

美联储缩表三大“疑云”

6月开启缩表以来，美联储减持美债进度不及目标，所持MBS规模甚至不降反增，对美债利率走势的影响也似乎有限，“疑云”背后原因何在？且听分解。

■ 一、美联储减持美债，不及目标？Tips调整是主因，实际上严格如期减持

美联储于6月开启缩表之后，前三个月累计减持美债规模不足800亿美元，比原计划少了100亿美元以上。但是从分项来看，美联储SOMA持有的中长期美债、短期美债、Tips分别减少824亿美元、23亿美元、51亿美元，基本上符合计划，不过与总数据之间出现明显背离，存在超过100亿美元的“缺口”。

美联储减持美债的100亿美元“缺口”，主因Tips本金的通胀调整补偿。为了保护投资者免受通胀影响，Tips的本金每个月都会根据CPI数据进行调整。40年一遇的大通胀，使得美联储Tips本金调整规模快速上升，6-8月合计增长超100亿美元，导致了减持进度“看似”不达预期。实际上，美联储不仅在总量上按部就班减持美债，结构上也严格按照计划减持中长债，到期短债全部进行再投资。

■ 二、美联储持有MBS，越减越多？结算时滞是主因，9月后将重回落势

美联储所持MBS规模不降反增，主因从购买到结算存在最长3个月的时滞，历史上也有过先例。实际数据显示，美联储持有的MBS规模不仅按计划减持525亿美元，反而从6月初的27074亿美元增至27092亿美元，完全“背道而驰”。原因在于，美联储从购买MBS到入账结算存在最长3个月的时滞。其实2017年-2019年缩表初期，美联储持有的MBS规模也曾出现过“不降反增”的情形。

展望未来，美联储“账面上”持有的MBS或将在9月后将进入下降通道，但缩减进程相较美债而言更不可测。参考2017-2019年缩表周期来看，美联储“账面上”持有的MBS或将在9月后进入下降通道。但与美债不同的是，MBS无固定到期日，每月再投资规模取决于预期本金支付金额（贷款者可以提前还贷）与缩减目标的差额，实际缩减进程并不可测（缩减MBS的主动权不在美联储）。

■ 三、缩表等对美债利率影响有限？9月起缩表提速，或成美债利率又一推力

6月以来，美债利率走势，更多是受着美联储加息预期的扰动，缩表等影响或被“掩盖”。6月中旬至7月底，伴随着“衰退”交易升温、加息预期阶段性退潮，10Y美债收益率一度从3.5%的高点回落至2.5%附近。8月以来，美联储不断强化鹰派立场、重申控通胀决心，10Y美债重回升势、一度上行至4%以上。但基于美债收益率曲线形态来看，缩表及其他因素对美债利率的影响或被“掩盖”。

9月起，美联储缩表速度翻倍，或成美债利率上行的又一推力，不利影响仍需关注。作为疫后美债的“头号买家”，美联储缩表速度从9月起翻倍至每月950亿美元，势必会对银行、共同基金等机构带来更大的购债压力。再考虑到薪资及住房通胀粘性依然较强等，美联储加息持续性及终点利率不宜被低估。结合历史经验来看，10Y美债利率不会止步于4%，未来继续冲高的不利影响仍需关注。

风险提示：美联储核心通胀居高不下；美国就业修复不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

1、周度专题：美联储缩表的三大“疑云”	3
1.1、美联储减持美债，不及目标？Tips 调整是主因，实际上严格如期减持	3
1.2、美联储持有 MBS，越减越多？结算时滞是主因，9 月后将重回落势	5
1.3、缩表等对美债利率影响有限？9 月起缩表提速，或成美债利率又一推力	6
2、风险提示：	9

