

美联储 2023 年缩表节奏怎么看？

报告要点

本文首先对美联储的充裕准备金框架进行分析，然后比较本轮缩表和上轮缩表背景的不同，最后从美联储强弱加息预期下缩表节奏和美联储盈亏情况这三个方面进行分析，得出结论认为美联储在 2023 年缩表节奏仍将维持谨慎。

摘要：

2008 年后，美联储货币政策从短缺准备金框架转向充裕准备金框架。在充裕准备金框架下，美联储不再通过微调准备金供给来将 FFR 控制在目标区间内，而是构建了一套以 IORB 和 ON RRP 利率为管理利率的“地板系统”，把 FFR 控制在以 IORB 为上限和 ON RRP 为下限的区间中。因此，在货币正常化的加息过程中，只需要向上调整 IORB 和 ON RRP 利率，就能将 FFR 引导至目标区间，避免了通过大量 OMO 减少准备金供给才能调整 FFR 的尴尬处境。

然而，“地板系统”也有失效之时。本文通过结合准备金市场和回购市场流动性状况，总结出主要资金利率之间的四种动态关系，并得出结论：当美联储开始缩表，但仍处于加息时，资金面将面临流动性风险，FFR 有可能突破“地板系统”上限。因此，为了维持充裕流动性框架下“地板系统”对 FFR 的有效控制，美联储后续的缩表节奏将很大程度上取决于加息预期的变化。

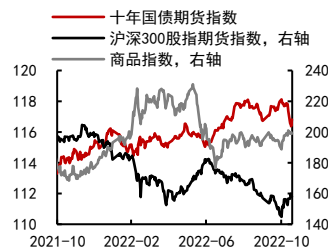
然后，我们复盘了 2017-2019 年的缩表过程，并发现本轮缩表与其有三点不同：

1) 虽然本轮每月缩表规模增加，但美联储对缩表节奏的把握却十分谨慎；2) 为应对高通胀危机，当前美联储的加息力度和节奏要显著强于 2017-2019 年；3) 当前美联储的负债结构与 2017-2019 年大为不同，ON RRP 和 TGA 比例显著上行。

最后，结合充裕准备金框架以及与上轮缩表的不同点，我们认为 2023 年美联储缩表仍将维持谨慎，且主动缩表的可能性不大，主要有三点原因：1) 若 2023 年加息预期仍强，则此时加速缩表或主动缩表反而可能带来流动性风险，导致充裕准备金框架下的以 IORB 和 ON RRP 利率为锚的“地板系统”失效，进而使得美联储无法完全控制 FFR 水平于目标利率区间，最终影响货币政策的有效性；2) 若 2023 年美联储加息预期走弱，资产端缩减速度会自然加快，负债端 ON RRP 规模也有下行动力，且准备金占 GDP 比重将接近本轮 QE 前水平。3) 从美联储盈亏情况来看，不论加息预期如何变化，2023 年利率的绝对水平大概率将维持高位，资产价格低而负债成本高的情况下，加速缩表将加剧其亏损压力。

总的来讲，本轮美联储缩表的任务相较上一轮将更加艰巨，而其艰巨之处并非在于缩表节奏有多快，反而在于在实现缩表目标和防止出现流动性危机之间的相互平衡。也因如此，展望 2023 年美联储的缩表节奏，本文所总结的三方面原因已经较为清晰地展示出其大概率将维持当前的谨慎节奏。所以，在美联储相对谨慎的缩表节奏下，美国权益市场并不易受到大幅冲击，但仍处于长期承压状态。而国内基本面则保持相对韧性，政策端也“以我为主”，故按弹性来看，国内资产配置节奏或呈现为“权益 \geq 黄金 \geq 债券 \approx 人民币”。

风险点：缩表速度明显不及预期；美联储货币政策明显转向。



资产配置研究团队

研究员：
姜婧

021-60812990

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

目录

摘要:	1
一、 美联储的充裕准备金框架	4
(一) 什么是充裕准备金框架?	4
1. 短缺准备金框架的失效	4
2. 充裕准备金框架下的利率调整机制——“地板系统” (Floor System)	5
(二) 充裕准备金框架下的货币政策正常化	8
1. 美国流动性体系的梳理	8
2. 加息和缩表节奏错位下的资金利率动态关系	9
二、 美联储 2023 年缩表节奏怎么看?	11
(一) 2017-2019 年缩表进程回顾	11
(二) 本轮缩表与 2017-2019 年缩表的不同点	14
(三) 2023 年美联储缩表节奏仍将维持谨慎	16
(四) 美联储谨慎缩表态度对国内资产影响几何?	19
免责声明	21

