

美联储缩表节奏灵活性较强，对流动性冲击总体可控

研究发展部分析师 白雪

事件：6月1日，美联储正式开启缩表。按照美联储5月议息会议公布《美联储资产负债表缩减计划》，将通过调整系统公开市场账户（SOMA）所持证券的本金支付再投资金额，以可预测的方式逐步减少美联储的证券持有量。6-8月，每月最多减持475亿美元的美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券（MBS）；9月开始，每月削减的最大总金额将增加到950亿美元；后续美联储将根据经济和金融市场的发展调整缩表计划。相较于加息这一“价格型”货币政策，缩表作为“数量型”货币政策，将对美国金融市场的流动性造成什么影响？对我国资本市场、人民币汇率影响程度如何？

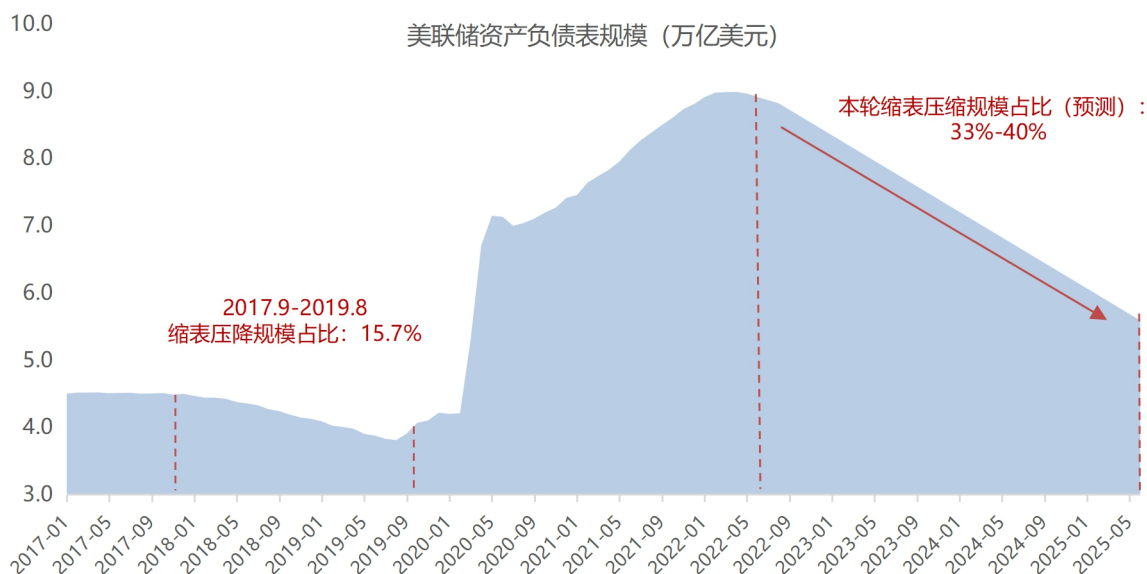
对此，东方金诚解读如下：

一、高通胀压力将令本轮缩表在节奏与力度上明显快于上一轮，但缩表作为配合加息的辅助政策工具，实际执行节奏将受到通胀、经济、就业及金融市场走势的影响，今年缩表力度可能较大，但明年存在放缓的可能性。

与2017年10月上一轮缩表相比，本次缩表的初始规模达到8.9万亿美元，是上一轮的2倍多；此外，本次缩表的宏观背景也与上一轮存在较大差异，尤其是通胀水平显著更高，5月美国CPI通胀率在8%以上。庞大的资产负债表基数、历史性的高通胀压力，决定了本次缩表的节奏要远快于上一轮。资产负债表规模将以更快的比例下降：上一轮缩表从在22个月内，资产负债表规模共下降约7000亿美元，降幅为15.7%；而按照本次公布的缩表计划，下降同等比例，只需要16-17个月。

本轮缩表的持续时间及最终压降规模，当前美联储尚未给出具体指引，存在较大的不确定性。不过，美联储理事沃勒在2021年底曾表示，美联储资产负债表的合意规模为名义GDP的20%，准备金应为名义GDP的8%，美联储主席鲍威尔认为缩表将会持续大约3年。若按此标准，以当前资产负债表规模及美国名义GDP数据计算，本轮缩表共需压缩3-3.5万亿美元，约占当前资产负债表规模的三分之一到四成。但考虑到当前美国经济增长动能已开始逐步放缓，若后续美国经济增长出现较大压力，预计美联储将随时调整缩表规模，故本轮缩表总体规模可能难以达到该预测水平。

图1 本轮美联储缩表节奏明显加快



数据来源: WIND, 东方金诚

由此, 未来缩表的实际执行节奏将呈现出较大的灵活性。考虑到利率仍是美联储调整货币政策立场的主要手段, 缩表作为辅助手段, 与加息存在一定的替代关系, 意味着缩表节奏必然将与加息节奏形成配合。因此, 决定实际缩表节奏的因素与加息相同, 主要有三方面: 即通胀走势、经济增长与就业形势, 以及资本市场稳定状况。考虑到短期内美国通胀仍将保持高位, 但就业状况仍然较为强劲、经济衰退风险可控, 且前期美国资本市场对政策收紧的冲击已有所消化, 接下来出现崩跌的可能性不大, 我们认为, 今年年内, 美联储将快速加息至中性利率上方, 也意味着缩表将大概率会同步按照计划推进, 年底前资产负债表的^{最大}压降规模将在 5200 亿美元左右, 相当于压缩前资产负债表规模的 5.8%。但 2023 年, 若通胀压力缓和、经济衰退风险及就业压力明显加大, 为减少“硬着陆”冲击, 美联储将重新评估政策收紧节奏, 缩表节奏可能也将相应放缓——这也符合美联储 5 月议息会议上“将在快达到‘充足水平’时减缓缩表节奏”这一表述。