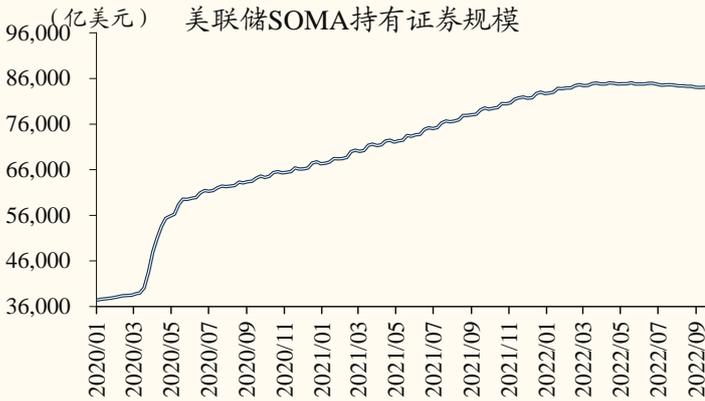
图表目录

图表 1：美联储缩表不及预期	3
图表 2：美联储缩表计划	3
图表 3：美联储减持美债规模不足 800 亿美元	3
图表 4：美联储减持美债规模分项之和约 900 亿美元	3
图表 5：通胀补偿调整债券（Tips）的金额	4
图表 6：2022 年，美联储约 1 万亿美元美债面临到期	4
图表 7：美联储每月严格按照计划缩减美债	4
图表 8：美联储所持短期美债规模几乎没变	5
图表 9：美联储主要减持的是 1-5 年期美债	5
图表 10：美联储持有的 MBS 规模不降反增	5
图表 11：美联储持有的 MBS 规模走势	5
图表 12：2017 年缩表初期，美联储持有的 MBS 也曾不降反增	6
图表 13：美联储“账面上”持有的 MBS 在 9 月后将进入下降通道	6
图表 14：10Y 美债收益率走势	7
图表 15：美债收益率曲线趋平	7
图表 16：市场对美联储政策利率水平的预测	7
图表 17：美联储缩表将于 9 月后提速	8
图表 18：美联储缩表遇上财政部债务规模增加	8
图表 19：存量美债持有人结构	8
图表 20：疫后各主体持有美债规模变化	8
图表 21：美国住房通胀或仍将上行	8
图表 22：中性情景下，美国通胀难以快速回落	8
图表 23：加息周期中，美债收益率与政策利率的高点	9
图表 24：加息周期中，政策利率、美债利率上行幅度	9

1、周度专题：美联储缩表的三大“疑云”

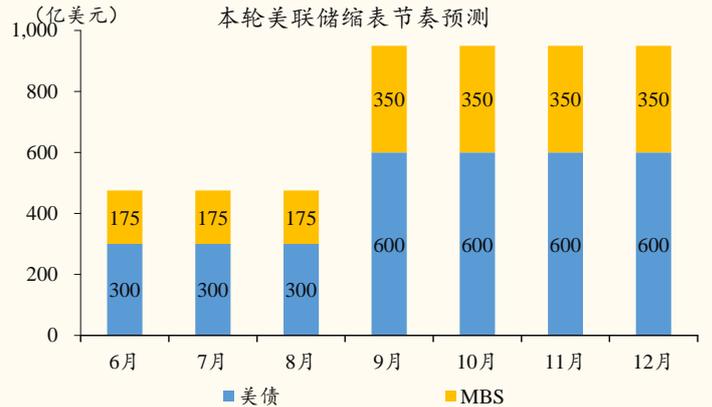
事件：美联储开启缩表的头3个月，累计缩表约750亿美元，远低于目标的1425亿美元。根据计划，美联储于6月启动缩表，初步目标定为每月475亿美元（300亿美元美债+175亿美元MBS），预计在1个季度后达到每月950亿美元（600亿美元美债+350亿美元MBS）的缩减上限。但实际情况是，美联储6-8月累计缩表约750亿美元，远低于目标。