图目录

图表 1: 宏观周期金字塔以及其所对应的宏观指标和周期划分	4
图表 2: 短缺准备金框架下的准备金供求曲线	5
图表 3: 2008 年后准备金规模快速扩张	5
图表 4: 充裕准备金框架	6
图表 5: 充裕准备金框架下的“地板系统”	6
图表 6: 联邦基金市场参与者结构	7
图表 7: “地板系统”的操作机制	7
图表 8: 美国回购市场体系	8
图表 9: 美国流动性交易市场的简要梳理	9
图表 10: 资金利率之间的动态关系	9
图表 11: 2021 年 6 月后 ON RRP 规模快速扩张	10
图表 12: 大幅加息预期下货币市场基金国债持有占比下行	10
图表 13: 2017 年缩表后准备金余额下行, 国债持续增多	11
图表 14: 2019 年后 EFR 开始超过 IORB	11
图表 15: 国债缩减速度符合预期, MBS 缩减略不及预期	12
图表 16: 2017-2019 年缩表资产端最终合意水平	12
图表 17: 被动缩表影响美联储资产负债表的三条路径 (以国债为例)	13
图表 18: 2017-2019 缩表中银行和非银承接新发债券	14
图表 19: 2017-2019 年缩表负债端最终合意水平	14
图表 20: 本轮缩表中 ON RRP 和 TGA 账户规模较 2017-2019 缩表期间更大	15
图表 21: ON RRP 规模扩张由政府型货币市场基金主导	16
图表 22: 货币市场基金国债结构中以短期国债为主	16
图表 23: 短期国债供给于 2021 年后减少、22 年企稳	16
图表 24: 2023 年上半年仍存美联储加息预期	16
图表 25: 目前美联储缩表速度	17

中信期货资产配置策略专题报告

图表 26: 美联储持有国债和 MBS 期限结构.....	17
图表 27: 目前存量 MBS 对应贷款利率远高于存量平均利率.....	18
图表 28: 加息后再融资类贷款比例显著下降.....	18
图表 29: 三类情景下的准备金规模预测.....	19
图表 30: 三类情景下准备金占 GDP 比重预测.....	19
图表 31: MBS 指数在 2022 年大幅回落.....	19
图表 32: 2022 年 6 月模型中今明两年美联储将面临亏损.....	19
图表 33: “仅加息、加息+缩表、仅缩表” 区间内中美债券、股票、汇率、商品的价格表现	20

自 2022 年 6 月美联储正式开启缩表以来，虽然美国国债缩表节奏符合预期，目前每月缩表规模已经超过 600 亿美元/月的上限，但是 MBS 的缩表节奏却距离 350 亿美元/月的目标相距甚远。因此，市场开始关注 2023 年美联储是否会加速缩表节奏，以达成既定的缩表目标。本文首先对美联储的充裕准备金框架进行分析，然后比较本轮缩表和上轮缩表背景的不同，最后从美联储强弱加息预期下缩表节奏和美联储盈亏情况这三个方面进行分析，得出结论认为美联储在 2023 年缩表节奏仍将维持谨慎。

一、美联储的充裕准备金框架

(一) 什么是充裕准备金框架？

上世纪 90 年代以后，美联储的货币政策从调控货币总量转为对调控利率。而货币政策工具，也从调控货币供给量转为通过公开市场业务来影响联邦基金利率水平，并通过利率传导机制进一步影响不同期限和不同市场的利率，最终影响美国甚至全球金融市场和经济的运行。因此，美联储的利率调整框架也成为分析其加息或缩表等操作中重要的一部分内容。

