

除了加息，我们还需要担忧美联储缩表吗？

报告日期：2022-06-03

主要观点：

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_通胀拐点已至，联储如何行动？—美国4月CPI数据点评》2022-05-12
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_缩表落地、联储似“鹰”—5月FOMC会议纪要点评》2022-05-05
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_衰退开始了吗？—美国一季度GDP数据点评》2022-04-29
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观专题_中美利差缩窄及倒挂：复盘、成因与后续影响》2022-04-27
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观专题_美国会再迎来“沃尔克时刻”么？—美联储本轮加息路径及影响推演》2022-04-12
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_荆棘丛生的加息之路—美国3月FOMC会议点评》2022-03-17
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_欧美制裁对俄欧经济和产业链的几点影响》2022-02-28
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01

新冠疫情发生以来，美联储采取了史无前例的货币扩张政策，其资产负债表在疫情期间扩张了一倍有余。截止到2022年6月2日，美联储资产负债表规模超过8.9万亿美元，其中有5.77万亿美元的美国国债、2.7万亿美元MBS。在5月份的FOMC会议上，美联储宣布缩表，于6月1日开始正式实施，并设定了每月缩减600亿美元国债和350亿美元MBS的上限，最快在3个月内达到。相较于“价格型”货币政策的加息，作为数量型的紧缩政策，美联储在缩表时，将对美国金融市场的流动性以及各类资产造成何种影响？本篇报告从美联储的资产负债表结构、缩表机制出发，对此次缩表影响进行全面分析。

● 美联储资产负债表解剖

1) 美联储为什么会有资产负债表？美联储是兼具公共和私人特征的中央银行，包含美联储理事会、各联邦储备银行（地方联储，共12家），以及联邦公开市场委员会（FOMC）。其中12家地方联储为独立组建，是为其管辖范围内的银行、储蓄公司和信用合作社服务的金融机构——这意味着地方联储实际上扮演着“服务银行的银行”的角色，是承载整个美联储系统资产负债的主体。

2) 美联储资产负债表重要分项解剖：金融危机后，美联储资产负债表的构成发生了很大变化，当前其资产负债表主要构成如下：

➢ 资产端来看，主要为持有证券、持有的未摊销证券溢价/折扣、贷款以及各特殊目的实体的净组合持仓。其中持有证券占美联储资产端的比重为95.13%，包含美国国债（64.72%）、MBS（30.37%），为资产端的最主要项。持有的未摊销证券溢价/折扣体现的是债券面值与市值之间的差被摊销（直线法）的部分，占比约3.51%。贷款项包含美联储传统的贴现窗口工具和为应对次贷危机而创设的其他贷款工具，占比仅有0.24%。各特殊目的实体的净组合持仓则显示由美国财政部出资设立，而美联储提供相关信贷的SPV余额。

➢ 负债端来看，主要为流通中现金、逆回购协议、存款。其中流通中现金目前占比约为25%，在金融危机之后逐渐降低。逆回购协议是美联储向市场上回收流动性的主要方式，2021年以来用量占比快速提升，大部分时候都超过2万亿美元。存款项主要是银行准备金以及美国财政部存款，当前规模分别为3.36万亿美元、7800亿美元。

● 美联储缩表机制与影响分析

我们参照纽约联储近期发表在自由街博客上的研究，以简化版的资产负债表形式，来分析美联储缩表对美国私营部门流动性的影响与机制。总的来看，缩表会让美联储负债端的存款准备金以及逆回购项减少。

1) 美联储、美国财政部、银行、货币基金四方参与模型。使用一个简化版的四方资产负债表（仅体现缩表相关的美国国债与MBS）模型，当银

行购买新发行国债时，银行资产端的项目有所变动，国债资产增多，准备金减少，资产结构发生了变化；当货币基金购买新发行国债时，其资产结构发生了变化，银行资产端（准备金）和负债端（存款）同时发生了减少。当两者同时购买新发国债时，银行与货币基金的资产端结构同时发生改变，且银行的资产负债表有所缩减。

2) 美联储、银行、货币基金、非银机构、居民五方参与模型。近几年非银机构（对冲基金等）越来越多参与，居民部门也会参与其中。当对冲基金等非银机构去购买新发国债时，其资产负债表扩张，银行与货币基金资产端结构发生改变，资产负债表规模未变。居民部门购买新发行国债时，其资产负债表规模没变，但资产端结构发生了变化，而货币基金与银行的资产负债表规模都发生了减缩。

● 我们需要担心美联储缩表吗？

1) 美联储此轮缩表规模有多大？参考美联储理事沃勒在 2021 年底认定的美联储合意资产规模标准，以及鲍威尔关于缩表持续 3 年的判断，我们认为美联储需要削减大约 3-3.5 万亿美元左右，但是考虑上一轮的经验以及美国当前经济形势，此轮缩表实际规模预计难以达到该水平。

2) 美联储缩表对流动性及资产影响：相较于加息，美联储缩表对于美元流动性、美债影响较为直接，对于其他类资产传导链条较长，对我国影响较小：

➤ 对美元流动性影响不大，但需关注利率上行风险。从“量”上看，当前美国金融体系流动性充足，流动性应急工具与机制比较完善，缩表短期内并不会从量上造成流动性的短缺。从“价”上看，流动性的减少会对金融市场利率产生一定的提升作用。

➤ 对各类资产而言，美联储缩表影响不一。对美股直接影响较小，但后续美股基本面或将承压。短期对美债有一定的负面影响，对美债利率构成支撑，中长期则取决于美国经济增长情况。短期来看，美元将会保持强势，中长期则取决于美国经济基本面以及美联储的货币政策。缩表对大宗商品以及黄金的价格影响很小。对我国而言，缩表虽然会对人民币汇率、债市、股市有一定扰动，但是总体影响可控，主要还是取决于我国经济基本面情况。

● 风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期、新冠疫情形势大幅恶化。

正文目录

1 美联储资产负债表解构.....	5
1.1 美联储系统概览.....	5
1.2 美联储资产负债表分项解构.....	6
2 美联储缩表机制与影响分析.....	12
2.1 美联储、美国财政部、银行、货币基金四方参与模型.....	12
2.2 美联储、银行、货币基金、非银机构、居民五方参与模型.....	15
3 我们需要担心美联储缩表吗?.....	17
3.1 美联储此轮缩表规模有多大?.....	17
3.2 美联储缩表对流动性及资产影响.....	18
风险提示:.....	22

图表目录

图表 1 美联储系统概况	6
图表 2 美联储资产负债表资产端变化	6
图表 3 美联储资产负债表负债端变化	7
图表 4 美联储资产负债表 (百万美元, 截至 2022 年 6 月 2 日)	7
图表 5 美联储国债与 MBS 占资产负债表比重	8
图表 6 美联储持有的联邦机构债券数量	8
图表 7 疫情发生后美联储各类 SPV 工具净额	9
图表 8 金融危机以及新冠疫情初期央行流动性互换使用较多	10
图表 9 金融危机后流通中现金占负债比重降低	10
图表 10 2021 年后美国逆回购规模快速攀升	11
图表 11 美国当前准备金规模较高	12
图表 12 美国财政存款近期有所降低	12
图表 13 四部门简化版资产负债表	13
图表 14 美联储和美国财政部资产负债表同时缩减	13
图表 15 银行购买新发行国债时各部门资产负债表变化	14
图表 16 货币基金购买新发行国债时各部门资产负债表变化	14
图表 17 五部门简化版资产负债表	15
图表 18 对冲基金等购买新发国债时各部门资产负债表变化	16
图表 19 居民部门购买新发国债时各部门资产负债表变化	17
图表 20 美联储总资产、准备金占名义 GDP 比重	18
图表 21 2019 年 9 月美国隔夜担保回购利率飙升	19
图表 22 美联储一年内到期国债期限结构	19
图表 23 上一轮美联储缩表期间美股表现较好	19
图表 24 上一轮美联储缩表期间美国经济先升后降	20
图表 25 上一轮缩表期间美国	20
图表 26 上一轮缩表期间外国投资者购买了较多美债	20
图表 27 美元指数走势	21
图表 28 近期资本回流美国较多	21
图表 29 上一轮缩表期间 A 股先跌后涨	22

新冠疫情发生以来，美联储采取了史无前例的货币扩张政策，其资产负债表在疫情期间扩张了一倍有余。截止到 2022 年 6 月 2 日，美联储资产负债表规模超过 8.9 万亿美元，其中有 5.77 万亿美元的美国国债、2.7 万亿美元 MBS。在 5 月份的 FOMC 会议上，美联储宣布缩表，于 6 月 1 日开始正式实施，并设定了每月缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS 的上限，最快在 3 个月内达到。相较于“价格型”货币政策的加息，作为数量型的紧缩政策，美联储在缩表时，将对美国金融市场的流动性以及各类资产造成何种影响？本篇报告从美联储的资产负债表结构、缩表机制出发，对此次缩表影响进行全面分析。