图表 1：美联储缩表不及预期



来源：Fed、国金证券研究所

图表 2：美联储缩表计划

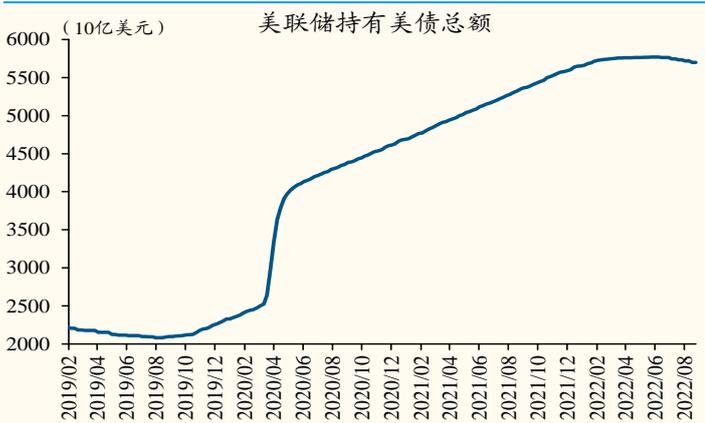


来源：Fed、国金证券研究所

1.1、美联储减持美债，不及目标？Tips 调整是主因，实际上严格如期减持

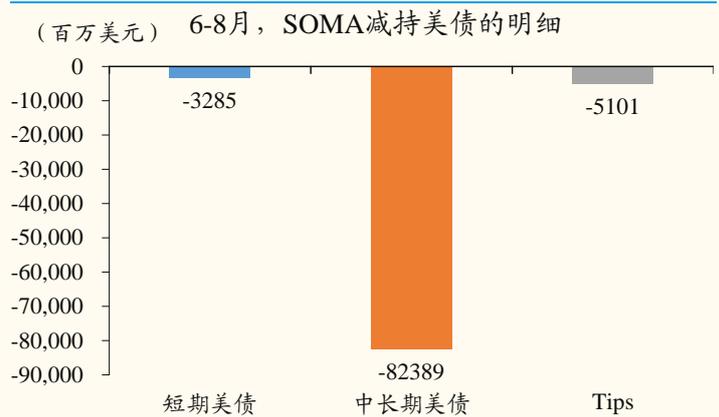
美联储减持美债规模不足800亿美元，但分项之和显示减持900亿美元，二者相差超过100亿美元。6至8月，美联储累计减持美债规模不足800亿美元，比原计划少了100亿美元以上。从分项来看，美联储SOMA持有的中长期美债、短期美债、Tips分别减少824亿美元、23亿美元、51亿美元，基本上符合原计划，不过与总数据之间出现明显背离。

图表 3：美联储减持美债规模不足800亿美元



来源：Fed、国金证券研究所

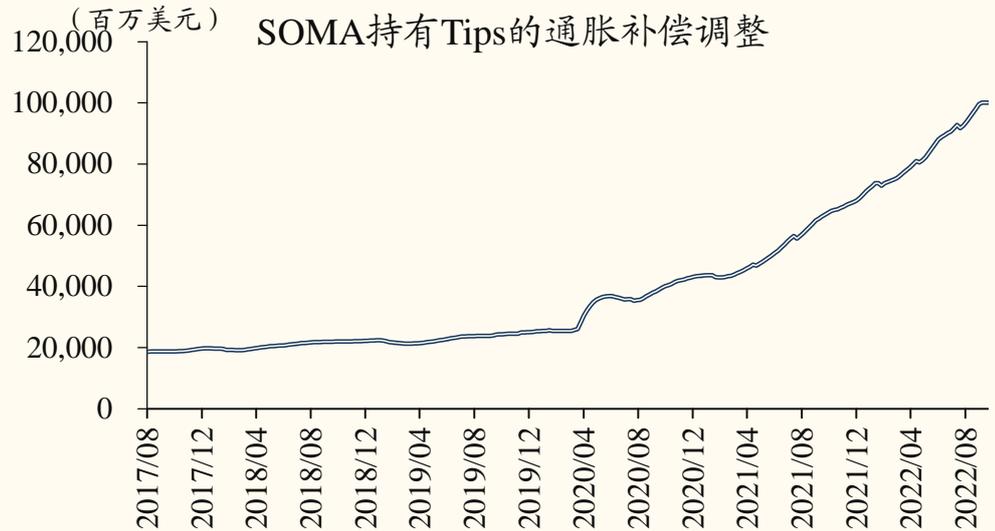
图表 4：美联储减持美债规模分项之和约900亿美元



来源：Fed、国金证券研究所

SOMA 所持 Tips 的金额会每月根据通胀调整，导致了超过 100 亿美元的“缺口”。为了保护投资者免受通胀影响，Tips 的本金每个月都会根据 CPI 数据进行调整（即通胀补偿调整）。起于 2017 年 10 月的上轮缩表周期，由于 CPI 同比处在低位，通胀补偿调整的走势相对较缓。不同于上轮，40 年一遇的大通胀，使得通胀补偿调整规模快速扩张，6-8 月合计增长超 100 亿美元。

