

美联储缩表的决定因素和影响

——宏观深度报告

2022年06月30日

- **本轮美联储缩表、加息幅度较大，缩表紧随加息步伐。**本轮缩表上限在9月加速为950亿美元/月，规模接近2017年缩表上限的两倍，年内缩表规模将超过5000亿美元。节奏上看，上一轮缩表、加息时间间隔近2年，本次加息3月开启，缩表也在6月随之启动。当前逆回购规模快速推高，市场流动性过剩依然严重，缩表也带来了避险情绪上行。
- **通胀高企，金融体系流动性过剩，改善资产负债表需求下推动缩表。**疫情期间基金的扩表和财政政策，遗留了金融体系流动性过剩的问题。今年俄乌冲突和欧美制裁，叠加工资上涨通胀在多重因素作用下持续高位，通胀预期脱锚的担忧增加。美联储政策独立性受到牵制，本轮加息开启偏晚，美债期限利差倒挂压力显现，缩表提前提上议程。
- 纵观历次缩表、加息进程，沃尔克时期操作大开大合，压降通胀的同时，也带来了经济衰退和失业率暴涨。虽然本轮美联储坚定控通胀，但相较彼时，央行政策独立性受到制约。美联储在1994年通过加息，将风险转移给其他国家。2019年，缩表进程在流动性转紧、利率突破走廊上限时结束，压力显现时，缩表、加息可能提前结束，对本次缩表有一定指导作用。
- **缩表短期有助于缓解美联储多重“燃眉之急”，降低金融系统风险。**1) 缩表将在一定程度上改善美联储资产负债表，前期LASP的实施，导致资产负债表规模较大，美联储持有大量的长期债券，持仓损失风险暴露。2) 美联储持有大规模的长债，将导致长期利率被人为压低，加息操作向长端利率传导的效率过低。通过减持长债来加速缩表，有助于提高长端利率上行速度。3) 可以置换出部分宽松的短期利率政策，提升调控短期利率能力。美联储在偏鹰表态，严控通胀的同时，在短端操作上依然相对宽松，可见其对于市场流动性维护的倾向。缩表可以部分替代联邦基金利率的升高。4) 缩表有助于减少大量超额准备金可能造成的通胀。
- **流动性收紧进程，资产价格承压。**美股或由“杀估值”转入“杀盈利”阶段。海外需求收缩压力下，工业类大宗商品价格预期回落。美债为主要承压项，联邦目标基金利率预期上调至3%以上，美债持续高位，中美利差三季度倒挂压力延续。
- **缩表进程关注流动性量价指标，经济趋势、债务上限、缩表的溢出效应等，缩表或提前结束。**常备回购工具（SRF）投放放量，隔夜融资利率（SOFR）突破利率走廊上限，准备金规模偏低或带动缩表节奏放缓。缩表或提前进入减速期。
- **风险因素：**地缘政治风险发酵，油价等持续高位；通胀失控的风险；美联储政策节奏和幅度超出预期。

分析师： 徐飞
 执业证书编号： S0270520010001
 电话： 021-60883488
 邮箱： xufei@wlzq.com.cn
研究助理： 于天旭
 电话： 17717422697
 邮箱： yutx@wlzq.com.cn

相关研究

础润而雨

输入型通胀“锚定”PPI，CPI相对温和
 疫情阶段性干扰，关注外需基本面

正文目录

1 美联储缩表的背景和历史回顾	4
1.1 本轮美联储缩表、加息幅度较大，缩表紧随加息步伐.....	4
1.2 通胀持续高位，政策收紧势在必行.....	4
1.3 金融体系流动性过剩，改善资产负债表需求下推动缩表.....	6
1.4 美联储加息、缩表历史回顾.....	7
1.4.1 2015-18 年加息+缩表，缩表规模上限 500 亿美元.....	7
1.4.2 2004-06 年“小步快跑”式加息.....	7
1.4.3 1994-95 年快速大幅加息，降息迅速开启，发展中国家风险扩散.....	7
1.4.4 1979-81 年的“沃尔克时刻”.....	8
2 美联储缩表的影响	8
2.1 短期缓解美联储多重“燃眉之急”.....	8
2.2 大类资产：长端美债承压，美股未来主要看基本面情况.....	11
3 美联储缩表进程分析及展望	12
3.1 缩表能否达到合意规模，需要关注流动性变化.....	12
3.2 经济趋势、债务上限、缩表的溢出效应等，给缩表规模带来不确定性.....	14
4 风险提示	15

图表目录

图表 1: 6 月开启缩减国债、MBS 债务规模 (万亿美元).....	4
图表 2: 美联储逆回购规模激增 (百亿美元, %).....	4
图表 3: 通胀高位的压力延续, 环比延续正增 (%).....	5
图表 4: 消费者信心指数降至近几年新低.....	5
图表 5: 劳动参与率依然低于疫情前水平 (%).....	5
图表 6: 疫后经济政策不确定性抬升, 近期再度反弹.....	5
图表 7: 疫后美联储资产规模占 GDP 比重偏高.....	6
图表 8: 美联储持有国债占比升高.....	6
图表 9: EFR 突破目标利率, 流动性偏紧 (%).....	7
图表 10: 缩表进程比加息慢 2 年 (万亿美元).....	7
图表 11: 1994 年开启快速加息, 风险被转移至其他地区 (%).....	8
图表 12: 美联储资产负债表构成.....	9
图表 13: 加息预期下, 10Y-2Y 国债曾出现倒挂 (%).....	10
图表 14: 美国利率走廊上下限 (%).....	10
图表 15: 2021 年 12 月加息预期下, 股市开启下行杀估值阶段 (%).....	11
图表 16: 短端利率上行速度偏快 (%).....	12
图表 17: 美债收益率走向熊平 (%).....	12
图表 18: 10 年期利差持续到挂 (%).....	12
图表 19: 美债 1 年期利率处于高位.....	12
图表 20: 市场流动性受冲击时, 缩表进程或受阻.....	13
图表 21: 利率向上突破利率走廊上限, 缩表将放缓 (%).....	13
图表 22: 资金偏紧时准备金规模占 GDP 比重回落 (%).....	13