1 美联储资产负债表解构

1.1 美联储系统概览

根据美联储最新手册（The Fed Explained - 11th Edition）¹，在美国国会的授权下，美联储是兼具公共和私人特征的中央银行，并以公共利益的名义履行执行美国的货币政策、促进金融体系的稳定、促进金融机构的安全与稳健、促进美元支付与结算体系的安全及效率、促进消费者保护与社区发展等 5 大职能。

整个美联储系统包含三大关键实体机构：美联储理事会、各联邦储备银行（地方联储，共 12 家），以及联邦公开市场委员会（FOMC）。

1) 美联储理事会是联邦政府的下属机构，共有七位成员（理事），由美国总统提名，并由参议院确认。

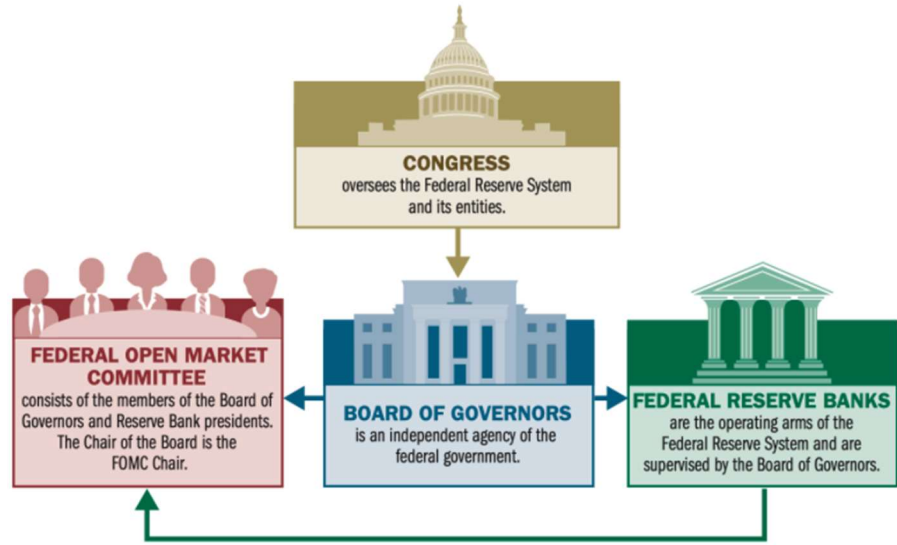
2) 12 家地方联储则为独立组建，兼具政府与私人的特点。本质上而言，地方联储是为其管辖范围内的银行、储蓄公司和信用合作社服务的金融机构——这意味着地方联储实际上扮演着“服务银行的银行”的角色。它向这些存款机构提供服务（会收取费用），如向存款机构提供活期账户、贷款、现金、保管以及支付服务（类似于普通银行为其个人和企业客户提供的服务），帮助银行——最终帮助他们的客户——买卖商品、服务和证券。拥有联邦储备系统成员资格的商业银行，持有它们所在地区联储的股权，并选举出地方联储独立的董事会成员中的 6 个（全部成员为 9 个，另外 3 个由美联储理事会任命）。与私人企业董事会类似，地方联储的董事会负责监督该行的行政治理，审查该行的预算和整体业绩，监督该行的审计过程，并制定相应的战略目标与方针。此外，全美地方联储共拥有 24 家支行，这个是整个美国联邦储备系统的运营部门。因此，地方联储是承载整个美联储系统资产负债的主体。美联储资产负债表详细信息每周都会在其官网上发布²。

3) 联邦公开市场委员会（FOMC）是美联储系统中负责制定货币政策的机构，其成员由 12 位票委组成，包含理事会的 7 位成员、纽约联储主席、其余 11 位地区联储主席中的 4 位（轮值任期一年）。所有 12 位地方联储主席均出席 FOMC 会议并参与相关讨论，但只有是轮值 FOMC 成员的地方联储主席才能对货币政策决定拥有投票权。

¹ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/the-fed-explained.htm>

² <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>

图表 1 美联储系统概况

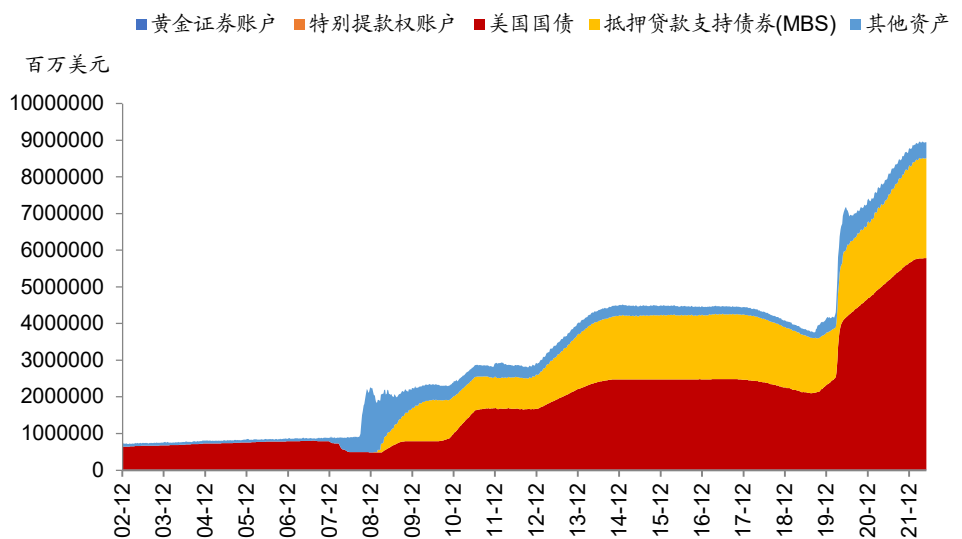


资料来源：美联储，华安证券研究所

1.2 美联储资产负债表分项解构

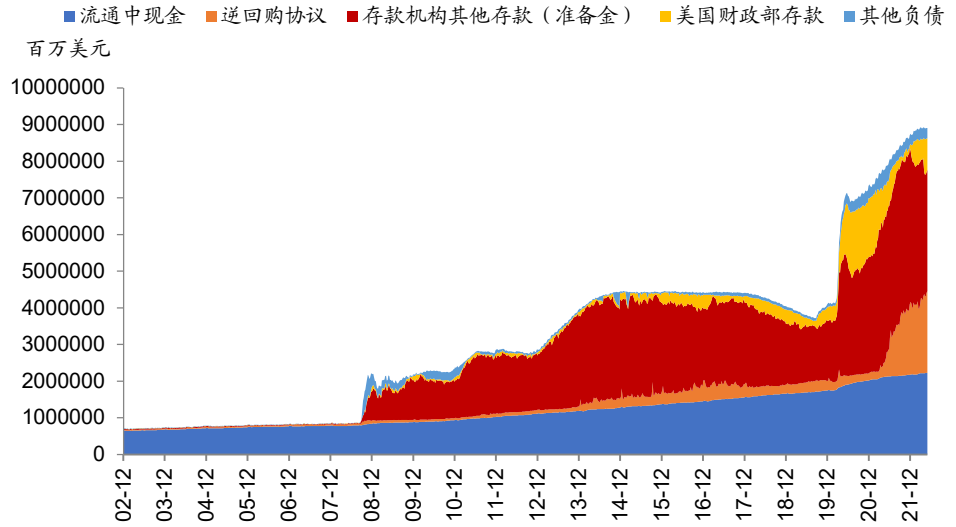
2008 年以前，美联储资产负债表规模不足一万亿美元，资产端主要是国债，负债端主要是现金，构成较为简单。自 2008 年金融危机以来，美联储大规模实施 QE 等非常规货币政策，资产负债表开始迅速扩大，资产负债表的构成也越发复杂。2017 年虽然实施了缩表，但缩表并未达到原先预定目标，其绝对规模仍旧处于 3.8 万亿美元的高位水平。2020 年新冠疫情发生以来，为了支撑经济发展，美联储的资产负债表规模更是在短短 2 年时间内翻倍。