图表 5: 美联储所持 Tips 的本金调整规模

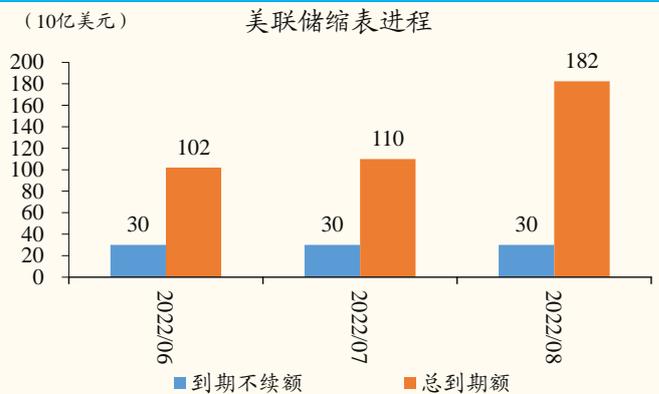


来源: Wind、国金证券研究所

美联储不仅在总量上按部就班减持美债，结构上也严格按照计划减持中长债，到期短债全部进行再投资。在缩减上限为 300 亿美元的背景下，如果当月 SOMA 到期美债组合为“短债 200 亿美元+中长债 400 亿美元”，则 300 亿美元中长债到期不续；若到期美债组合为“短债 400 亿美元+中长债 200 亿美元”，则 200 亿美元中长债、100 亿美元短债到期不续。因此，美联储 6-8 月主要减持的是 1-5 年期美债，到期的短债全部进行再投资（reinvestment）。

图表 6: 2022 年，美联储约 1 万亿美元美债面临到期

图表 7: 美联储每月严格按照计划缩减美债



来源: Fed、国金证券研究所

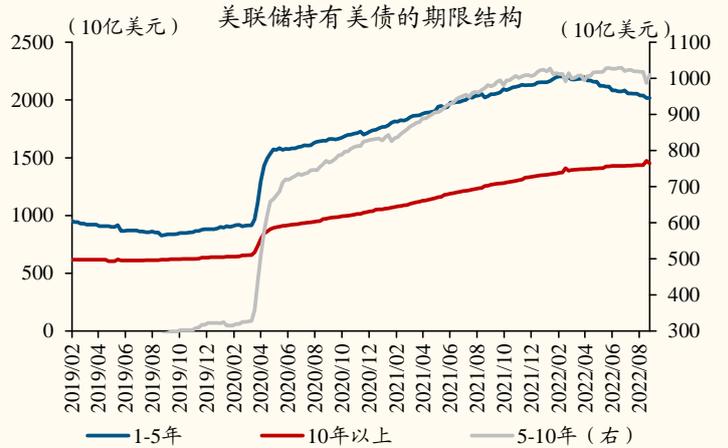
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 美联储所持短期美债规模几乎没变



来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 美联储主要减持的是 1-5 年期美债

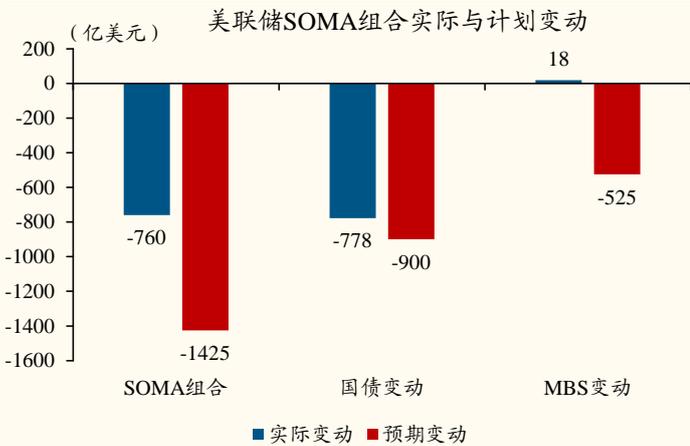


来源: Wind、国金证券研究所

1.2、美联储持有 MBS，越减越多？结算时滞是主因，9 月后将重回落势

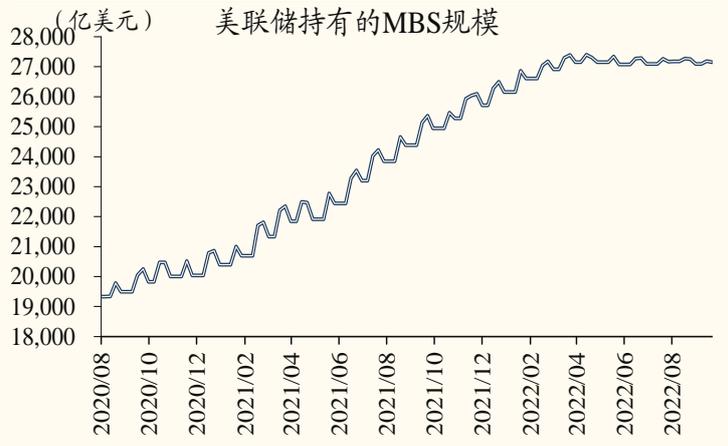
美联储所持 MBS 规模，不仅没有按照“如期”减少 525 亿美元，反而增加了 18 亿美元。按照计划，美联储 6 至 8 月应该每月减持 175 亿美元的 MBS，合计 525 亿美元。但实际数据显示，美联储持有的 MBS 规模不仅没有减少，反而从 6 月初的 27074 亿美元增至 27092 亿美元，增幅达到 18 亿美元，与缩减目标完全“背道而驰”。