图表 23: 资金供应失衡,准备金/非政府持有国债偏离(%).....	13
图表 24: 铜油比快速回落,金银比上行.....	14
图表 25: 房地产销售增速开始下行(%).....	14

1 美联储缩表的背景和历史回顾

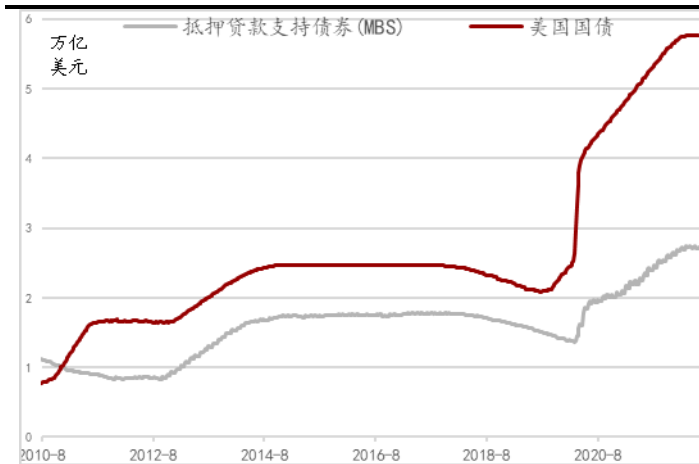
1.1 本轮美联储缩表、加息幅度较大，缩表紧随加息步伐

通胀水平高企，加息幅度加大。2022年6月美联储加息75bp，创1994年以来最大加息幅度。失业率处于低位，给美联储加息缩表提供支撑。在俄乌冲突、中国疫情导致部分产业链受阻、全球产业链尚未修复的背景下，美国通胀具有一定粘性。虽然已经开启加息50bp，5月CPI受到食品和能源价格冲击下，再度反弹上行，当前服务项价格难以回落，工资增速带来的通胀难以快速压降。未来美联储加息幅度将与通胀水平密切相关，若通胀持续居高不下，美联储仍将保持鹰派操作。

本轮缩表力度更大，节奏较快。2022年，美联储在6月开启缩表，初始缩表速度为最高475亿美元/月（美债为300亿美元/月，MBS为175亿美元/月），在9月加速为950亿美元/月（美债为600亿美元/月，MBS为350亿美元/月），规模接近2017年缩表上限的2倍。全年规模超过5000亿美元。从节奏上来看，上一轮缩表与加息时间间隔近2年，本次加息3月开启，缩表也在6月随之启动。

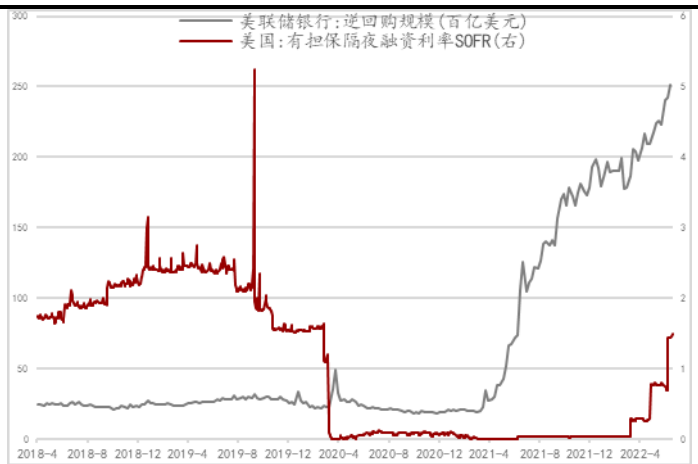
逆回购规模快速推高，资金避险情绪升温。美联储公开市场操作与我国央行相反，正回购是释放流动性，逆回购回收流动性。逆回购回笼资金的过程为：货币市场基金、银行等机构通过将现金存入美联储，购买国债、MBS等抵押品，通常隔夜逆回购为常用工具。隔夜逆回购利率也被设定为利率走廊的下限，是短息利率的重要的锚。美联储开启加息缩表之后，逆回购规模激增至近期高位。市场流动性过剩依然严重，金融市场货币空转压力增加，缩表带来避险情绪上行，资产荒现象也随之出现。银行的存款或部分转移到隔夜逆回购，也会减少银行在美联储持有的准备金余额。

图表1: 6月开启缩减国债、MBS债务规模 (万亿美元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 美联储逆回购规模激增 (百亿美元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

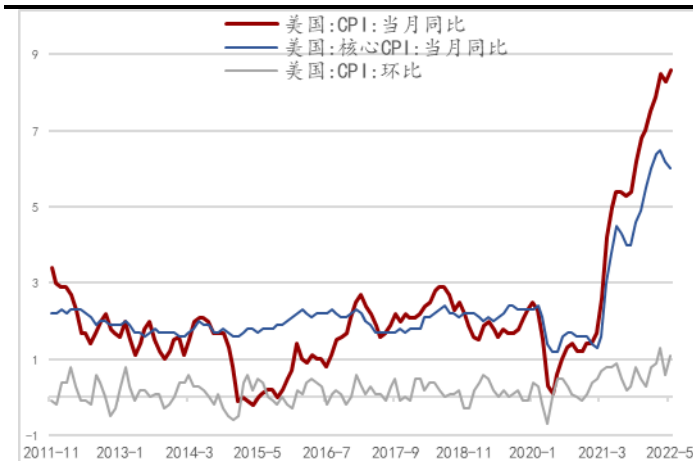
1.2 通胀持续高位，政策收紧势在必行

俄乌冲突加剧了全球经济前景的不确定性，供应链修复速度放缓，原油、天然气等大宗商品价格上涨，加剧了美国的通胀问题。冲突导致了能源和食品等价格上涨。美国是原油消费大国，原油价格上涨将导致居民实际收入减少，低收入群体受到的损伤相对更大。大国博弈下，俄乌冲突对经济的冲击短时间内难以解决。欧美对于俄罗斯的制裁仍将延续，全球供应链修复速度放缓，沙特、阿联酋等