图表 2 美联储资产负债表资产端变化



资料来源：美联储，华安证券研究所

图表 3 美联储资产负债表负债端变化



资料来源：美联储，华安证券研究所

图表 4 美联储资产负债表（百万美元，截至 2022 年 6 月 2 日）

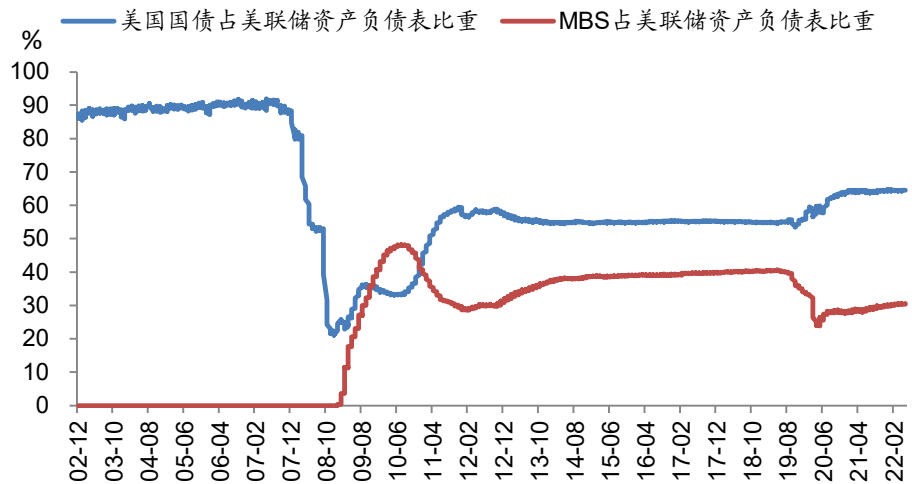
资产端			负债端		
分项	金额	占比	分项	金额	占比
黄金证券账户	11037	0.12%	联储票据、联储银行持有净额（流通中现金）	2230448	25.02%
特别提款权账户	5200	0.06%	逆回购协议	2230540	25.02%
硬币	1268	0.01%	存款	4385825	49.20%
证券、未摊销证券溢价和折扣、回购和贷款	8813876	98.87%	存款机构定期存款	0	
持有证券	8480572	95.13%	存款机构其他存款	3357395	37.66%
美国国债	5770779	64.73%	存款机构其他存款	780575	8.76%
短期国债 (Bills)	326044	3.66%	美国财政部存款	7707	0.09%
中长期名义国债	4973358	55.79%	外国机构存款	240149	2.69%
中长期通胀指数国债	382966	4.30%	其他存款	285	0.00%
通胀补偿债券	88410	0.99%	延期可用现金项目	17940	0.20%
联邦机构债券	2374	0.03%	美国财政部对信贷部门的注资	8398	0.09%
抵押贷款支持债券 (MBS)	2707446	30.37%	其他负债和应计股息		
持有的未摊销证券溢价	337126	3.78%	总负债	8873436	99.53%
持有的未摊销证券折扣	-24487	-0.27%			
正回购协议	0				
贷款工具	20665	0.23%			
商业票据融资便利工具 IILLC 净组合持仓 (CPFF)	0				
企业信贷融资便利工具 LLC 净组合持仓	0		资本账户		
主街贷款计划便利工具 LLC 净组合持仓	26676	0.30%	实缴资本	34829	0.39%
市政债流动性便利工具 LLC 净组合持仓	5536	0.06%	资本账户结余	6785	0.08%
有期资产支持证券贷款便利工具 IILLC 净组合持仓 (TALF)	2195	0.02%	其他资本账户	0	
托收中项目 (在途资金)	144	0.00%	全部资本	41614	0.47%
银行不动产	633	0.01%			
中央银行流动性互换	183	0.00%			
外币计价资产	18660	0.21%			
其他联储资产	29651	0.33%			
总资产	8915050	100%	总负债和总资本	8915050	100%

资料来源：美联储，华安证券研究所

1. 美联储资产端重要分项

1) 持有证券。作为美联储资产端的最主要内容，持有证券 (Securities held outright) 占美联储资产端的比重为 95.13%，其主要包含两部分：一是美国国债，截至 2022 年 6 月 2 日，美联储共持有 5.77 万亿的美国国债，占比最高的是中长期国债；二是抵押贷款支持证券 (MBS)，目前规模是 2.7 万亿美元，占比超过 30%。自 2008 年金融危机以后，由于触及零利率下限，传统的货币政策已经到达极限，美联储开启了非常规货币政策，在二级市场上实施大规模资产购买，开启了多轮量化宽松 (QE)，并将 MBS 纳入购买范围，使这两项最终成为美联储最主要的金融资产。具体来看，在国债中，短期国债占比 5.65%，中长期名义国债占比 86.3%，中长期通胀指数国债占比 6.6%，通胀补偿债券占比 1.48%。MBS 方面，其底层资产是房地美等机构发行的住房抵押贷款。

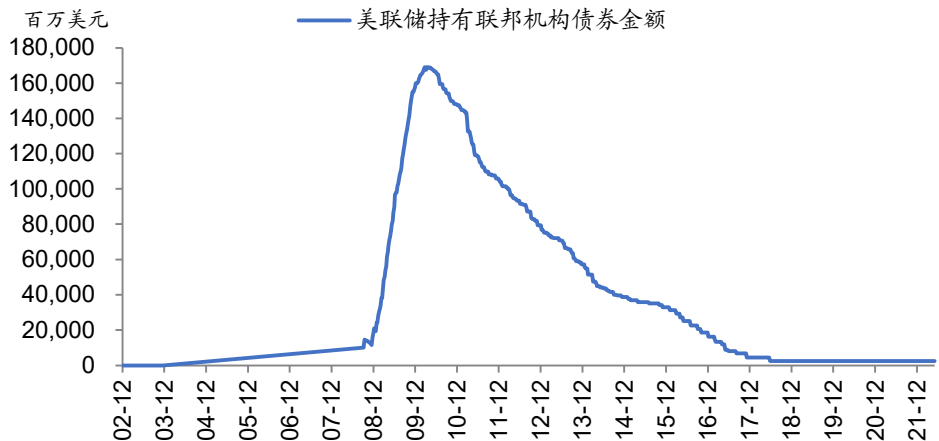
图表 5 美联储国债与 MBS 占资产负债表比重



资料来源：美联储，华安证券研究所

此外还有一小部分联邦机构债券，该项绝对量比较小，仅有几十亿美元。这些联邦机构债券代表的是政府支持的诸如房利美 (联邦国民抵押贷款协会)、房地美 (联邦住宅贷款抵押公司) 以及吉利美 (全国抵押贷款协会) 等机构发行的债务。在 2008 年金融危机后美联储购买了较多的联邦机构债券，当前持有的主要是过去购买的剩余。

图表 6 美联储持有的联邦机构债券数量



资料来源：美联储，华安证券研究所

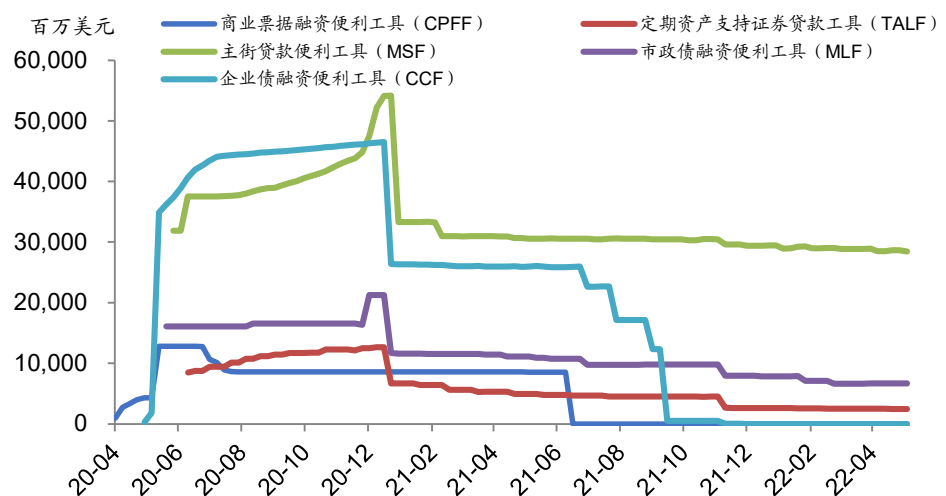
2) 持有的未摊销证券溢价/折扣。美联储目前持有的证券都是以面值计算的，这意味着美联储需要按照市值的变动对相关项目金额进行调整。具体而言，若美联储购买债券时，债券价格高于面值（溢价购买），那么需要根据时间的变动摊销其相对于面值的溢价部分；相反，如果美联储购买债券时债券价格低于面值（折扣购买），那么这部分折价也需要随着时间的变动逐步摊销，表现在资产端是负值。因此，这两项体现的是债券面值与市值之间的差被摊销的部分。具体的摊销方法上，美国国债和联邦机构债券使用的是直线摊销法，即每一期的摊销量是恒定的。而 MBS 则是以每一期的实际利息为基础进行摊销，若收到本金偿付，会加速摊销。

3) 正回购协议。与我国相反，美国的正回购协议是向市场投放流动性的过程，期限一般都比较短（隔夜、双周等），当前美联储正回购协议的余额为零，这主要是因为美联储大规模扩表后，美国银行间市场流动性较为充裕。

4) 贷款。这一项在美联储提供的简化版资产负债表上并未体现，主要包含一级贷款（Primary credit）、二级贷款（Secondary credit）、季节性贷款（Seasonal credit），这些是美联储传统的贴现窗口工具。此外贷款项还包含了美联储为应对次贷危机而创设的其他贷款工具，如一级交易商信贷便利（Primary Dealer Credit Facility），工资保障计划流动性工具（Paycheck Protection Program Liquidity Facility）以及其它贷款工具（other credit extensions）。从实际效果上来看，无论是传统的一级贷款等窗口贴现工具，还是美联储新创设的其它贷款工具，都是不同的金融机构使用抵押品去向美联储申请流动性支持，美联储履行的是“最后贷款人”的职责，区别仅在于针对的对象不同而已。当前贷款余额占美联储的资产负债表规模仅有 0.23%。