图表 10: 美联储持有的 MBS 规模不降反增



来源: Fed、国金证券研究所

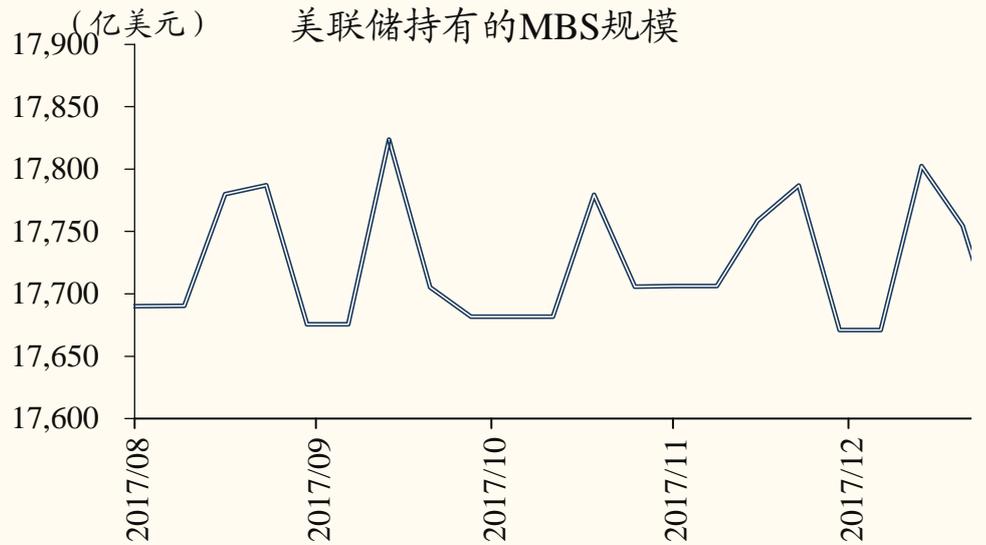
图表 11: 美联储持有的 MBS 规模走势



来源: Fed、国金证券研究所

美联储从购买 MBS 到入账结算存在最长 3 个月的时滞（类似远期交易），导致美联储持有量不降反增。当美联储进行 MBS 再投资购买实际发生在当月中旬，但使用的是上个月收益。按照市场惯例，代理 MBS 购买直到未来一个半月才会结算（结算是证券和付款的最终交换）。综合而言，美联储从收到本金到美联储 MBS 出现在美联储资产负债表上的时间可能长达三个月。其实 2017 年-2019 年缩表初期，美联储持有的 MBS 规模也曾出现过“不降反增”的情形。

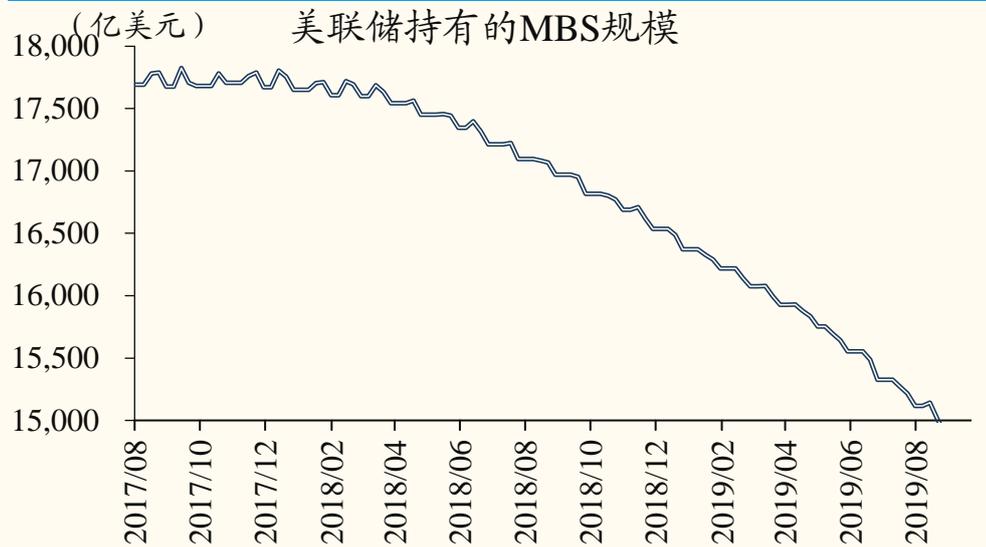
图表 12: 2017 年缩表初期, 美联储持有的 MBS 也曾不降反增



来源: Wind、国金证券研究所

展望未来, 美联储“账面上”持有的 MBS 在 9 月后将进入下降通道, 但缩减进程相较美债而言更不可测。参考上轮缩表周期来看, 美联储“账面上”持有的 MBS 在 9 月后将进入下降通道, 与美债不同, MBS 无固定到期日, 每月再投资规模取决于预期本金支付金额 (贷款者可以提前还贷) 与缩减目标的差额, 实际进程不可测 (缩减 MBS 的主动权不在美联储)。