OPEC成员国原油供给基本达到上限，粮食和原油的供应问题将被拉长。欧央行开启被动加息，经济衰退压力增加，而欧洲国防开支也将逐步增加。

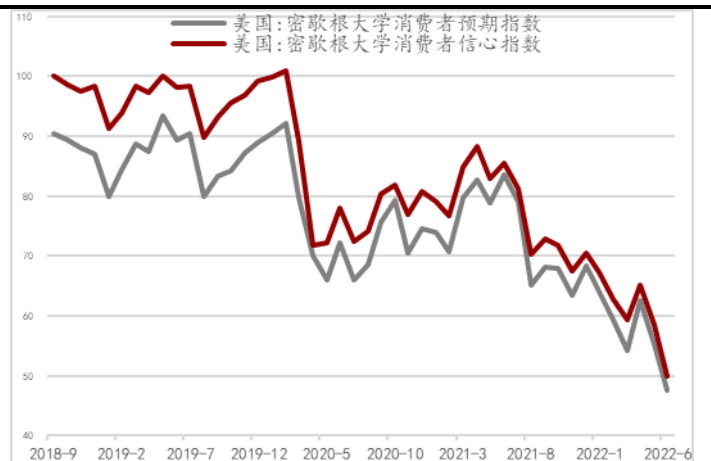
由于租金价格上涨，部分低收入家庭的财务状况出现恶化，消费者信心回落。疫后财政补贴发放等已经结束，部分家庭的财务风险增加。美国财富和收入差距拉大，经济不均衡问题加剧。疫情期间和疫后，美国家庭储蓄量边际增加，叠加对疫情的警惕意识，劳动参与率并未充分修复。为应对价格上涨，工人也在提高工资要求，劳动力供需关系偏紧。

图表3: 通胀高位的压力延续，环比延续正增 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

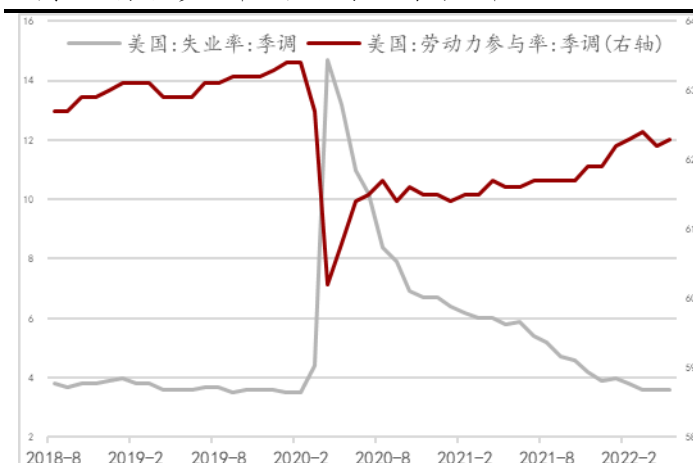
图表4: 消费者信心指数降至近几年新低



资料来源: Wind, 万联证券研究所

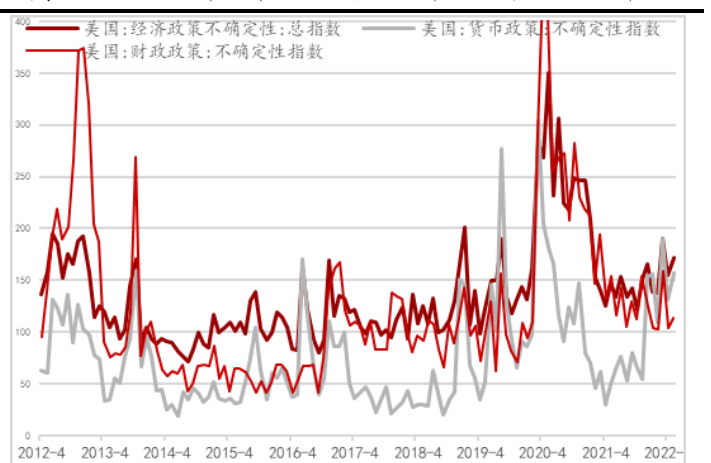
全球未来面对的通胀弹性、中枢高于过去。俄乌冲突和欧美制裁的影响是全球性的，碳中和的推进，短期也将部分影响供给收缩，全球未来或不得不面临持续高通胀的压力。随着欧美等发达国家央行政策收紧，商品需求预期回落，未来商品CPI将逐步下行。但服务项CPI难以大幅回落，美国经济结构中，服务业占比较高，“工资-通胀”螺旋上升的问题较难解决。虽然美国地产销售开始出现下滑，但新屋和成屋的库存依然处于历史高位，房价和租金回落的有效拐点仍需等待。核心CPI仍将表现出一定韧性。

图表5: 劳动参与率依然低于疫情前水平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 疫后经济政策不确定性抬升，近期再度反弹



资料来源: Wind, 万联证券研究所

美联储本轮加息开启偏晚，政策独立性受制约。美联储政策应当具有一定的前瞻性。当经济扩张濒临通胀时，美联储应当开始紧缩货币，但本轮加息启动时点偏晚，加息速度偏快。央行独立性也受到制约，拜登政府连任的时点，美联储对通胀表态和收紧时点都受到一定干扰。

