

北京时间4月7日凌晨，美联储发布了备受关注的3月会议纪要。当日美股美债虽然均收跌，但会议纪要公布后引发的市场波动有限。会议纪要鹰派风格一如既往。

此次纪要最重要的信息在于透露二季度缩表节奏，美债和MBS月度最大缩减规模或达600和350亿美元。当前市场高度关注美联储缩表，在此我们回应美联储缩表的两个问题。

第一，二季度美联储即将开启本轮缩表，可以说5月将是本轮缩表的起点。**如何评估起点时期的缩表力度？**

第二，美联储缩表将经历一段时间，展望未来，本轮美联储缩表将止步于何时，**即如何判断本轮美联储缩表的终点？**

➤ **本轮起点时段美联储缩表进度如何？力度明显更大，节奏明显更快。**

这次会议纪要透露，大多数委员认为美债和MBS的月度缩表上限或分别为600和350亿美元。美联储刚开始缩表时，月度缩减规模并不大，后续逐层递增，一段时间之后单月缩表达到上限值。不妨将这段时间称为**美联储缩表起点时段**。

若从5月开始缩表，随后每次会议缩表规模逐步递增，两次会议之后（约3个月），美债和MBS月度缩表规模分别为600和350亿美元。

上一轮美联储缩表起点为2017年10月，随后每季度缩表规模递增。1年之后，也就是2018年10月，当时美债和MBS缩表规模才分别达到300和200亿美元。

对比上一轮缩表和本轮缩表，明显发现本轮缩表节奏更快，缩表幅度更大。毕竟本轮缩表单月上限几乎是上一轮2倍，本轮缩表起点时段是上一轮的1/4。

➤ **如何判断后续美联储缩表节奏？美联储缩表终止的关键看流动性是否紧张。**

美联储缩表并非无条件推进。一旦触及终止条件，美联储缩表便会停止，这也就是美联储缩表的终点。**我们认为本轮美联储缩表终点将取决于流动性紧缺与否。货币流动性紧缺与否有量价两个维度的判断标准。**

流动性“量”的维度，主要看当常备回购工具（SRF）使用量。当金融机构缺流动性时，其可以通过SRF向美联储获得流动性。所以一旦SRF使用量的显著提高，就意味着货币市场流动性有紧缺迹象。

流动性“价”的维度，主要看回购利率或有效联邦基金利率（EFFR）。回购利率和EFFR是市场成交出来的资金利率，当二者走高时，意味着市场流动性趋紧。

当量价给出流动性趋紧信号时，便需关注美联储后续缩表进程会否转向缓和。比如当回购利率和EFFR突破银行准备金利率，乃至要突破联邦基金利率区间上界时，意味着流动性已经紧缺到一定程度，本轮缩表或面临终止。

➤ **二季度或兑现50BP加息，需要注意的是目前市场预期仍过于鹰派。**

本次会议纪要还提到了二季度加息。多数参会者认为，在未来的会议中，一次或多次50BP的加息将是合适的。**这意味着，美联储的议题已经从“要不要加息50BP”变成“加息50BP多少次”。**

目前市场预期定价美联储全年加息10次（按每次25BP计算）。假如每次会议均加息，那么将有三次议息会议美联储加息50BP。**10次加息的预期仅仅是市场脉冲式反应，快速加息导致需求和通胀回落后，美债利率料难以维持目前高位。**

➤ **风险提示：**美联储加息节奏超预期；对美联储货币政策理解不到位；地缘政治风险；通胀失控风险；疫情发展超预期风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 美联储缩表的动机和时机——缩表系列（一）

目 录

1 本轮美联储缩表进力度明显更大，节奏明显更快	3
2 什么会在未来改变美联储的缩表节奏？	4
2.1 货币市场流动性是缩表的直观约束	4
2.2 美联储合意的准备金规模也会是缩表的终点.....	4
3 50BP 加息逐渐兑现，但市场预期仍过于鹰派	6
4 风险提示	7
插图目录	8