5) 各特殊目的实体的净组合持仓。根据《联邦储备法》第 13 条第 3 款，美联储在获得财政部批准后可以创建特别融资工具。2008 年金融危机以及 2020 年新冠疫情爆发后，美联储为了快速对各种类型的金融机构进行救助，缓解流动性危机，除了创设新型贷款工具之外，还设立了不同类型的特殊目的实体以支持金融机构。目前美联储资产负债表中包含商业票据融资便利工具（Commercial Paper Funding Facility）、企业债融资便利工具（Corporate Credit Facilities）、主街贷款便利工具（Main Street Lending Program Facilities）、市政债融资便利工具（Municipal Liquidity Facility）、定期资产支持证券贷款工具（Term Asset-Backed Securities Loan Facility）这五项工具，特殊目的实体的设立是由美国财政部出资，而美联储则是负责向 SPV 提供相关信贷。目前 CPFF、CCF、MSF、MLF、TALF 的余额分别为 0、0、267 亿美元、55.3 亿美元、21.9 亿美元。

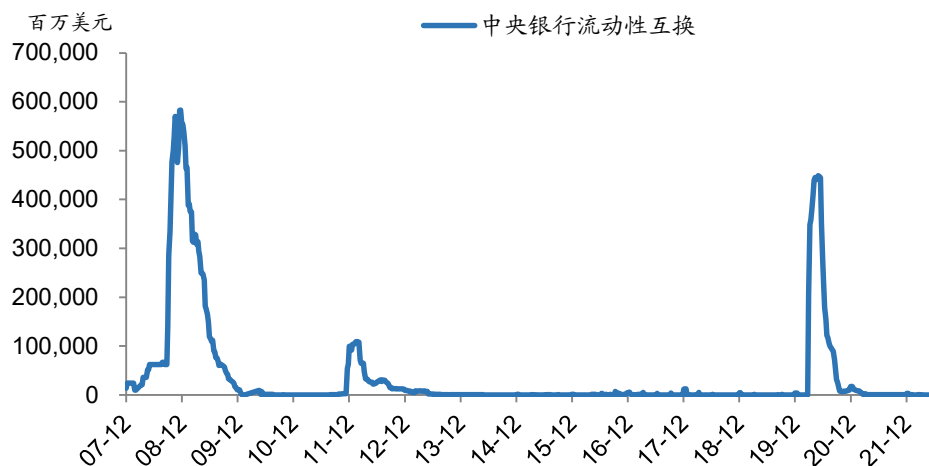
图表 7 疫情发生后美联储各类 SPV 工具净额



资料来源：美联储，华安证券研究所

6) 中央银行流动性互换。由于美元是全球主要货币，美联储会与其他国家、地区的中央银行开展流动性互换（Central bank liquidity swaps），这是美联储向离岸美元市场提供流动性的重要方式，可以有效降低离岸美元的融资难度。该工具于 2007 年 12 月 12 日创立，开始只是为应对金融危机的临时措施，初始交易对手为欧洲央行等 14 家央行，在 2008 年至 2013 年期间，余额最高峰时将近 6000 亿美元。2013 年 10 月美联储与欧央行、英格兰银行等 5 家央行达成了长期货币互换协议，这意味着该项工具已经升级为长期工具。在新冠疫情期间，该项工具发挥了巨大作用，美联储累计向数十个国家的央行提供了超过 4000 亿美元的流动性，极大的缓解了全球美元短缺问题。当前该项余额仅剩 1.83 亿美元。

图表 8 金融危机以及新冠疫情初期央行流动性互换使用较多

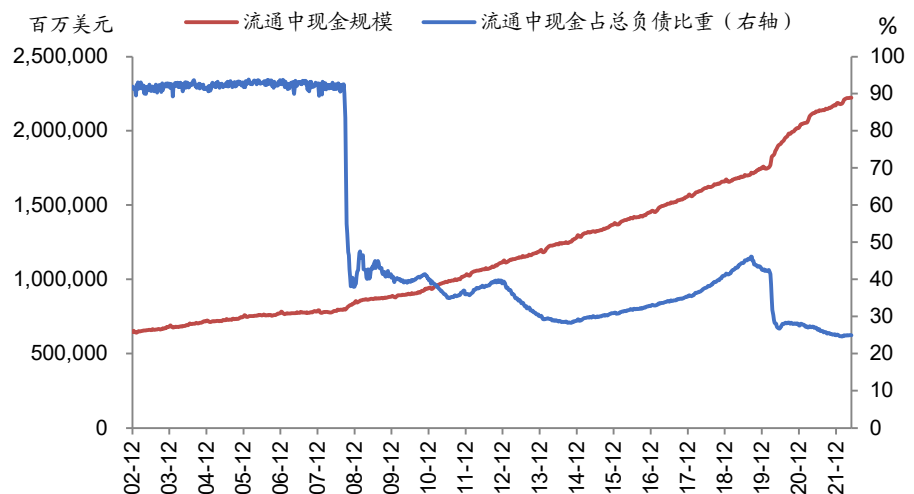


资料来源：美联储，华安证券研究所

2. 美联储负债端重要分项

1) 联储票据、联储银行持有净额（流通中现金）。作为美国基础货币的重要形式，该项反映的是美联储发行的现金中减去存放在银行系统中的现金。当前该项在美联储的负债端占比约为 25%，其中一半是在海外流通。2008 年之前，该项是负债端最重要的分项。但随着扩表的实施，其在负债端的占比逐渐降低，不过绝对数量仍有增长。

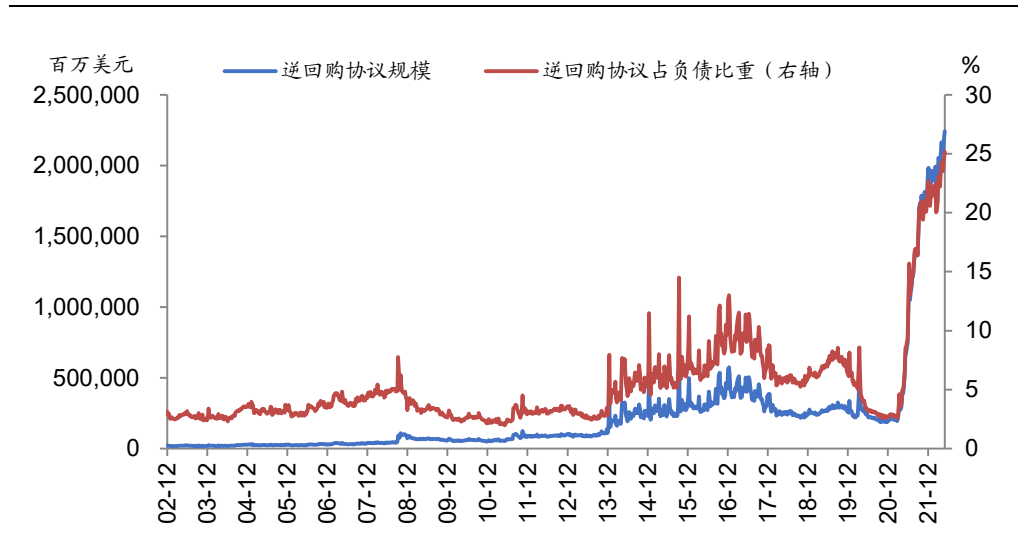
图表 9 金融危机后流通中现金占负债比重降低



资料来源：美联储，华安证券研究所

2) 逆回购协议。同资产端的正回购相对应，美联储使用逆回购协议工具（Reverse repurchase agreements）向市场上回收流动性，主要方式是通过出售美联储所持有的相关证券（美国国债、MBS 等）给相关对手方（如市场上的非银行金融机构、海外央行、国际机构等），从而达到将美元资金存放在美联储账户上的目的，通过这一工具美联储可以很好地调节金融市场上美元的数量。逆回购的期限一般为隔夜，美联储会提供一定的利息，并以此作为其利率走廊的下限利率，是美联储控制短期利率的重要举措。2021 年 7 月份以来，逆回购规模快速攀升，显示当前美国金融体系内流动性非常充足。

图表 10 2021 年后美国逆回购规模快速攀升



资料来源：美联储，华安证券研究所

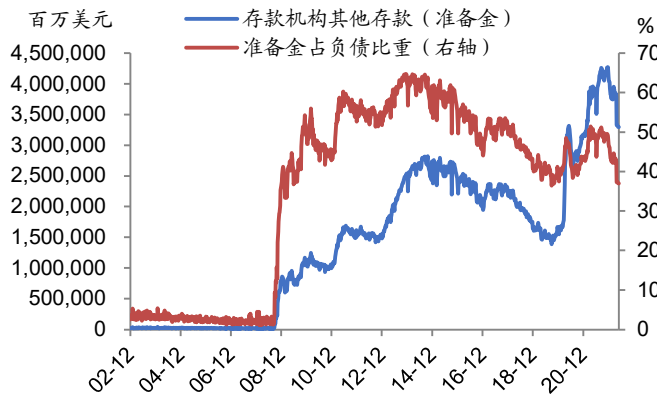
3) 存款。作为美联储负债端最重要的项目，存款项（Deposits）占比将近一半，包含存款机构定期存款、存款机构其他存款（准备金）、美国财政部存款、外国机构存款、其他存款 5 项内容，其中最重要的是存款机构其他存款与美国财政部存款。具体来看：