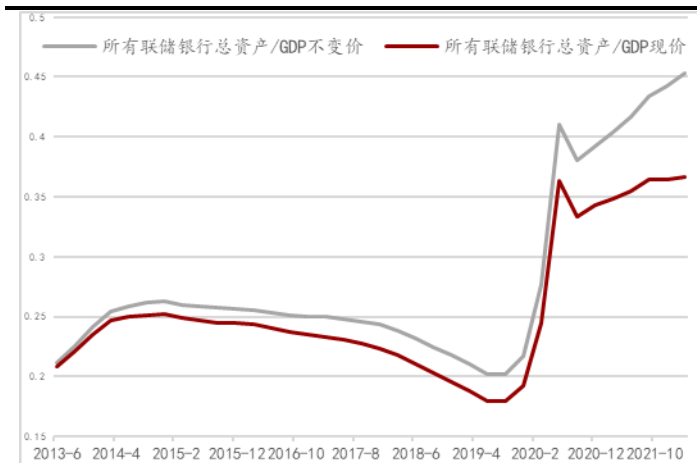
缩表有助于减少大量超额准备金可能造成的通胀。由于前期美联储大幅政策宽松，导致银行准备金大幅增加，基础货币也随之增长。当前通胀由多重因素共同作用，从资金角度出发，银行信贷投放增加，准备金比率将会下降，货币乘数上行，导致通胀率升高。虽然美联储有向准备金付息等多种工具用于吸收准备金，但银行放贷行为无法准确预测，工具使用仍有一定时滞，存在带动通胀上行的可能。

1.3 金融体系流动性过剩，改善资产负债表需求下推动缩表

疫情期间激进的扩表和财政政策，遗留了金融体系流动性过剩问题。为应对疫情对经济的冲击，货币政策大幅宽松，财政投放激进，货币超发的弊端也逐渐显露，金融体系流动性过剩情况普遍。

遏制通胀和改善美联储资产负债表需求下，缩表提前提上议程。疫情期间和疫后为应对经济下行压力，快速扩表带来美联储资产规模攀升，美联储通过大规模资产购买计划（LASP）大量购买国债、MBS，美联储资产负债表急剧扩张，超额存款准备金大幅增加。美联储资产占实际GDP比重已经高达45%，疫情前仅在20%附近波动，占名义GDP比重也达到36%。美联储资产端来看，美联储持有的国债占比大幅攀升，当前已经在65%附近；MBS当前占比超过30%，资产端持仓占比分化，美联储资产负债表质量较低。在加息进程下，容易出现美债期限利差倒挂，会影响经济和金融市场稳定，缩表有助于缓和加息预期下，期限利差倒挂的现象。

图表7: 疫后美联储资产规模占GDP比重偏高



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 美联储持有国债占比升高



资料来源: Wind, 万联证券研究所

未来美联储货币政策或面临两难决策。一方面是当下首要的控通胀的诉求，需要收紧货币政策，防范通胀失控的风险。另一方面，加息带来实际利率上行，可能带来需求走弱，经济下行的风险，宽松政策又面临放松的压力。疫后可以看到美林时钟的钟摆加速，政策随之调节的速度也将加快。但疫情以来，美联储政策的反应速度和前瞻性的操作上，部分受到市场诟病。

1.4 美联储加息、缩表历史回顾

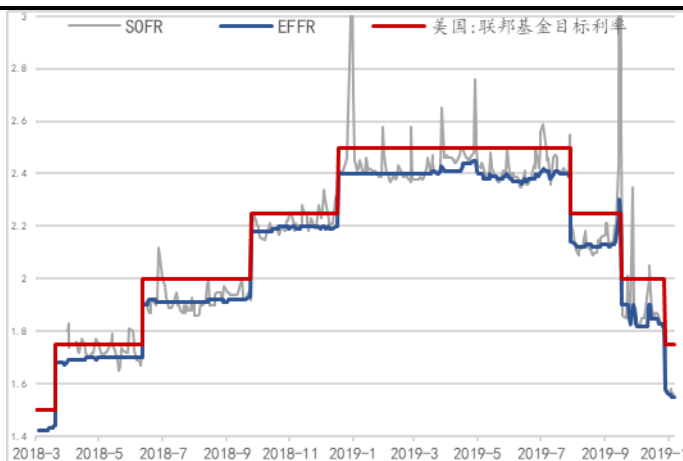
量化宽松政策退出通常分为两个阶段，即增量退出阶段和存量退出阶段。美联储停止新增购买金融资产为增量退出阶段，缩减资产负债表为存量退出阶段。美联储缩表过程中，伴随着一系列资产负债的调整。

1.4.1 2015-18 年加息+缩表，缩表规模上限 500 亿美元

缩表开启1年后，规模达到上限500亿美元。2015-2018年，9次加息从0%加至2.25%。2017年10月开始缩表，初始规模上限为每月100亿美元（60亿美元国债/月，40亿美元MBS/月），随后每三个月提升100亿美元（60亿美元国债，40亿美元MBS），到2018年10月，缩表规模达到500亿美元（300亿美元国债/月，200亿美元MBS/月）。

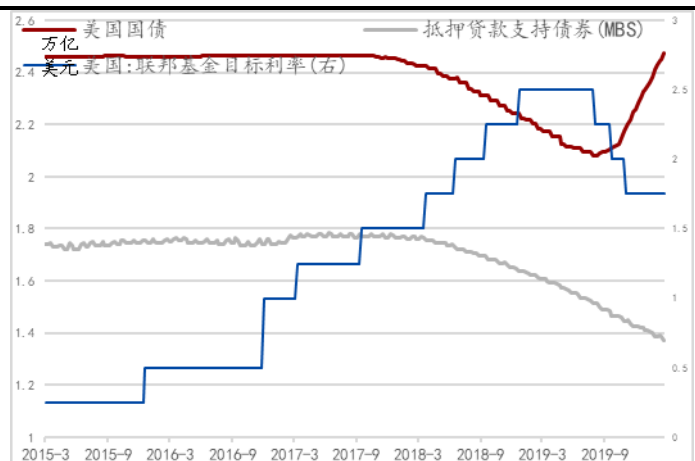
缩表带来流动性冲击，利率快速上行，缩表转向扩表。2019年下半年，缩表带来流动性快速收紧，美国联邦有效基金利率（EFFR）和隔夜回购利率突破了美联储目标利率上限，准备金规模和占比均快速下降，美国陷入回购市场危机，美联储又从缩表转向扩表。