图表 13: 美联储“账面上”持有的 MBS 在 9 月后将进入下降通道

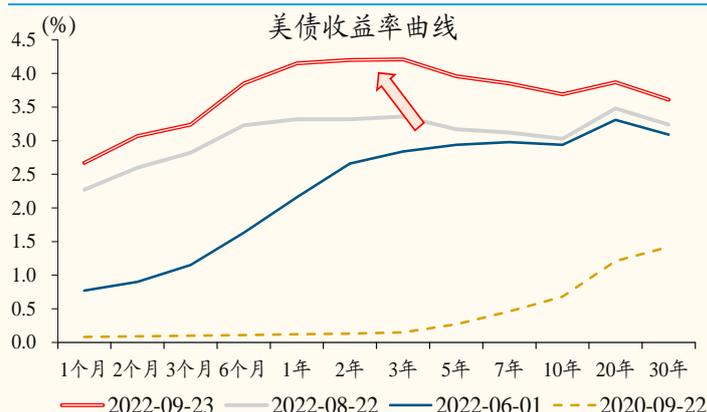


图表 14: 10Y 美债收益率走势



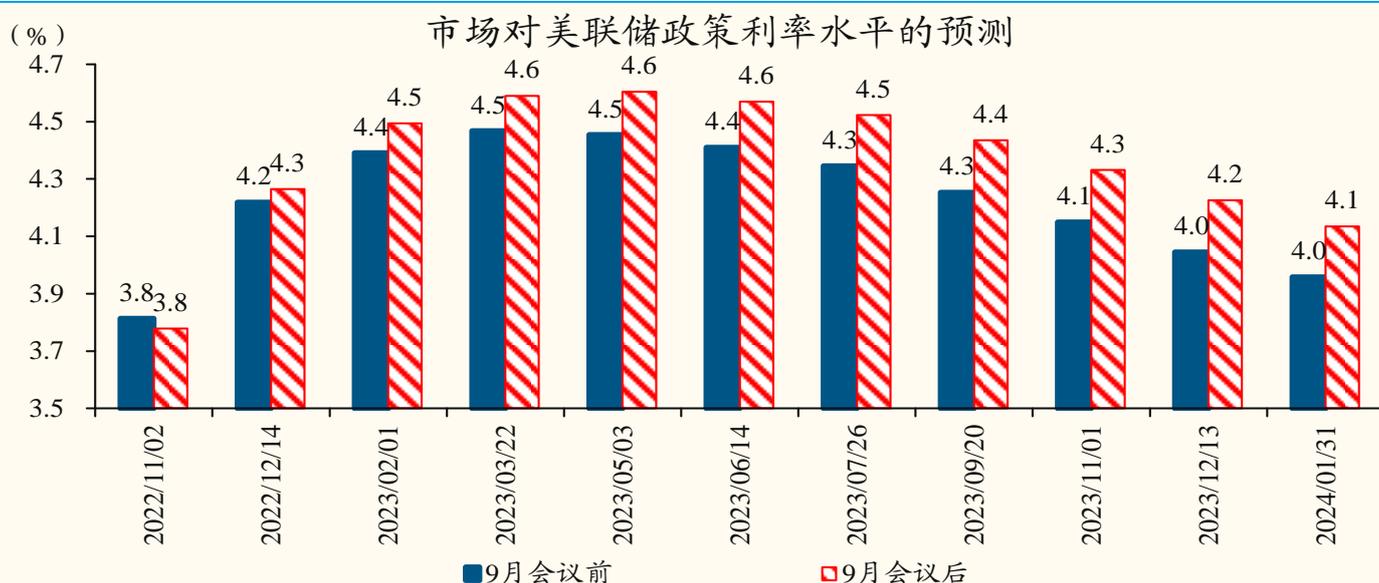
来源: Fed、国金证券研究所

图表 15: 美债收益率曲线趋平



来源: Fed、国金证券研究所

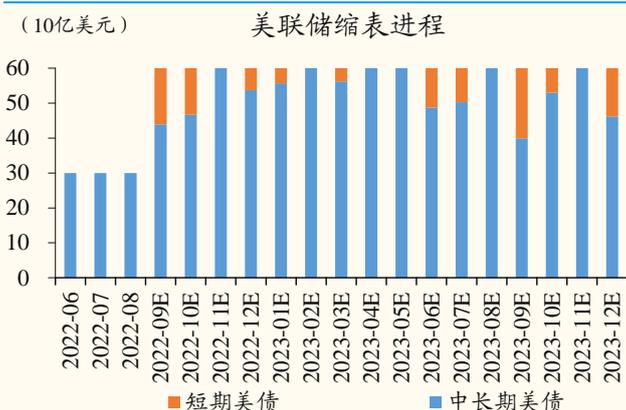
图表 16: 市场对美联储政策利率水平的预测



来源: Bloomberg、国金证券研究所

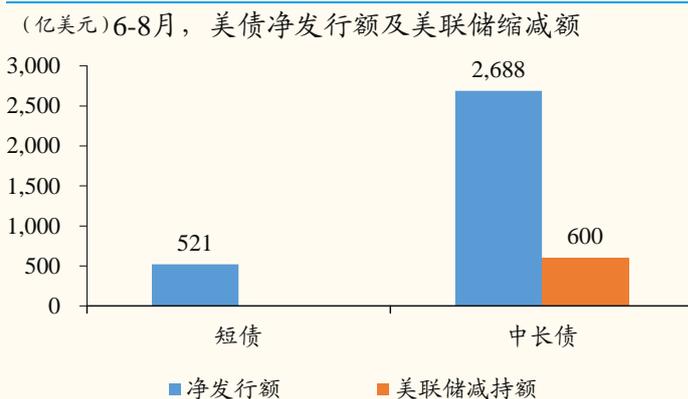
美联储 9 月以后的缩表速度翻倍，势必会加剧美债市场的供需矛盾。相比 6-8 月，美联储 9 月后的缩表速度将从每月 475 亿美元提升至每月 950 亿美元。再考虑到美债存量规模仍在持续扩张及美联储是疫后美债市场的“头号买家”，美联储加速缩表，将会给银行、共同基金、养老基金等其他机构带来更大的购债压力，可能会加剧美债市场的流动性压力。