存款机构其他存款（Other deposits held by depository institutions）即我们通常意义上的准备金，在 2020 年之前，美联储要求各银行留有一定比例的准备金在美联储账户上，但是疫情爆发后美联储取消了这一要求，因此在美国已经不存在超额存款准备金。在金融危机前，美联储使用的是稀缺准备金操作框架，该项数量一直较少，但是伴随着扩表的进行，该项的数量持续扩张，目前达到了 3.36 万亿美元的规模。而美联储为准备金提供的利率（IORB）是美联储当前利率走廊的上限。

美国财政部存款（U.S. Treasury, General Account, TGA）体现的是美国财政部在美联储开设的一般账户规模，美国财政部所有的资金往来（如税收、国债发行等）都是通过该账户进行的，且美联储不会对其中的款项支付任何利息，这也是与其他负债项目的一个不同点。一般而言，当美国财政部支出增加时，该项数额会有所减少；而当美国财政部收税或者发行债券时，该项数额会有明显增加。2020 年疫情发生后，该项的数量有了明显增加，且由于疫情期间的财政政策是直接派发给居民，因此该项的变化对于美国金融市场的流动性以及货币政策传导都有较为明显的影响。当前美国财政部存款规模约为 7800 亿美元，较疫情初期有了较为明显的下降。

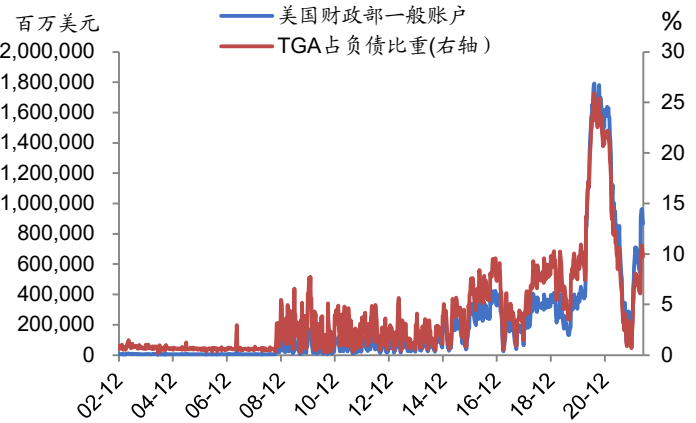
其他存款项主要包含国际组织（如国际货币基金组织、世界银行等）、政府支持企业（GSE，如房地美、房利美等）以及金融市场中的基础设施公司（如芝加哥商品交易所、衍生品清算机构 OCC、证券清算公司 NSCC 等）存放在美联储账户上的存款，目前规模约为 2400 亿美元，占总负债规模的 2.69%。

图表 11 美国当前准备金规模较高



资料来源：美联储，华安证券研究所

图表 12 美国财政存款近期有所降低



资料来源：美联储，华安证券研究所

4) 美国财政部对信贷部门的注资。该项对应的是资产端的各类特殊目的实体的融资便利工具 (MLF、CPFF 等)，体现的是财政部为设立这些 SPV 的出资额，当前该项金额约为 180 亿美元。

2 美联储缩表机制与影响分析

为更加准确的刻画美联储缩表对美国金融市场各参与主体的影响，我们参照纽约联储近期发表在《自由街博客》上的研究³，以简化版的资产负债表形式，来分析美联储缩表对美国私营部门流动性的影响。

2.1 美联储、美国财政部、银行、货币基金四方参与模型

在美国金融市场中，涉及到美国国债交易的主要的参与者是美联储、美国财政部、银行以及货币基金，因此我们首先从四方的资产负债表出发讨论当美联储缩减其资产负债表时的变化。

根据上一部分对美联储资产负债表的分析，美联储当前资产负债表中的资产端主要资产为美国国债与 MBS，这也是美联储后续缩表的主要项。因此可以使用一个较为简化的资产负债表（仅包含与缩表紧密相关内容）来进行分析。具体来看：

美联储：资产端为美国国债，负债端为银行准备金、财政部存款 (TGA) 以及货币市场基金持有的 ONRRP (隔夜逆回购用量)。

美国财政部：资产端为放在美联储账户上的余额 (TGA)，负债端为美国国债。

银行：资产端为准备金以及国债，负债端则为货币市场基金所持有的存款 (如交易存款以及在批发融资市场上的隔夜和定期存款)。

货币基金：资产端主要为美国国债、存放在银行系统的存款以及对 ONRRP 工具的投资，负债端则主要为家庭部门所持有的基金份额。限于规定，货币基金在美联储的账户中只能投资于 ONRRP 工具 (到 2021 年底，可以使用该项规定的货币基金约占全部货币基金管理资产规模的 80%)。

³ <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/04/the-feds-balance-sheet-runoff-and-the-on-rrp-facility/>
<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/04/the-feds-balance-sheet-runoff-the-role-of-levered-nbfis-and-households/>

图表 13 四部门简化版资产负债表

美联储		美国财政部	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债	银行准备金 TGA ONRRP	TGA	国债

银行		货币基金	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债 准备金	存款	国债 存款 ONRRP	基金持有者份额

资料来源：纽约联储，华安证券研究所

当前美联储缩表的主要方式是在其持有的国债主动到期后，不再进行再投资。假设此时美国财政部不再发行新的债券，则其需要用其在美联储的存款（TGA）偿付相关的债券，那么美联储的资产负债表中的资产（国债）与负债（TGA）同时减少，资产负债表缩减得以实现。整体过程如下图所示：

图表 14 美联储和美国财政部资产负债表同时缩减

美联储		美国财政部	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债-1	银行准备金 TGA -1 ONRRP	TGA -1	国债-1

资料来源：纽约联储，华安证券研究所

为更直观简单地观察美联储缩表时对金融机构的影响，假设当美联储持有 1 单位的国债到期时，美国财政部会发行 1 单位的新国债，且新国债的发行时间与到期旧国债的期限是一致的，在此期间美国财政部的资产负债表规模保持不变。分别考虑银行、货币基金购买新发行国债时的情形：

1) 银行购买新发行国债

当银行向美国财政部购买新发行国债时，需要使用存放在美联储负债端账户上的准备金来进行支付，此时对于银行来说，其资产端的项目有所变动，国债资产增多，准备金减少，资产结构发生了变化。

财政部的资产负债表上，收到了银行支付的现金，整体资产负债表规模没有发生变化。

美联储的资产负债表上，其资产端（国债）与负债端（准备金）同时减少，资产负债表规模实现了缩减。

图表 15 银行购买新发行国债时各部门资产负债表变化

美联储		美国财政部	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债-1	银行准备金-1 TGA ONRRP	TGA	国债

银行		货币基金	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债+1 准备金-1	存款	国债 存款 ONRRP	基金持有者份额

资料来源：纽约联储，华安证券研究所

2) 货币基金购买新发行国债

当货币基金购买新发行国债时，可以使用两种方式提供资金：一是使用银行存款，二是减少对 ONRRP 工具的投资，或者两个方式一起使用。假设货币基金混合使用两种方式：

在货币基金的资产端，其存款和 ONRRP 余额减少，国债金额增加，其资产负债表的构成发生了改变。对于银行而言，其资产（准备金）和负债端（存款）同时发生了减少。同上文一样，美国财政部的资产负债表在此过程中没有变化。美联储的资产负债表中，资产与负债同时缩减，但缩减的负债包含了准备金与 ONRRP 两项。而在实际的缩表过程中，由于美国的货币基金主要是政府型基金，不被允许使用存款来购买国债，因此大部分还是通过减少 ONRRP 的投资来进行购买。

图表 16 货币基金购买新发行国债时各部门资产负债表变化

美联储		美国财政部	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债-1	银行准备金-0.5 TGA ONRRP-0.5	TGA	国债

银行		货币基金	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债 准备金-0.5	存款-0.5	国债 +1 存款-0.5 ONRRP-0.5	基金持有者份额

资料来源：纽约联储，华安证券研究所

若银行与货币基金同时购买新发行国债，其基本机制是上述两种情形的综合，即银行与货币基金的资产端结构同时发生改变，且银行的资产负债表有所缩减。在此过程中美联储的资产负债表中的负债端不同分项的减少数量有所不同。

2.2 美联储、银行、货币基金、非银机构、居民五方参与模型

在上述的模型中我们可以看见，美国财政部的资产负债表没有变化，而在美国的市场上，近几年非银机构（对冲基金等）越来越多参与，居民部门也会参与其中，因此可以假设一个没有财政部在内的更多参与主体的模型，以更贴近现实。

参考上一个模型中的设定，构建一个与美联储缩表紧密相关的简化版资产负债表：

图表 17 五部门简化版资产负债表

美联储		银行	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债	银行准备金 ONRRP	国债 准备金 逆回购 贷款	存款