1 本轮美联储缩表进力度明显更大，节奏明显更快

美联储3月会议纪要给出了更多关于缩表的细节。纪要中提到，高通胀和紧俏的劳动力市场将允许美联储在未来的一次会议(at a coming meeting)，即最早为5月会议，以更快的速度缩表。且缩表的方式是减少美联储持仓美债的到期再投资。虽然有几个委员认为，月度缩表规模上限应该很高或不设置上限(cap)。但**大多数委员认为美债和MBS的月度缩表上限应分别设置为600亿美元和350亿美元，且至少需要3个月去逐渐达到这一上限**。另外，为了使联邦机构MBS持仓逐渐降至0，美联储将在缩表开始后一段时间主动抛售MBS资产。

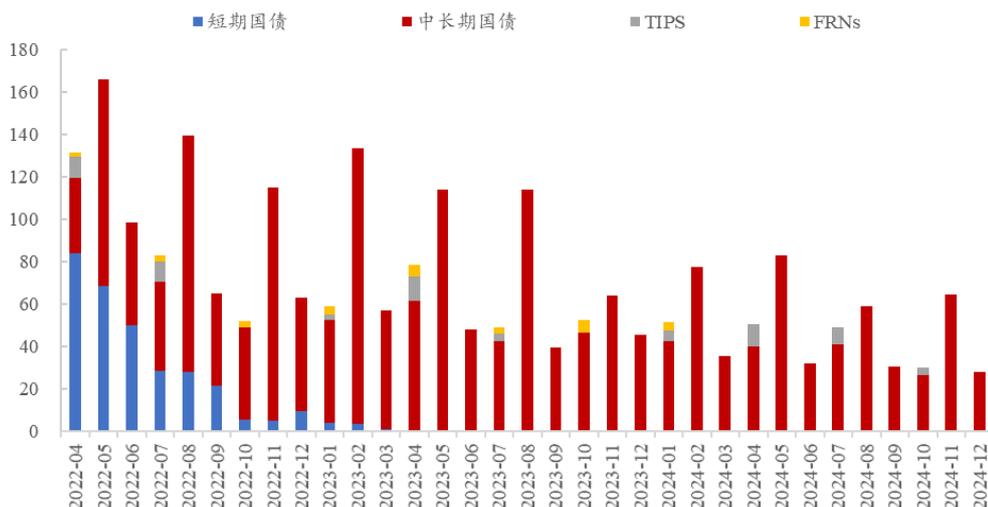
总的来说，无论是缩表的方式还是主动抛售MBS，都是美联储已经多次与市场沟通的信息。**本次会议纪要中关于缩表最为关键的增量信息是美债和MBS的月度缩表上限规模**。那么，本轮缩表规模大概是什么水平？600亿和350亿美元这两个数字又从何而来？

本轮月度缩表规模上限可能是上一轮缩表的两倍。上一轮缩表周期，2017年10月美联储开始缩表。缩表初始规模为每个月60亿美元国债和每月40亿美元MBS，之后每三个月分别提高国债和MBS的缩表上限60亿和40亿美元。2018年10月，月度缩表规模达到最大值300亿和200亿美元，约为600亿和350亿美元的二分之一。

美债单月缩减量受未来美联储持仓美债的单月到期量所约束。若本轮缩表在5月FOMC会议后开始，且月度缩表规模在3个月后达到最大值，那么2022年三季度就是美债单月缩减量达到顶峰的时间。届时美联储持有美债的单月到期量均值大概在500-600亿美元左右，与会议纪要中透露的数字相符。**因此，假如本轮缩表美债最高单月缩减量为600亿美元，那么初始单月缩减量或为200亿美元，其后每次会议递增200亿美元**。

MBS到期量和居民的提前还款(prepayment)相关，因此MBS的缩表速度很可能取决于美联储当前持仓水平。2017年9月，美联储MBS的持仓规模为1.77万亿美元，当前持仓量为2.72万亿美元，比例大概为1.5:1。根据这一比例，本次缩表MBS最高单月缩减量为300亿美元，和会议纪要透露的350亿美元相仿。**假如本轮缩表MBS最高单月缩减量为350亿美元，那么初始单月缩减量或为150亿美元，其后每次会议递增100亿美元**。

图 1: 2022-2024 年美联储美债持仓的每月到期规模 (单位: 十亿美元)