图表 17: 美联储缩表将于 9 月后提速



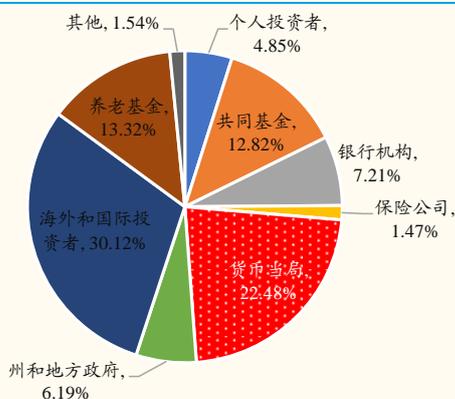
来源: Fed、国金证券研究所

图表 18: 美联储缩表遇上财政部债务规模增加



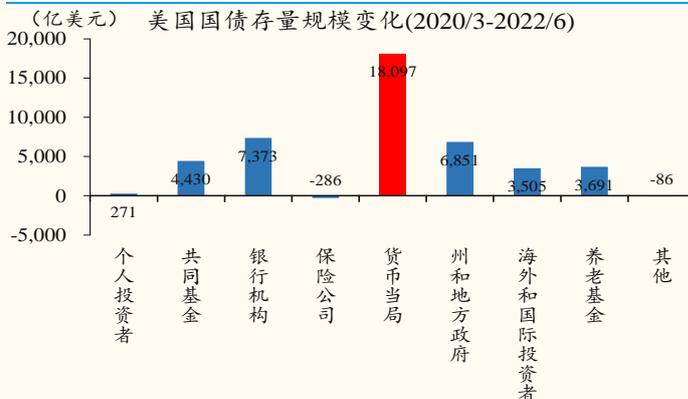
来源: Fed、国金证券研究所

图表 19: 存量美债持有人结构



来源: Fed、国金证券研究所

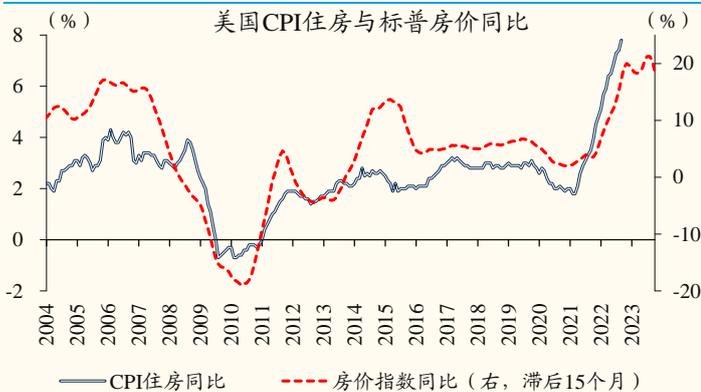
图表 20: 疫后各主体持有美债规模变化



来源: Fed、国金证券研究所

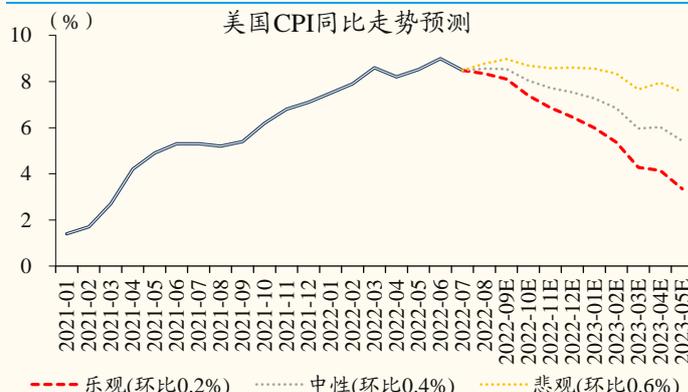
观点重申: 再考虑到美联储本轮加息终点利率或将高于 4.5%, 4% 大概率不是 10Y 美债利率的顶点。薪资及住房通胀粘性依然较强等背景下, 美联储加息持续性及终点利率不宜被低估。10Y 美债收益率的顶点与加息终点利率密切相关; 历次加息周期中, 10Y 美债收益率的高点均会高于政策利率的高点。展望未来, 10Y 美债利率大概率不会止步于 4%, 未来继续冲高的不利影响仍需关注 (详情参见《美债收益率, 会破“4%”吗?》)。

图表 21: 美国住房通胀或仍将上行



来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 中性情景下, 美国通胀难以快速回落



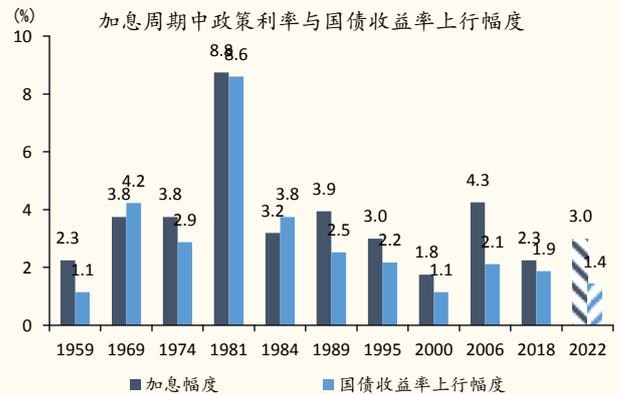
来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 加息周期中, 美债收益率与政策利率的高点