货币基金		非银机构	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债 逆回购 ONRRP	基金持有者份额	国债	回购 贷款 客户资金

居民部门	
资产端	负债端
国债 存款 基金份额 现金余额	贷款 净资产

资料来源：纽约联储，华安证券研究所

美联储的资产负债表中，与上一个模型的不同之处在于没有财政部的参与，因此负债端没有财政部存款。

银行的资产负债表之中，资产端包含国债、准备金、与非银机构的逆回购（即通过接收抵押品融出资金）以及居民的贷款，资产端包含存款。

货币基金方面，资产端包含国债、与非银金融机构的逆回购（与银行相同）以及对 ONRRP 工具的投资，与上一个模型相比，此处的货币基金资产端不再考虑在银行的存款，这是因为现实中主要的货币基金都是政府型基金，不允许持有存款。负债端仍是基金持有者份额。

非银机构方面，主要是对冲基金以及共同基金、养老基金等机构，前者需要通过杠杆来为其融资（如在回购市场上借款），后者则主要使用居民的资金等进行投资。因此非银机构的负债端主要是回购、贷款以及客户资金。资产端主要为国债。

居民部门方面，资产端主要是国债、在银行的存款、基金份额以及现金，负债端主要为贷款，资产减去负债的净额为净资产。

在上个模型中已经分析了银行以及货币基金在美联储缩表时资产负债表的变化，我们接下来重点观察杠杆化的非银机构（对冲基金等）、居民部门购买新发国债的变化：

1) 杠杆化的非银机构（对冲基金等）购买新发行国债

当对冲基金等非银机构去购买新发国债时，其可以向银行以及货币基金融资（假设各借一半，以回购方式融入），并以新发的国债作为抵押。此时非银机构的资产负债表是扩张的，其资产端增加了1单位的国债，负债端增加了1单位的回购。银行方面，其资产负债表规模没有发生变化，但是资产端的构成发生了变化，其准备金减少，回购融出资金增加。同样的，货币基金亦是如此，其资产端的构成发生变化，ONRRP工具投资减少，回购融出投资增加。当然，一些货币基金也可以动用其在银行的存款借给对冲基金，这时银行的资产负债表会有所缩减。

上述模型中，由于仅考虑对冲基金等非银机构购买新发国债，这些机构是通过回购融资来购买国债的，此时的整体金融杠杆率会有所增加。而如果考虑到养老基金等加入，这些机构是没有杠杆的，也可以通过出售资产或者使用居民资金来进行购买。

图表 18 对冲基金等购买新发国债时各部门资产负债表变化

美联储		银行	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债-1	银行准备金-0.5 ONRRP -0.5	国债 准备金-0.5 逆回购+0.5 贷款	存款
货币基金		非银机构	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债 逆回购+0.5 ONRRP-0.5	基金持有者份额	国债+1	回购+0.5 贷款+0.5 客户资金
居民部门			
资产端	负债端		
国债 存款 基金份额 现金余额	贷款 净资产		

资料来源：纽约联储，华安证券研究所

2) 居民部门购买新发行国债

现实中，居民部门内部差异极大，富裕的居民部门可以投资对冲基金，大部分普通居民会把钱存在银行或者购买货币基金份额。因此当居民部门购买1单位新发行国债时，其可能取出在银行的存款、赎回货币基金的份额或者对冲基金的份额，考虑到个体数量，我们假设三个部分分别减少0.5、0.25、0.25个单位，

此时居民部门的资产负债表规模没变，但是其资产端的比例发生了变化，国债增加、银行存款、货币基金份额以及对冲基金份额减少。货币基金方面，其资产负债表发生了收缩，资产与负债同时减少0.25个单位。非银机构（对冲基金）方面，由于其高度杠杆化投资特性关系，在居民赎回份额之后，我们假设其向银行借款以弥补负债端的损失（也可向货币基金借款，简单起见此处不考虑），此时其负债端构成发生变化，总体资产负债

表规模不变。银行方面的资产负债表缩减，其中资产端减少 0.5 个单位，相应的负债端居民的存款减少。由于银行借钱给对冲基金，因此其资产端结构发生改变，准备金减少更多，但是贷款增加，总体资产负债表缩减 0.5 个单位。

图表 19 居民部门购买新发国债时各部门资产负债表变化

美联储		银行	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债-1	银行准备金-0.75 ONRRP -0.25	国债 准备金-0.75 逆回购 贷款+0.25	存款-0.5
货币基金		非银机构	
资产端	负债端	资产端	负债端
国债 逆回购 ONRRP-0.25	基金持有者份额-0.25	国债	回购 贷款+0.25 客户资金-0.25
居民部门			
资产端	负债端		
国债+1 存款-0.5 基金份额-0.25 现金余额-0.25	贷款 净资产		

资料来源：纽约联储，华安证券研究所。注：此处现金余额对应非银机构的客户资金。

总体来看，上述两个模型基本刻画了美联储缩表对美国金融市场上各机构和部门的资产负债表影响，现实生活中，资金流动可能横跨不同的部门、机构。此外，美国财政部新发行的债券类型，也决定了货币基金是否可以持有这些证券，最终影响到美联储负债端减少的是 ONRRP 工具投资还是存款准备金。

3 我们需要担心美联储缩表吗？

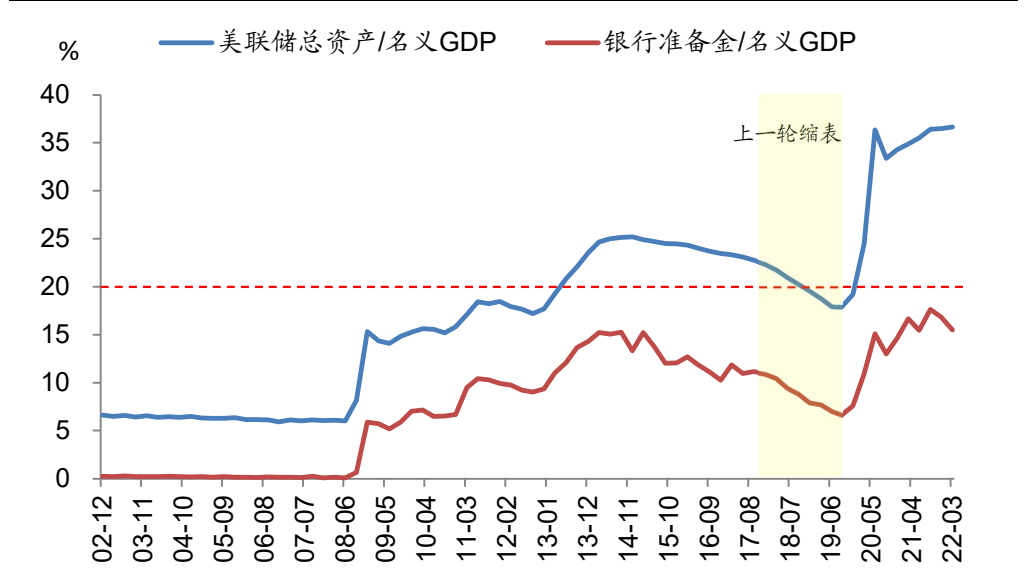
从前面两部分的分析中我们可以看到，当美联储缩表时，市场上的流动性整体减少，但是根据不同参与方的购买行为，会影响到不同机构的资产负债表项目，从而使得银行准备金以及 ONRRP 工具投资以不同比例来减少，最终对金融市场以及美国经济产生影响。

3.1 美联储此轮缩表规模有多大？

在 5 月份的 FOMC 会议上，美联储决定于 6 月 1 日开始正式实施缩表，初始每月缩减 300 亿美元国债与 175 亿美元 MBS，在 3 个月后达到每月缩减 600 亿美元国债以及 350 亿美元 MBS 的上限，并视情况可能主动出售 MBS。虽然鲍威尔并未就缩表的具体规模进行阐述，而是表示缩表具有高度灵活性，以应对经济形势的发展，但在缩减美联储资产负债表计划中，明确表示打算在准备金余额略高于其判断为充足准备金水平时放慢并停止缩减资产负债表。美联储理事沃勒（Christopher Waller）在 2021 年底表示美联储资产负债表的合意规模为名义 GDP 的 20%，而准备金应为名义 GDP 的 8%，美联

储主席鲍威尔也认为缩表将会持续大约 3 年。当前美联储的资产负债表规模将近 9 万亿美元，占美国名义 GDP 的 36%。若按照沃勒的标准以及鲍威尔的表态，那么接下来美联储需要削减大约 3-3.5 万亿左右美元(假设 22-25 年名义 GDP 增长为 8%、5%、5%)，按照当前的缩表速度，需要大约 3 年时间。但是考虑到当前美国经济增长动能已经在逐步放缓，若后续美国经济出现较大幅度的衰退，美联储预计将会随时调整其缩表规模。参考 2017 年上一轮的缩表经验，预计美联储此轮缩表总体规模可能难以达到该水平。