图表9: EFFR突破目标利率，流动性偏紧 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 缩表进程比加息慢2年 (万亿美元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.4.2 2004-06 年“小步快跑”式加息

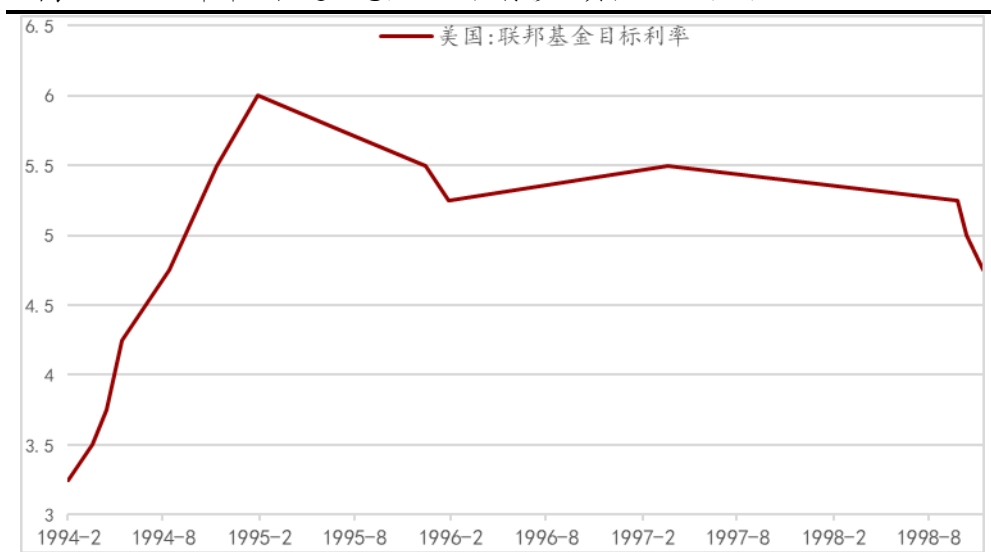
2004-2006年，17次加息从1%加至5.25%，每次加息25bp。在2005年的8次议息会议上，加息25bp贯彻全年。美联储对于加息的节奏和幅度引导偏稳定，从节奏上来讲，收紧政策偏鸽。

1.4.3 1994-95 年快速大幅加息，降息迅速开启，发展中国家风险扩散

1994-1995年，美联储共加息7次，且幅度较大，3次25bp，3次50bp，1次75bp，基准利率从3%加至6%。但在1995年7月就开始降息，美联储此次快速降息也导致了全球杠杆的传导，将美国风险转移到了其他地区。这一时期，墨西哥比索危机爆发，降息后美国的资本流入亚洲市场，推高了亚洲杠杆，造成1997年亚洲金融危机。需求回落导

致油气价格下滑，又进一步影响俄罗斯财政恶化，1998年俄罗斯国债期货违约，致使LTCM破产。

图表11: 1994年开启快速加息，风险被转移至其他地区 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.4.4 1979-81 年的“沃尔克时刻”

1979-1981年，世界范围内的通胀升温，以及原油减产加剧了油价上行带来的通胀高企，沃尔克从11.2%加息至20%，抑制了两位数的通胀，美国CPI由1979年的11.3%降至1983年的3.2%，但也带来了经济衰退的压力，失业率也飙升至10%以上。此次加息、降息进程快速，且幅度较大。通过加息+缩表来缓解通胀和干预美元承压回落。鲍威尔在听证会上曾致敬了沃尔克，反映了美联储控通胀的坚定决心。

2 美联储缩表的影响

2.1 短期缓解美联储多重“燃眉之急”

美元依然是当前全球主要的流通支付和储备手段，美联储的货币政策对全球的经济金融活动有着广泛和重大的影响。美联储缩表的规模本质上是测算美联储未来需要多大的资产负债表。美联储资产负债表资产端的主要部分为SOMA 组合，缩表主要指如何减持SOMA 组合的国债、MBS。负债端主要是准备金、通货以及隔夜逆回购 (ON RRP)，资本金几乎可以忽略不计。

美联储此次缩表，预期将一定程度上改善美联储资产负债表，将解决收益率曲线倒挂问题、通胀问题、控制短端利率能力下降、美联储可能面临损失和ON RRP可能造成金融不稳定的问题，因此缩表也是美联储当前的必然选择。

降息周期中的扩表导致资产负债表规模较大，美联储持仓损失风险暴露。从美国资产负债表来看，美国国债和抵押贷款支持债券 (MBS) 为主要资产端构成。在经历疫情大幅的量化宽松之后，商业银行持有的国债和MBS大幅增加，国债占GDP增速和占SOMA

规模已经远超历史均值。缩表有助于引导资产负债表回归健康状态。资产负债表规模过大，提高了美联储面临风险的可能。美联储持有的长期债券，其损益很大程度上受到利率水平的影响。随着美联储进入加息周期，利率水平的不断上升，美联储SOMA持仓中的国债和MBS或出现亏损。美联储遭受损失时，通常有两种方式解决：1、通过财政发行国债的方式进行补充；这一方式会影响美联储的独立性。2、增发货币，提高通胀税。这一途径最终将导致通胀。因此，及时开启缩表，有望解决资产负债表过大，带来美联储面临损失的风险。