图表 1：宏观周期金字塔以及其所对应的宏观指标和周期划分



资料来源：中信期货研究所

1. 短缺准备金框架的失效

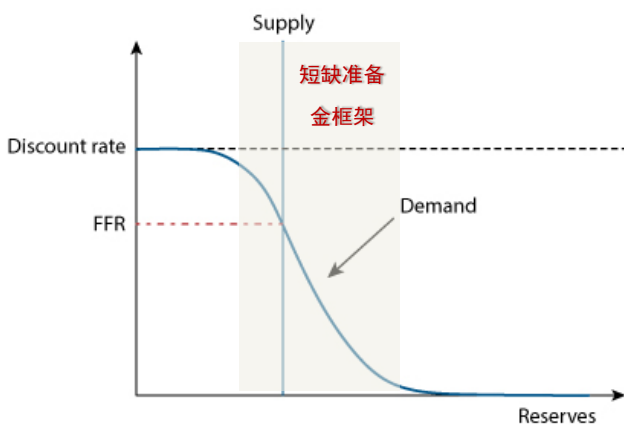
在 2008 年之前，美联储货币政策实际上一直处于短缺准备金框架之下 (Limited/Scarce Reserves Regime)。所谓短缺准备金框架，实际指的就是美联储负债端的构成中，准备金比例和总量都处于较低位置。在这个框架之下，美联储的货币政策操作存在一个教科书版本的逻辑：联邦公开市场委员会 (FOMC) 为实现联邦基金利率目标 (FFR，银行间无抵押隔夜利率)，通过公开市场操作 (OMO) 微调银行间流动性供给，使其与流动性需求曲线相交于目标区间 (图表 2)。其中，所谓流动性，在银行体系中即为准备金规模，因此与大部分供求模型一样，准备金供需曲线的交点也就决定了 FFR 的水平。而这一体系能够运行的基础是供给曲线与需求曲线相较处，需求曲线的弹性要较大，即意味着准备金的供给水平不能过高也不能过低。一旦准备金水平过高或过低，美联储就无法通过 OMO 微调市场流动性对 FFR 造成有效影响。而在 2008 年之美联储开始 QE 之前，准备金规模也确实维持低位，因而也保障了这一阶段短缺准备金框架的流畅运行。

2008 年美联储开启 QE 后，准备金规模大幅上行，而当进行货币政策正常化时，短缺准备金框架对政策利率的调控机制却趋于失效。2008 年金融危机后，3

轮 QE 操作使得美联储负债规模大幅上行，其中又以准备金规模的扩张为最，这导致准备金供给曲线大幅向右移动进入充裕准备金区间（Ample Reverses，图表 4）。此外，金融危机后，以巴塞尔协议为代表的一系列金融监管改革不断推进，对银行杠杆率设定了诸多限制，导致银行的风险偏好下降，进而增加了其对准备金的需求，最终使得准备金需求曲线右移。

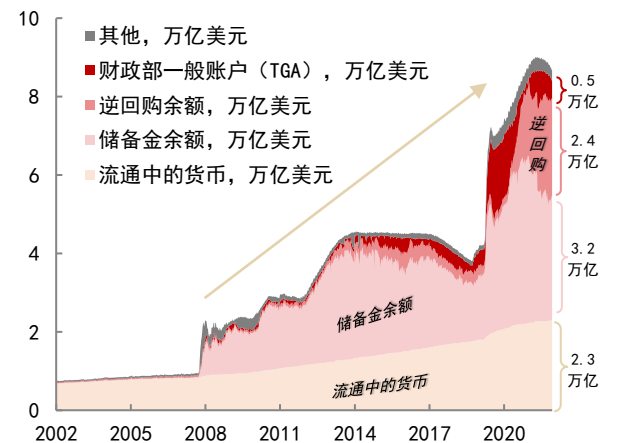
如果按短缺准备金框架下调控利率的操作逻辑，若要在货币政策正常的过程中抬升 FFR 水平，那只需通过 OMO 吸收全部 QE 阶段所释放的准备金即可，否则仅通过少量 OMO 对准备金供给曲线微调并不能有效改变 FFR。然而，这种大量回收流动性的方法的可行性并不高。除了需求曲线的右移本就使得准备金供给无需回到 QE 前水平的原因为外，快速回收巨量流动性对刚恢复元气不久的世界经济也将是又一次沉重打击；另一方面，金融危机后全球经济面临着更多困难与不确定性，货币政策再次转宽的可能性并不低（正如美联储在 2019 年以及应对新冠疫情时所做的那样），重回短缺准备金的模式显然已经无法与当前金融市场的新形势相匹配。因此，美联储急需在充裕（Ample）甚至是过剩（Abundant）准备金的背景下，创设一套更加行之有效的 FFR 调整框架。