图表 20 美联储总资产、准备金占名义 GDP 比重



资料来源：美联储，华安证券研究所

3.2 美联储缩表对流动性及资产影响

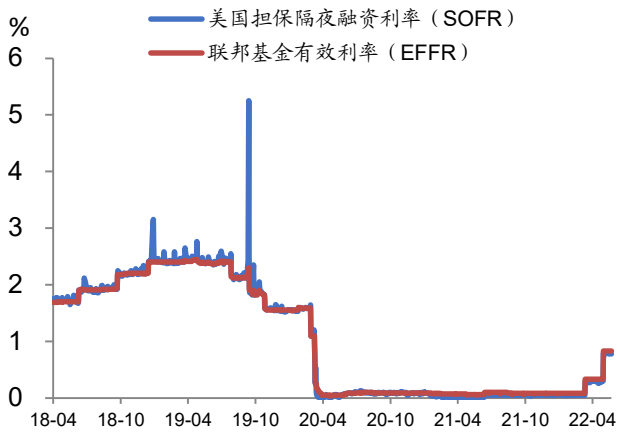
1. 对美元流动性影响不大，但需关注利率上行风险

对于美元流动性的影响可以从量价两个方面来进行分析：

1) 从“量”上看，根据我们在前两部分的内容分析可知，美联储缩表时，财政部新发的债券将全部由私人部门来承接，而此时私人部门需要消耗其在美联储账户上的资产来进行购买，目前来看主要是银行准备金以及 ONRRP 工具投资。截止到 2022 年 6 月 2 日，美联储负债端的银行准备金规模以及 ONRRP 工具投资分别为 3.36、2.23 万亿美元，金融市场上流动性非常充裕，即使按照每月 950 亿美元的上限进行紧缩，持续 3 年时间仍不会造成流动性问题。且美联储在吸取了 2019 年 10 月因缩表导致的流动性危机的教训后，于 2021 年 7 月设立了国内常备回购便利工具 (SRF)，进行每日隔夜回购，允许交易商们以美国国债、机构债券和 MBS 为抵押品从美联储获得资金，最大规模为 5000 亿美元。针对国外机构也建立了相应的机制 (FIMA)。因此总体来看，缩表短期内并不会从量上造成流动性的短缺。

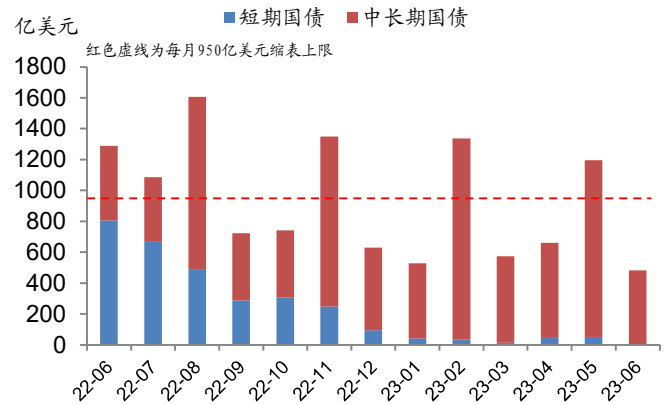
2) 从“价”上看，美联储缩表虽然不会造成流动性问题，但是流动性的减少会对金融市场上利率 (资金价格) 带来一定影响。从短期来看，流动性的减少会给短期利率带来一定的上行压力。从长期来看，美联储所持有的债券平均期限都较长，当美联储不再购买这些中长期国债时，市场上相关长久期资产的价格会有所下降，从而推动长期利率上行。此外紧缩周期一旦开启，投资者的预期也会发生改变，长期利率也会有一定提升。

图表 21 2019 年 9 月美国隔夜担保回购利率飙升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 美联储一年内到期国债期限结构



资料来源: 纽约联储, 华安证券研究所

2 对各类资产而言, 美联储缩表影响不一

历史上来看, 美联储共经历了多轮缩表⁴, 其资产负债表构成也发生了巨大改变, 货币政策的框架与思路也有较大区别, 因此在分析美联储缩表对于各类资产影响时, 我们主要参考 2017 年 10 月-2019 年 9 月缩表时的情况。

1) 对美股直接影响较小, 但后续美股基本面或将承压

对于美股而言, 缩表对于美股的直接影响较小, 整体的传导路径更可能是处于紧缩周期时的估值与情绪压制。在上一轮缩表周期中美股的表现相对比较好, 这一方面是因为上一轮缩表整体进行得较为温和, 美联储与市场的沟通比较充分; 另一方面美国经济恢复较好, 美股盈利也比较好, 资本也在不断回流美国。当前美国经济虽然复苏较为强劲, 但后续面临一定的下行压力, 叠加员工工资的不断上涨, 美股盈利预计会有较大压力。且目前通胀水平处于高位, 本轮缩表相较于上一轮更快更强, 在较快的加息配合之下, 我们预计后续美股仍有下行压力。

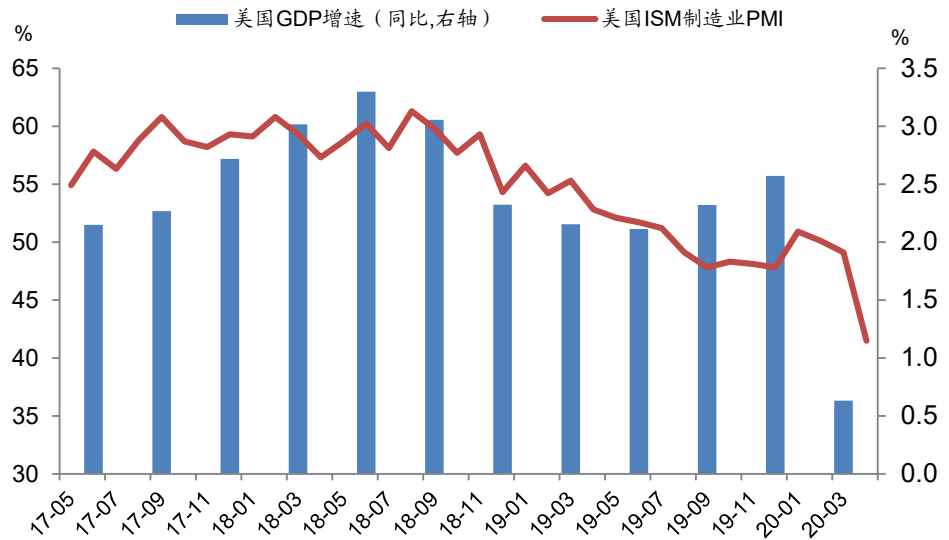
图表 23 上一轮美联储缩表期间美股表现较好



资料来源: Wind, 华安证券研究所

⁴ 具体可参见: *The Federal Reserve System's Weekly Balance Sheet since 1914*, C Bao, J Chen, N Fries, A Gibson, E Paine, K Schuler.

图表 24 上一轮美联储缩表期间美国经济先升后降

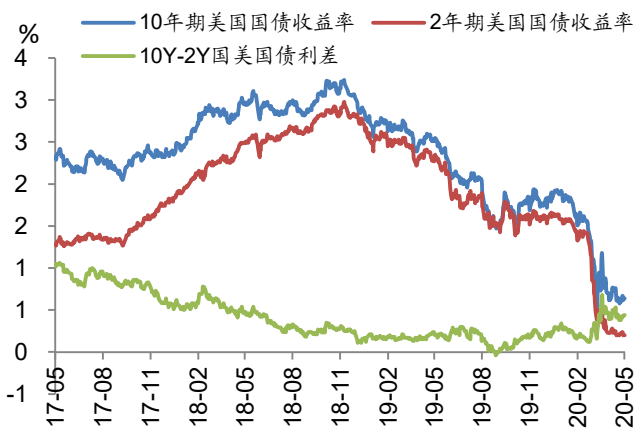


资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 短期对美债有一定的负面影响，对美债利率形成支撑，中长期则取决于美国经济增长情况

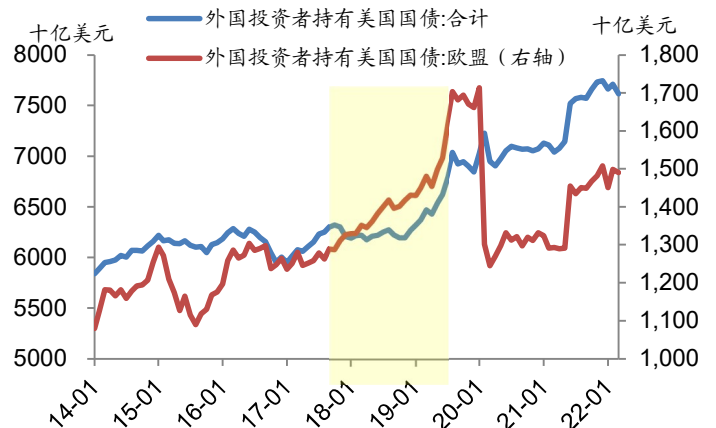
在上一轮缩表周期中，10年期与2年期美国国债利率在缩表初期出现一定程度的上行，但是后期则重归下行趋势，其拐点发生在18年11月份。这说明上轮缩表时美债利率曲线的决定性因素开始是因为不断紧缩的货币政策，后期则由于美国经济增速放缓，美联储停止加息，美债利率又重回下行趋势。理论上而言，当美联储缩表时，由于其卖出长久期的债券，会推升期限溢价，10年期美债利率应该相对上升更快。但在整个缩表周期内，10年期美国国债与2年期国债利差处于震荡下行状态，缩表似乎并没有导致10年期国债利率更快上升。我们认为原因可能有以下几点：一是2017-2018年美国共进行了7次加息，经济基本面较为强劲，短期通胀不断上行，从而推动了2年期美国国债收益率更快上行；二是缩表速度较为温和，对于市场影响有限；三是2017年美联储紧缩期间，较高的利率吸引了较多的资本回流美国。彼时欧央行还在进行扩表，欧盟购买了较多的美国国债，对于中长期美国国债利率有一定的压制作用。