图表12: 美联储资产负债表构成

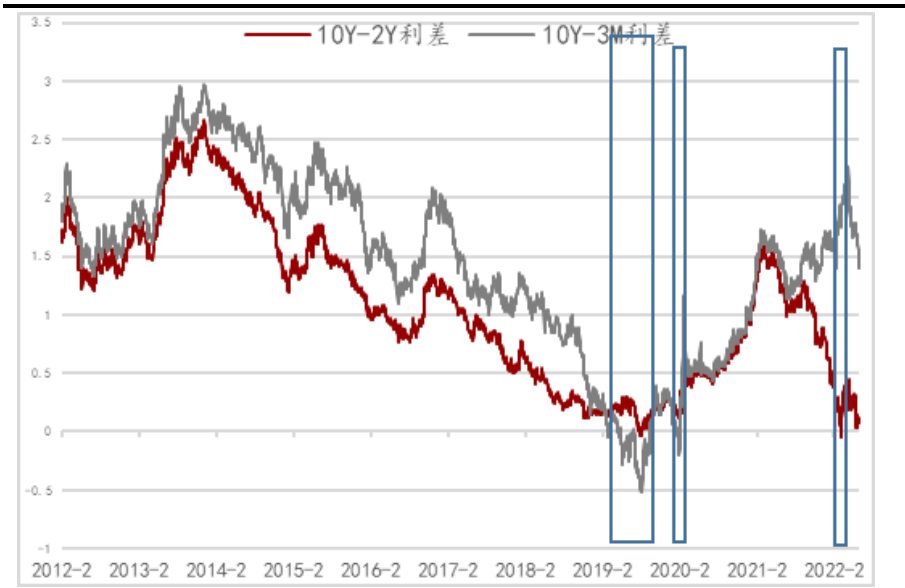
资产端		负债端	
持有证券、回购、贷款、未摊销部分	占比超95%	总负债	占比超95%
美国国债	主要构成	联储票据、联储银行持有净额（流通中现金）	
短期国债（Bills）		逆回购协议	
中长期名义国债		存款	
中长期通胀指数国债		存款机构定期存款	
通胀补偿债券		存款机构其他存款	
联邦机构债券		美国财政部存款	
抵押贷款支持债券（MBS）	主要构成	其他存款	
持有的未摊销证券溢价		延期可用现金项目	
持有的未摊销证券折扣		美国财政部对信贷部门的注资	
正回购协议		其他负债和应计股息	
贷款工具		全部资本	
商业票据融资便利工具IILLC净组合持仓（CPFF）		资本账户	
企业信贷融资便利工具LLC净组合持仓		实缴资本	
主街贷款计划便利工具LLC净组合持仓		资本账户结余	
市政债流动性便利工具LLC净组合持仓		其他资本账户	
有期资产支持证券贷款便利工具IILLC净组合持仓（TALF）			
托收中项目（在途资金）			
银行不动产			
中央银行流动性互换			
外币计价资产			
黄金证券账户			
特别提款权账户			
硬币			
其他联储资产			

资料来源：美联储，万联证券研究所

加息将推动美债短端收益率快速抬升，缩表可部分缓解美债期限利差倒挂的情况。美联储加息先行开启，短端利率受到加息预期影响，上升幅度和速度要快于长端利率，2022年4月，阶段性出现2年、10年期的美债收益率曲线倒挂。由于前期LASP的实施，美联储持有大量的长期债券，将导致长期利率被人为压低，加息操作向长端利率传导的效率过低。通过减持长债来加速缩表，有助于提高长端利率上行速度。加息结合缩表，将更好的带动收益率曲线整体上行。缓解期限利差倒挂，可避免银行长端信贷投放意愿降低，企业长端信贷需求无法得到满足。并且期限利差倒挂，可能带来海外投资者抛售长债，流动性风险或被放大。

另一方面，美联储资产负债表开启缩减，可以置换出部分宽松的短期利率政策。美联储在偏鹰表态，严控通胀的同时，在短端操作上依然相对宽松，可见其对于市场流动性维护的倾向。美联储可以通过缩表来部分替代联邦基金利率的升高。

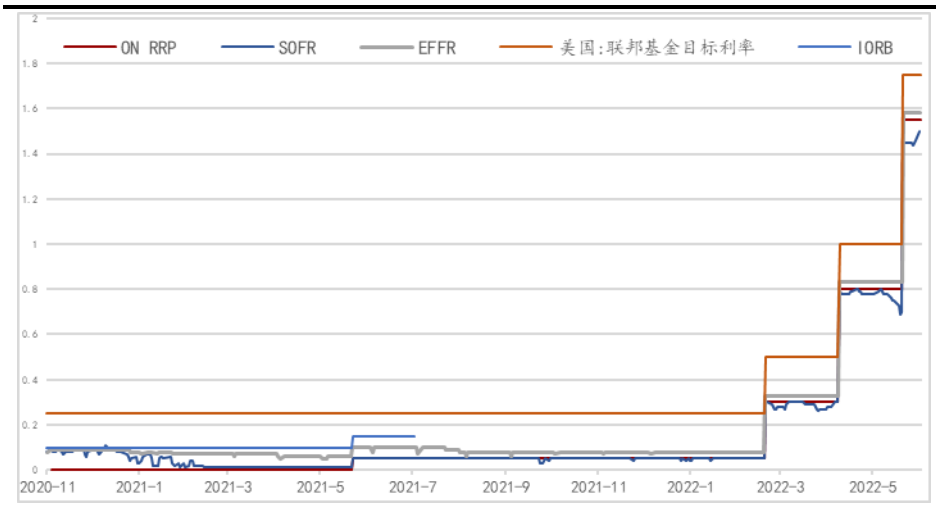
图表13: 加息预期下, 10Y-2Y国债曾出现倒挂 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

美联储利率走廊框架下, 缩表有助于回归原有货币政策框架, 来增强美联储控制短期利率的能力。美联储利率走廊的上限为超额准备金率 (IOER), 下限为隔夜逆回购利率 (ON RRP), 联邦基金有效利率 (EFFR) 为利率走廊中枢。前期宽松政策导致银行系统存在大量超额准备金, 美联储只能通过提高IOER和ON RRP利率来调控联邦基金利率, 而这一货币政策框架对利率下限较为有效, 对上限的调节能力相对较弱, 当利率远离名义利率下限时, 当前框架对于能否有效调节联邦基金利率位于目标区间并不确定, 利率走廊上限的作用有限。因此, 美联储有必要在经济逐步复苏的情况下开启缩表, 引导回归原有货币政策框架, 增强控制短期利率的能力。