资料来源：纽约联储，民生证券研究院

2 什么会在未来改变美联储的缩表节奏？

在测算美联储缩表的可能速度后，我们还想知道一个问题，那就是美联储什么时候结束缩表？3月FOMC会议纪要提到，美联储需要密切关注货币市场情况和“显示接近充足准备金水平的指标”(indicators of near-ample reserve)，从而调整缩表节奏。我们认为，美国货币市场流动性和合意的准备金规模是决定缩表节奏的关键因素。

2.1 货币市场流动性是缩表的直观约束

首先要关注的是货币市场流动性数据，包括隔夜回购利率和常备回购工具的使用量。

当回购利率或有效联邦基金利率(EFFR)开始触及银行准备金利率的时候，我们便需要开始关注美联储的缩表进程了。当两者开始突破联邦基金目标利率上界的时候，本轮缩表或许即将到达尾声。缩表对经济最直接的影响就是减少了银行体系内的准备金规模，当缩表进行到一定地步的时候，市场流动性会开始紧张。其最明显的表征就是货币市场回购利率(如SOFR，一系列隔夜回购利率的平均)开始上升，并可能突破美联储利率走廊的上沿(银行准备金利率)。若流动性状况继续恶化，回购利率很可能带领有效联邦基金利率(EFFR)突破美联储联邦基金目标利率的上界，重演2018-2019年的情形。

当常备回购工具(SRF)使用量开始显著提高的时候，美联储可能将调整其缩表速度。事实上，回购工具并不新颖。在金融危机以及2019年美国回购风波至2020年7月份这些市场流动性比较紧张的时期，美联储均有较高的回购用量。因此，若未来我们看到SRF使用量开始显著提高，这便意味着市场流动性已经开始紧张，美联储或将调整其缩表路径。

图2：疫情后的美联储“利率走廊”(单位：%)



资料来源：美联储，民生证券研究院

图3：美联储正回购用量(单位：十亿美元)



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 美联储合意的准备金规模也会是缩表的终点

其次，美联储自身的资产负债表规模或准备金负债规模可能也是其关注的的数据之一。由于缩表主要影响的是准备金，因此我们更加关注准备金的变动，并以此为基础推算美联储的资产负债表规模。以下我们提供两种粗略测算美联储准备金规模合意水平的方法。

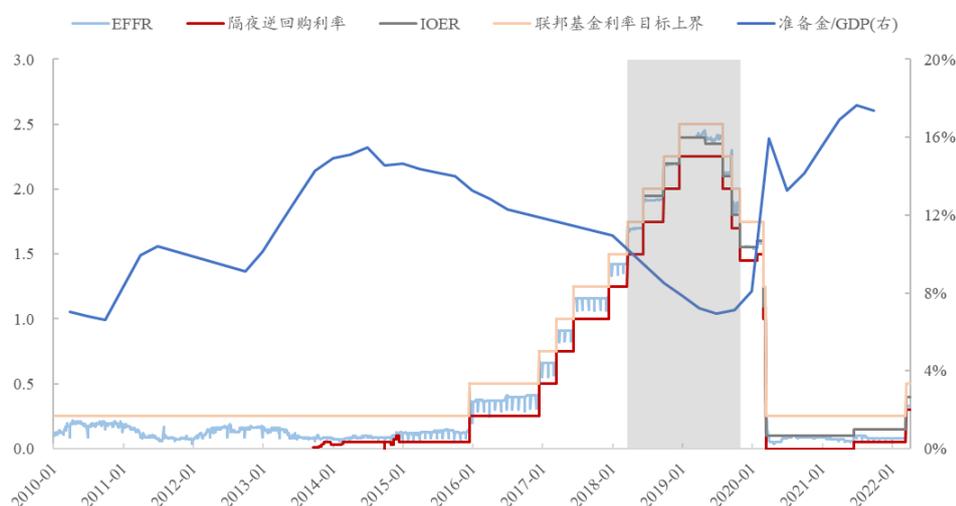
考虑准备金规模和GDP之间的关系，准备金/GDP等于9.5%可能是比较合适的水平。

准备金主要功能之一是支付。在技术没有出现大规模飞跃之前，满足支付需求的准备金是随着经济总量的增加而增加的。因此我们可以用准备金/GDP 指标来测算合意的准备金规模。另一方面，准备金是商业银行满足众多监管要求的重要资产。合规需求随着银行资产负债表扩大而增加，这也与 GDP 有关。