图表 25 上一轮缩表期间美国



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 26 上一轮缩表期间外国投资者购买了较多美债



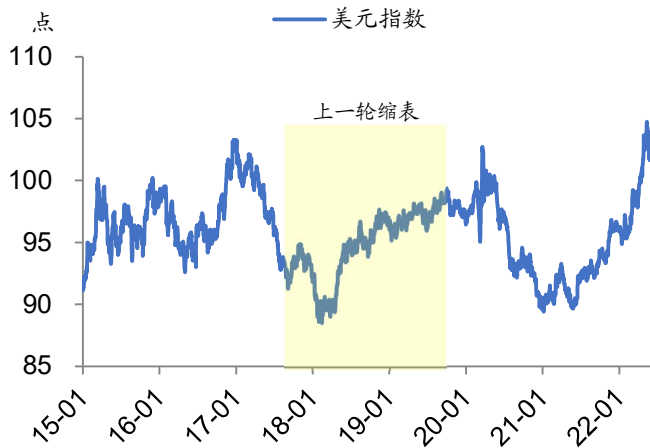
资料来源：Wind，华安证券研究所

相比于上一轮缩表,本轮美联储的紧缩力度更快更强,一方面规模是上一轮的两倍,另一方面本轮缩表预留的缓冲时间也会更少,叠加目前较快的加息步伐,短期内可能会对美债市场产生一定的负面冲击。从需求端来看,与上一轮缩表时期欧央行的宽松政策相反,欧央行行长拉加德已经表示将会于近期进行加息,再加上去年下半年以来诸多国家抢先美联储进行加息,外国资本对于美国国债的购买大概率将会减少,年初以来外国投资者持有美国国债数量已经在逐步减少,因此当前美国国债将会主要由美国国内的金融机构进行承接。从供给端来看,由于美国财政部账户盈余较多,且相关经济刺激计划已经逐步退出,当前美国财政部的发债需求有所降低,短期内不会造成市场上美国国债供给大量增加,综合来看短期对美债的负面冲击有限。中长期来看,随着美国经济增长动能的逐步减弱,美国通胀水平的下降,美联储紧缩力度也将会减弱,届时美国国债收益率的下行空间也将逐步打开。

3) 美元短期内将保持强势

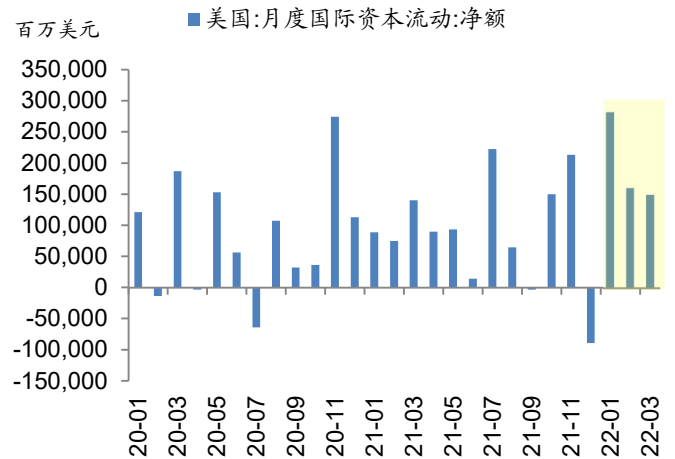
在上一轮缩表周期中,美元指数整体上涨,走势分为“上涨—下跌—上涨”三个阶段,这可能是加息与缩表预期利空出尽以及当时美国与欧洲经济的相对强弱变化所致。总体看下跌持续时间较短,在美债利率不断上升带动下,资本不断回流美国,使得美元不断走强,而新兴市场的资本市场则受到较大的下行压力。后续来看,美元指数中欧元的比重超过一半,由于受到俄乌冲突的影响,欧洲当前通胀压力高企,欧央行将不得不进行货币政策紧缩,欧洲经济复苏前景更加黯淡,衰退风险急剧增加。美国经济增长速度虽然也在逐步放缓,但相较于欧洲仍较优,此外美国国债收益率的上涨也将会吸引一部分资本回流,从而对美元指数形成支撑。因此短期来看,美元将会保持强势,中长期则取决于美国经济基本面以及美联储的货币政策。

图表 27 美元指数走势



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 28 近期资本回流美国较多



资料来源: Wind, 华安证券研究所

4) 大宗商品与黄金价格主要取决于经济基本面

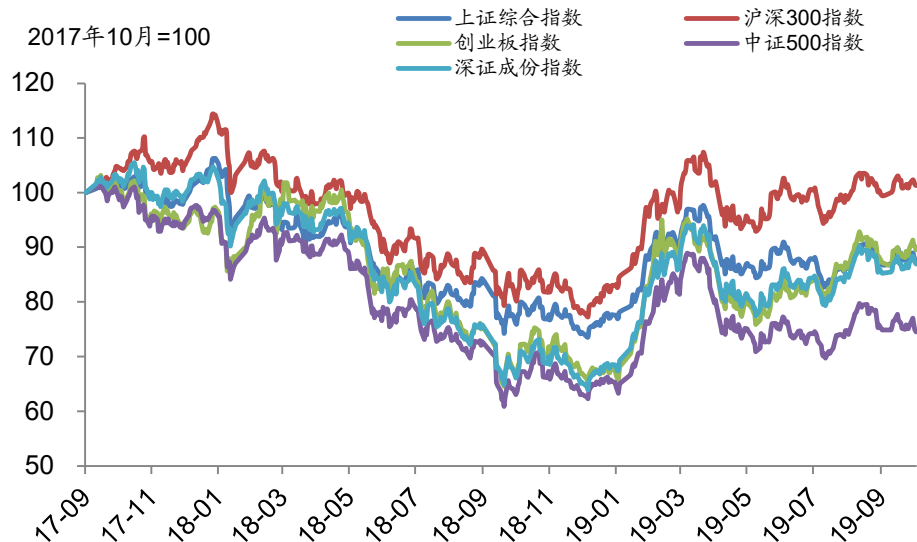
缩表作为数量型的紧缩工具,对于大宗商品以及黄金的价格影响很小。后续来看,由于俄乌冲突等地缘政治风险短期内难以快速消除,原油、粮食等商品短期内供需关系无法得到有效改善,短期内价格预计将保持高位震荡。中长期来看,随着全球主要央行的紧缩性货币政策逐步发挥作用,通胀逐步走低以及经济增长动能放缓,大宗商品的需求将会减少,整体的供需缺口有望收敛,价格大概率迎来回落。黄金方面,受到高通胀以及地缘政治导致的避险需求提振,黄金价格短期内预计将保持高位,后续待通胀回落以及避险需求下降,价格下行空间将逐步打开。

5) 缩表对我国影响总体较小

人民币汇率方面，美联储缩表期间，美债利率不断提升，带动大量资本回流美国，会对我国的汇率造成一定的扰动。但是对我国而言，人民币汇率的决定因素是经常账户的顺差项目，这取决于我国整体的经济情况，中美利差造成的影响比较小。（可参考报告《中美利差倒挂：复盘、成因与后续影响》）

资本市场方面，美联储缩表主要是通过资本流出对我国的债市以及股票市场产生间接影响。对于债券市场而言，资本回流美国会带动投资于我国债券市场的资金减少，但是目前我国债券市场投资者中外资占比不到 5%，因此负面影响很小，债券市场的走势主要取决于我国基本面。对股市而言，美联储缩表一方面会造成部分外资流出，另一方面也会在估值上对于相关权益类资产产生压制。年初以来外资不断流出，A 股市场也发生了一定调整。后续来看，我们认为随着缩表的落地，相关风险已经被逐步消化。随着我国相关稳增长的措施出台落实，上海等地疫情受控，复工复产的稳步推进，我国经济基本面将会逐步改善，A 股也有望企稳反弹。

图表 29 上一轮缩表期间 A 股先跌后涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

- 1、国际局势紧张引发通胀超预期：俄乌冲突未见缓解导致国际大宗商品价格持续上涨，推动全球物价上涨。
- 2、新冠疫情形势大幅恶化：病毒新变种出现导致全球经济体出现新一轮封锁，造成经济活动大幅放缓。

分析师与研究助理简介

分析师: 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。