图表14: 美国利率走廊上下限 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

负债端的ON RRP规模如果过大，且持有长期化，可能损害金融系统稳定性。回购市场的融资需求持续走高，也推高了金融体系对于准备金的需求，作为冗余流动性的ON RRP的作用也将逐步提升，当前在负债端规模占比较大。资产负债表规模扩张，也带来了ON RRP规模的放大。由于ON RRP具有临时性，为市场提供短期安全资金。如果ON RRP长期化，将给私人部门短期融资带来一定挤出效应，危机爆发时，投资者向美联储出借资金的方式持有ON RRP，ON RRP工具将放大安全资产转移的行为，进而损害金融系统稳定性。缩表开启，可以看成资产、负债两端的缩减，有助于调降ON RRP的规模。

2.2 大类资产：长端美债承压，美股未来主要看基本面情况

加息缩表进程中，资产价格承压，美股可能由“杀估值”转入“杀盈利”阶段。美国股票市场2022年上半年大幅回撤，在美联储大幅加息影响下，市场开始兑现收紧预期，回撤幅度达到20%，股票市场进入“杀估值”阶段。上半年经济依然表现较好，失业率保持低位，经济尚未走向衰退。而随之政策大幅收紧，经济衰退的压力增加，企业经营如果出出现实质性回落，股票市场将进入“杀盈利”阶段。当前美股价格依然难言见底，欧洲股市也预期承压。大宗市场方面，随着流动性收紧，海外需求收缩的压力增加，欧洲高通胀叠加开启加息的背景下，衰退的压力更大，工业品类大宗商品价格预期逐步回落。能源类在地缘政治影响下，价格预期高位宽幅震荡。

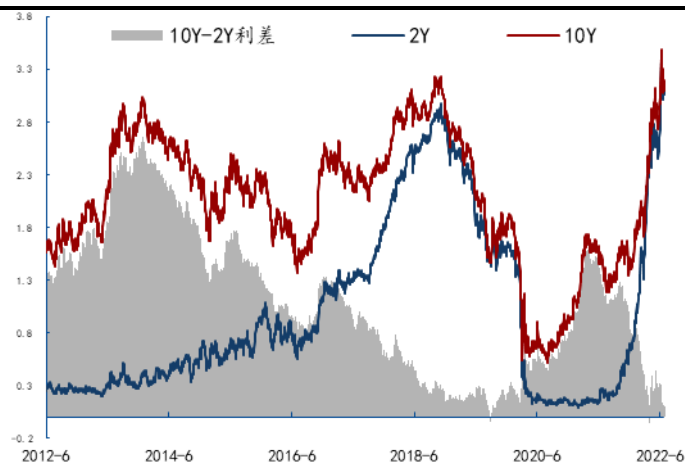
图表15：2021年12月加息预期下，股市开启下行杀估值阶段（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

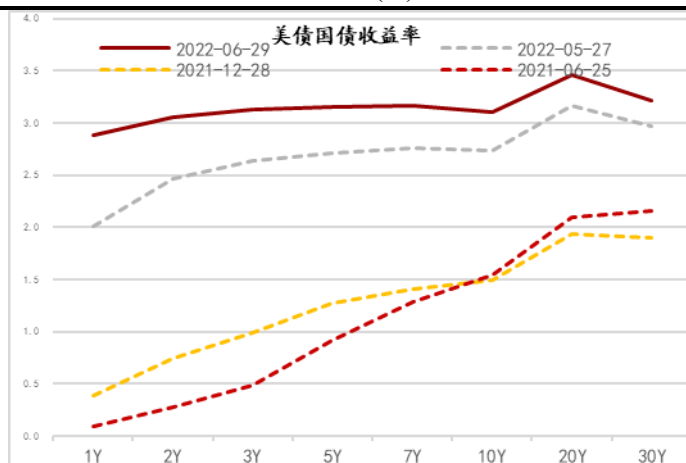
美债为主要承压项，年内加息预期联邦目标基金利率上调至3%以上，国债持续高位。6月美联储大幅加息75bp，7月仍有加息75bp的可能，年内剩下的3次会议如果保持25bp的加息幅度，联邦目标基金利率将升至3%以上，美债在加息预期下持续走熊。当前缩表幅度相对温和，对长端利率影响有限。美国流动性收紧周期下，吸引更多海外资金流入美国，长债持仓尚未有效压降，短期债市走向熊平。长端利率长期仍将回归基本面，随着美国经济“硬着陆”风险加剧被迫停止加息，美债或重回下行通道。

图表16: 短端利率上行速度偏快 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 美债收益率走向熊平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

我国货币政策也部分受到海外收紧的影响，国债三季度倒挂压力持续。缩表+加息带来流动性收紧，影响中国资本外流。我国债券市场在美联储加息压力下，政策相对受到掣肘，缩表回收过剩流动性的过程，对我国金融市场短期影响有限，缩表的长期外溢效应取决于缩表的速度和力度。中美货币政策反向，给人民币汇率带来一定贬值压力，加息影响体现较快，缩表短期对流动性和跨境资本流动影响有限，主要影响投资者预期，外溢效应需要一定时间体现。

图表18: 10年期利差持续到挂 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 美债1年期利率处于高位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 美联储缩表进程分析及展望

3.1 缩表能否达到合意规模，需要关注流动性变化

货币市场流动性是影响缩表的重要因素之一，可以从量、价两个角度来观测。从量的角度出发，当常备回购工具投放显著增加时，意味着市场流动性出现紧缺迹象。从价的角度来观测，如果有担保的隔夜融资利率（SOFR）等二级市场资金成交利率走高，市场流动性或趋紧。流动性如果恶化，将给缩表带来一定约束。2017年的缩表转入扩表，部分受到流动性风险冲击影响。

