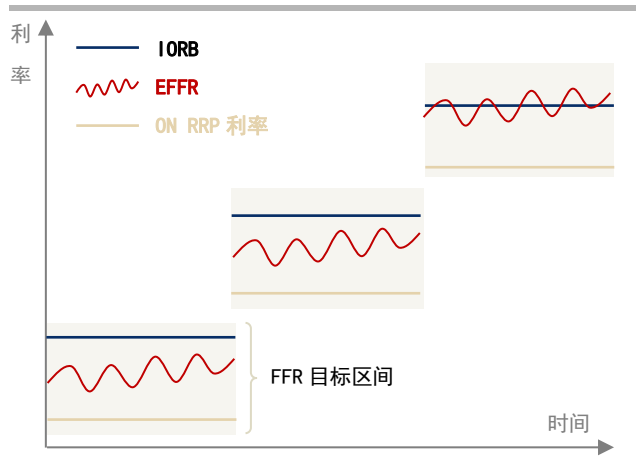
上述两个原因导致 IORB 在充裕流动性框架下的“地板”功能不足，在货币政策正常化早期银行流动性还很充足的情况下，IORB 很有可能无法抬升 FFR，为此美联储使用隔夜逆回购 (ON RRP) 工具为 FFR 设置了一个“硬地板”。ON RRP 的特点就是美联储对手方范围的扩大，为联邦基金市场的主要玩家都提供了一个无风险利率。因此，针对 ON RRP 就不存在所谓的套利空间，一旦市场资金利率低于 ON RRP 利率，所有金融机构都有动力把钱投入 ON RRP，进而使得 FFR 几无可能低于 ON RRP 利率。

总的来讲，在充裕准备金框架下，以 IORB 和 ON RRP 利率为管理利率所形成的“地板系统”通常能把 FFR 控制在以 IORB 为上限和 ON RRP 为下限的区间中 (图表 7)。因此，在加息过程中，只需要向上调整 IORB 和 ON RRP 利率，就能将 FFR 引导至目标区间，避免了通过大量 OMO 减少准备金供给才能调整 FFR 的尴尬处境。然而，随着货币政策正常化的深入推进，尤其是缩表进程开启后，充裕准备金框架下的准备金也开始呈现趋紧走势，IORB 仍有成为“地板”的可能，后文讲对充裕准备金框架下的货币政策正常化进程做更深入的分析。

图表 6：联邦基金市场参与者结构



图表 7：“地板系统”的操作机制



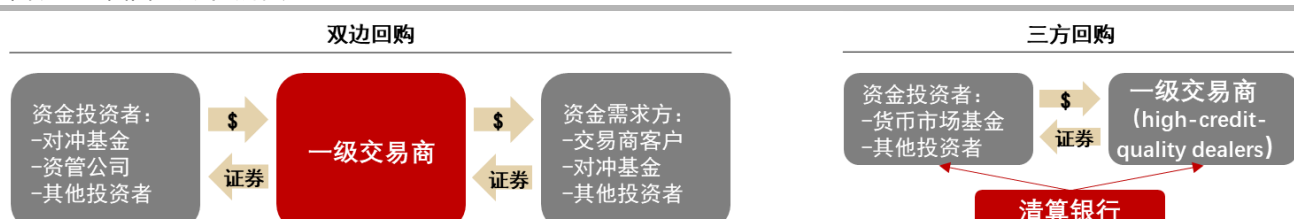
(二) 充裕准备金框架下的货币政策正常化

1. 美国流动性体系的梳理

在分析充裕准备金框架下的货币政策正常化路径之前，我们首先对美联储流动性体系做一个简要的梳理，以便于更清晰地看到资金利率博弈的重点在哪里。我们将从两个方面作简要梳理：1) 主要的流动性交易市场有哪些？2) 各个市场的主要玩家是谁？

1) 四类主要流动性交易市场：准备金市场、联邦基金市场、ON RRP 市场和回购市场 (Repo Market)。其中，准备金市场、联邦基金市场和 ON RRP 市场的运行机制已在上文提及，在此不过多赘述，这部分着重介绍美国回购市场。不同于联邦基金市场，回购市场是需要抵押证券的，且回购协议期限也相对较长，以隔夜到 1 年期为主。回购市场的参与者主要有三类，一是美联储，二是银行，三是非银金融机构，包括一级交易商 (大型投行为主)、保险公司、对冲基金、养老基金、货币市场基金 (MMFs)、政府支持机构 (GSEs) 等。从回购协议类型上来看，主要分为双边回购 (Bilateral Repo, 交易双方直接交易)、三方回购 (Tri-Party Repo, 通过清算银行交易，该回购利率为 TGCR) 和一般抵押回购 (GCF Repo)，其中以三方和双边回购为主。在三方回购中，资金的主要供给方 (回购买方) 为货币市场基金，资金的主要需求方 (回购卖方) 为大型的交易商；而在双边回购中，资金主要供给方为一级交易商，资金的主要需求方为其他交易商和对冲基金等。然而，银行和 GSEs 作为联邦基金市场和回购市场的共同参与者，虽然在 2008 年金融危机后风险偏好显著降低，使得其在回购市场的参与度较小，但若回购市场利率显著高于联邦基金利率，银行和 GSEs 也会选择将流动性投入回购市场。

图表 8：美国回购市场体系



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_50109