二、当前美国金融市场流动性充足、流动性应急工具与机制完善, 缩表对流动性的冲击总体可控。

与上轮一缩表时相比, 当前美国金融市场流动性更加充足, 这将有助于降低缩表带来的流动性扰动。当前美联储资产负债表在结构上与上一轮最大的不同, 在于当前负债端的隔夜逆回购协议 (即美联储针对特定金融机构, 主要是货币基金发行的美联储央票, 回收多余的流动性) 规模明显扩大: 截至 6 月 2 日, 隔夜逆回购余额为 2.23 万亿美元, 占美联储整体负债规模的 25% 左右。这表明货币市场具有大量冗余流动性。缩表之后, 若货币基金或者货基投资人承接国债, 将能够释放出等额的超额准备金, 从而形成流动性缓冲垫。根据目前的缩表路径计算, 理论上来说, 隔夜逆回购账户余额将能够对 2024 年之前缩表回收的全部流动性。

图 2 2021 年后美国隔夜逆回购协议规模快速攀升



数据来源：WIND，东方金诚

不过，需要指出的是，实际操作中，隔夜逆回购余额在多大程度上能够转化为流动性缓冲，将受到哪类私人金融机构（银行还是货币基金）去承接美债、以及新发行美债久期（根据美国证监会要求，货币基金只能投资于短期债权证券）等多重因素的影响和制约。考虑到未来两个季度，美国财政部对短期美债的净融资大幅压降，同时由于美债期限利差收窄，若货币基金投资人赎回后投资美债，中长期美债的性价比也将降低，以上两点均限制了货币基金渠道承接美债的需求。因此，不宜过分高估逆回购协议对于流动性的缓冲作用。

此外，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 月设立了常备回购便利工具（SRF），允许交易商以国债、机构债券和 MBS 为抵押品，以一定的利率从美联储获得资金，从而释放流动性。因此，总体来看，缩表在短期内很难造成流动性紧缺的局面。

三、缩表导致流动性减少，仍将推升金融市场利率的整体上行风险，尤其将对长端美债收益率构成支撑；缩表对美股直接影响较小，但后续美股基本面或将承压。

考虑到缩表在去年年底前就已开始酝酿，此前的预期调整对资本市场的冲击已基本消化。而 6 月缩表启动后，对资本市场的影响往往要在数月之后才会发酵，因此短期内对资本市场带来的增量扰动相对有限。不过，随着缩表的推进，虽不致造成流动性紧张，但仍会降低整体流动性，从而对金融市场利率形成上行压力。

对美债而言，由于美联储所持债券以中长期为主，随着缩表令美联储不再持有这些中长期国债，美债长端收益率将因此上行。5 月美联储公布缩表计划后，10 年期美债收益率曾冲高突破 3%，表明美

债定价中已部分体现了市场对于缩表的预期。当前，在缩表初期，市场可能仍暂时处于政策收紧与紧缩政策对经济带来的负面影响这一多空博弈状态，美债收益率高位震荡的可能性较大。但整体上看，若年内美联储按现有计划持续缩表，今年年内，10年期美债收益率在现有水平上的下行空间基本封闭。再往后看，2023年开始，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，届时美债收益率的下行空间可能将逐步打开。

对美股而言，缩表的直接影响较小，整体传导路径可能多为紧缩周期的估值与情绪压制。当前美国经济后续面临下行压力，对美国盈利造成较大压力，且本轮缩表与加息节奏较快，预计美股易跌难升，后续或仍有下行压力。

四、缩表对国内资本市场及人民币汇率的影响总体有限。

国内资本市场方面，缩表主要通过资本流出及情绪传导对我国债市及股市产生间接影响，总体看影响较小。

债市方面，考虑到国内货币政策“以我为主”，中美两国宏观经济周期也不一致，缩表对国内债市存在一定的情绪方面的传导效应。近期中美十年期国债利差倒挂，令国内债市出现一定幅度的资金净流出。然而，国内债券市场的外资持仓比例仅不足3%，这也决定了无论短期内外资流向如何，都不会对我国债市利率走势产生决定性影响。国内债市走势主要仍主要取决于我国货币政策及基本面。目前，基本面虽已进入修复过程，但内生修复动力并不强，而要实现经济增速回归潜在增长轨道，还需要政策继续加码发力，这意味着货币政策依然宽松在途。如降息预期再度发酵并最终落地，将驱动长端利率进一步下行。

股市方面，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相关权益类资产形成压制。年初以来A股市场发生了一定调整，但后续来看，随着缩表落地，相关风险预期已基本消化完毕，加之我国相关稳增长措施的出台落实，上海等地疫情得到控制，复工复产的稳步推进，我国经济基本面将会逐步改善，这对A股将形成支撑作用。

汇率方面，美联储缩表对人民币汇率直接影响有限，间接影响主要通过美元指数传导。若缩表扩大美欧国债利差，进而推高美元指数，那么人民币将面临一定被动贬值压力。反过来，若欧央行如期于7月启动加息，后续美欧货币政策差异缩小，美元指数再度冲高将会面临较大阻力，由此带来的人民币贬值压力将减弱，人民币汇率的主要驱动因素将主要是下半年国内经济运行态势、我国出口走势等基本面。整体上看，尽管受出口增速下行等因素影响，下半年人民币汇率面临一定贬值压力，但在国内经济韧性显现，货币政策坚持不搞大水漫灌支撑下，接下来人民币汇率突破前期低点的可能性不

大，年底前汇率中枢将在 6.7-6.8 之间，市场情绪也难现大幅波动。这在保持金融稳定的同时，有望更大程度发挥弹性汇率对宏观经济及国际收支的自动稳定器作用，有利于促出口、稳增长。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。