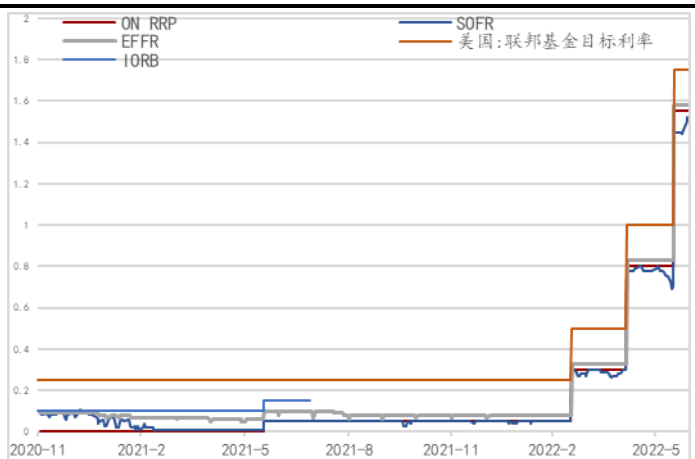
SRF作为量的观测工具,可以观测到美联储对短端利率的量的调控。常备回购工具(SRF)能为一级交易商和规模较小的机构提供无限的日内现金融资渠道,而非抵押品融资,并且允许拥有大额超额准备金余额的大型商业银行,用流动性强的国债回购来替代流动性强的流动性准备金。

图表20: 市场流动性受冲击时, 缩表进程或受阻



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表21: 利率向上突破利率走廊上限, 缩表将放缓(%)

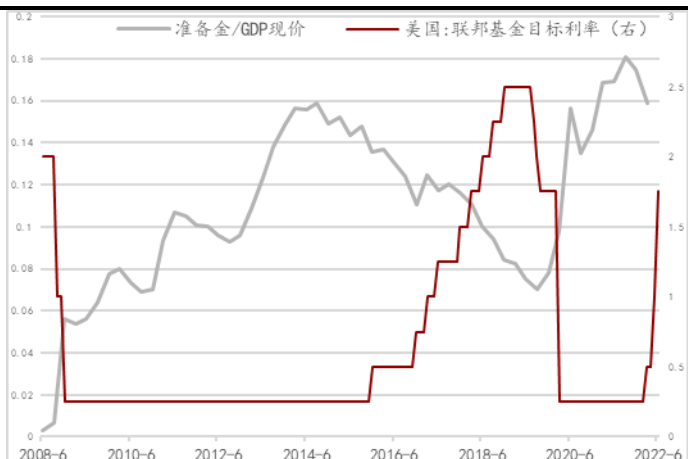


资料来源: Wind, 万联证券研究所

准备金规模偏低也将带动缩表节奏放缓。缩表将对准备金规模产生一定影响。当无法满足监管体系要求, 或银行自身流动性不足时, 容易引发回购潮, 导致货币市场资产荒出现。因此, 银行体系应保证充足的准备金水平, 以确保准备金利率 (IORB) 和隔夜逆回购工具利率 (ON RRP) 不会突破联邦目标基金利率上限。通常准备金下降速度会快于资产负债表的缩减, 银行体系准备金数量如果相对不足, 可能导致市场流动性紧张和利率上行。

准备金规模通常随着银行资产负债表扩张而增加, 也与GDP有关, 如果准备金规模占GDP比重低于合意水平, 或对应着流动性偏紧的状态。从资金角度来看, 美债发行需要准备金承接, 准备金将转换为财政存款; 美债抵押融资的回笼资金, 也是由准备金的提供。通常准备金占非政府持有国债比例在15%附近合理波动, 资金供应失衡时, 指标回趋势性上行或下行, 政策也面临调整压力。

图表22: 资金偏紧时准备金规模占GDP比重回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表23: 资金供应失衡, 准备金/非政府持有国债偏离 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.2 经济趋势、债务上限、缩表的溢出效应等，给缩表规模带来不确定性

资产负债表降至合理规模大概需要3年左右，但经济、流动性等因素或导致缩表提前进入减速期。美联储理事沃勒2021年12月表示，美联储资产负债表占名义GDP的20%左右为合理水平，准备金规模为名义GDP的8%附近。截至6月底，美联储资产负债表规模为8.9万亿美元，按照缩表规模上限900亿美元，2022-24年名义GDP增速假设为5%、4.5%、4%，需要缩表规模超过3万亿美元，按当前缩表进程大约需要3年时间。如果美国经济衰退压力增加，流动性受到冲击，缩表进程或提前进入减速期。

从负债端来看，逆回购占总负债端比重已经超过25%，疫情前逆回购/总负债规模在8%附近波动。缩表将对逆回购规模进行缩减，如果逆回购规模较大，资金向避险资产靠拢，金融体系风险或被扩大。

美国经济硬着陆风险增加，衰退压力信号显现。铜价已经开启下滑，随着政策收紧，海外需求将逐步走弱，原油价格在俄乌冲突扰动下，高位震荡，铜油比快速回落至近几年低位。铜油比价通常在市场风险偏好变化及突发性事件发生时，大幅上涨。美国经济在进入滞胀初期时，往往保持回落，由滞胀到衰退阶段呈现低位上行态势，尤其叠加风险偏好转恶时。可以部分反映原油-通胀（预期）-工业需求的传导关系，是观察经济周期切换的领先指标。金银比仍处于高点，通胀持续承压。

缩表或带来财政资金缺口和房地产按揭市场压力，购房市场已经开始降温。缩表开启，停止再投资将会带来大量的美债先到期，可能造成财政的资金缺口。减持MBS也可能冲击美国房地产按揭市场。加息和高通胀都给美国消费者带来一定压力，从房地产销售来看，增速已经开始下行。

图表24: 铜油比快速回落，金银比上行



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表25: 房地产销售增速开始下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

从历史经验来看，美联储不愿意看到量化紧缩政策对金融市场和经济造成太大的影响，如果缩表规模过大，容易使经济发生强烈紧缩，并且市场对缩表的传导途径的理解相对加息更加模糊，政策的沟通效率较低。

4 风险提示

地缘政治风险发酵，油价等持续高位；通胀失控的风险；美联储政策节奏和幅度超出预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场