从 2018 年 2 季度开始，EFFR 不断逼近联邦基金目标利率上界。因此，在 2018 年 6 月，美联储对利率走廊进行了“微调”，把银行准备金利率设置为低于联邦基金利率上界 5BP（此前两者相等）。这一做法旨在压低 EFFR，这和 2021 年 6 月美联储的操作有异曲同工之妙。当时美联储通过提高隔夜逆回购利率，试图抬升 EFFR。

但这一“微调”并没有奏效，从 2018 年 4 季度开始，EFFR 开始突破准备金利率。因此，2018 年 2-3 季度的准备金/GDP 水平（9.3-9.9%）或对应着偏紧的流动性水平。未来在常备回购工具的支持下，9.5%将是一个比较合适的比例。

图 4: 美国货币市场流动性从 2018 年 2 季度开始偏紧 (单位: %)



资料来源：美联储，民生证券研究院（阴影部分为货币市场流动性偏紧阶段）

从抵押品供应与资金供应平衡的角度，准备金/非美联储持有可交易美债等于 15%可能是比较合适的水平。美债（抵押品）供给和准备金之间有两层关系。第一层关系发生在美债发行的一级市场，投资者和一级交易商需要用准备金承接美债发行。第二层关系发生在回购市场，投资者或一级交易商在取得美债后，通常会将其抵押融资，从而回笼资金。因此，美债供给增加不仅会让准备金转换为财政存款。还会对回购市场施加融资需求，融资背后的资金供给正是准备金。2018 年 2-3 季度的准备金/非美联储持有可交易美债的比例为 14.1-16.1%，故 15%是一个比较合适的比例。

图 5: 准备金/非美联储持有的可交易美债规模



资料来源：美国财政部，Wind，民生证券研究院（阴影部分为货币市场流动性偏紧阶段）

3 50BP 加息逐渐兑现，但市场预期仍过于鹰派

3月会议纪要确认了市场多次加息 50BP 的预期。会议纪要中提到，假如不是俄乌冲突带来了大量不确定性，多数委员将同意在 3 月会议上加息 50BP。同时，多数参与者认为，在未来的会议中，一次或多次 50BP 的加息将是合适的。部分参会者还认为快速地退出货币宽松可以为美联储预留政策空间，从而让美联储在应对地缘政治风险时更加灵活。总的来说，本次会议纪要表示美联储的议题已经从“要不要加息 50BP”变成“加息 50BP 多少次”。

但市场对美联储加息预期的定价仍然显得激进，未来美债利率可能难以维持高位。联邦基金期货显示，从 3 月末开始，市场开始定价美联储全年加息 10 次（按每次 25BP 计算）。也就是说，假如每次会议均加息，那么将有三次议息会议美联储加息 50BP。从这一点看，鹰派的会议纪要仍然落后于市场预期，会议纪要发布后 10 年期美债收益率仅小幅上行，未突破当日高点。我们仍然提醒，10 次加息的预期仅仅是市场脉冲式的反应，快速加息导致需求和通胀回落后，美债利率料难以维持目前高位。

图 6: 市场开始定价美联储全年加息 10 次 (按每次 25BP 计算)



资料来源：CME，民生证券研究院

4 风险提示

- 1) 美联储加息节奏超预期。
- 2) 对美联储货币政策理解不到位。
- 3) 地缘政治风险，若俄乌冲突对世界经济增长的影响加剧，美联储可能放缓紧缩步伐。
- 4) 通胀失控风险，若美国中长期通胀预期失控，美联储紧缩步伐还将超预期加快。
- 5) 疫情发展超预期风险。

插图目录

图 1: 2022-2024 年美联储美债持仓的每月到期规模 (单位: 十亿美元)	3
图 2: 疫情后的美联储“利率走廊” (单位: %)	4
图 3: 美联储正回购用量 (单位: 十亿美元)	4
图 4: 美国货币市场流动性从 2018 年 2 季度开始偏紧 (单位: %)	5
图 5: 准备金/非美联储持有可交易美债规模	6
图 6: 市场开始定价美联储全年加息 10 次 (按每次 25BP 计算)	7

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001