来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

图表 24: 加息周期中, 政策利率、美债利率上行幅度



来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 美联储减持美债规模不足 800 亿美元, 但分项之和显示减持 900 亿美元、符合计划, 二者相差超过 100 亿美元。100 亿美元的“缺口”缘于 Tips 本金的通知调整补偿, 实际上美联储严格按照计划减持美债。
- 美联储所持 MBS 规模不降反增, 主因从购买到结算存在最长 3 个月的时滞。展望未来, 美联储“账面上”持有的 MBS 或将在 9 月后将进入下降通道, 但缩减进程相较美债而言更不可测。
- 6 月以来, 美债利率走势, 更多是受着美联储加息预期的扰动, 缩表等影响或被“掩盖”。美联储 9 月以后的缩表速度翻倍, 或成美债利率上行的又一推力。再考虑到薪资及住房通胀粘性依然较强等, 美联储加息持续性及终点利率不宜被低估。结合历史经验来看, 10Y 美债利率不会止步于 4%, 未来继续冲高的不利影响仍需关注。

2、风险提示:

1、美国核心通胀居高不下。美国供应链瓶颈持续时长超预期, 叠加劳动力成本增速高企, 共同推升美国核心通胀。

2、美国就业修复不及预期。若美国通胀压力高企的同时, 就业修复不及预期, 美联储货币政策将会因为“类滞胀”格局而陷入两难。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402