图表 2：短缺准备金框架下的准备金供求曲线



资料来源：StlouisFed 中信期货研究所

图表 3：2008 年后准备金规模快速扩张



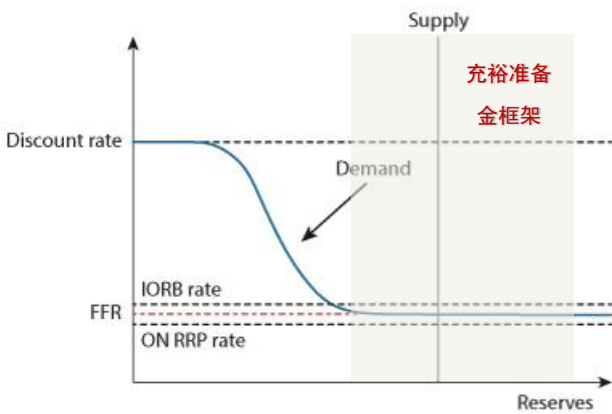
资料来源：Wind 中信期货研究所

2. 充裕准备金框架下的利率调整机制——“地板系统”（Floor System）

虽然在充裕准备金框架下传统 OMO 操作已逐渐失效，但这反而给利率调整机制提供了一种更为直接的方法：即通过给 FFR 设定一个下限，只要通过抬升下限，就可以抬升 FFR，进而得以实现货币政策正常化。而该下限即为所谓的“地板”，目前美联储的“地板系统”由两个利率构成：1) 准备金余额利率（IORB），即美联储为存款类金融机构的准备金余额支付的利息率。该利率在 2006 年的《金融服务监管救济法案》中就被授权于 2011 年 10 月生效，但受金融危机影响，2008 年《紧急经济稳定法案》将该利率生效日期提前至 2008 年 10 月。该利率一开始分为准备金余额利率（IORR）和超额准备金余额利率（IOER），2021 年 6 月 IORR 和 IOER 被统一修订为 IORB，下文也统一使用 IORB。2) 隔夜逆回购

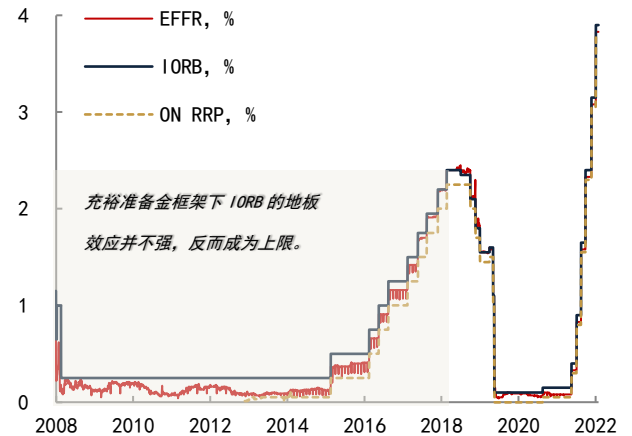
利率（ON RRP 利率），即美联储向更广泛的金融机构出售国债并在次日回购所支付的利息率。隔夜逆回购于 2013 年 9 月开启，相较于 IORB 对手方仅为存款类金融机构，ON RRP 的对手方包括还政府支持机构（GSEs，其中又以联邦住房贷款银行 FHLBs 为主）、一级交易商（Prime Dealer）和货币市场共同基金（MMF）等。

图表 4：充裕准备金框架



资料来源：StLouisFed 中信期货研究所

图表 5：充裕准备金框架下的“地板系统”



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

IORB 的地板效应并不强，在实际情况下，充裕流动性框架下的 IORB 往往成为 FFR 的上限。理论上，IORB 应该成为 FFR 的下限，由于 IORB 是银行存放在美联储准备金的利率，因此如果 IORB 高于 FFR，则银行资金拆出方一定会选择存入美联储而非在联邦基金市场上进行拆借，进而带动 FFR 向上逼近 IORB；而如果 IORB 显著低于 FFR，那么联邦基金市场资金供给就会大幅增加，进而带动 FFR 向下逼近 IORB。因此，充裕流动性框架下的 FFR 理论上应小幅高于 IORB，或者至少应围绕 IORB 小幅波动。但从实际情况上来看（图表 5），在准备金流动性较好的情况下 IORB 却成为 FFR 的实际上限。**造成这种现象的原因主要有两点：**

1) **充裕准备金框架下，银行存在套利链条。**由于 IORB 的交易对手方仅为银行，因此 IORB 更准确来说是银行的 FFR 下限，而在联邦基金市场上，除了银行还有其他非银金融机构的参与（图表 6）。2008 年后，联邦住房贷款银行（FHLBs）成为联邦基金市场上主要的资金借出方，超过 70% 的资金都是由其借出。关于 FHLBs 有十分多可以讨论的点，但这并非本文关注的重点，**我们只想知道的是作为主要资金借出方的 FHLBs 为什么愿意以低于 IORB 的利率借出资金？**理由其实非常简单，由于 FHLBs 不是银行，所以其无法赚取 IORB，因此在流动性充裕的环境下，其只能以低于 IORB 的利率去吸引银行来借款。而作为联邦基金主要借入方的银行，既能以低于 IORB 的 FFR 借入资金，又能将其存入美联储赚取 IORB，形成套利。由于这种套利模式的存在，使得只要 FHLBs 有足够的流动性和意愿在联邦基金市场拆出资金，FFR 就会低于 IORB。不过，正如前文所强调的，这一套利模式的运行基于的是流动性宽裕，一旦流动性紧张，这种套利机制将出现问题，正如 2019 年 9 月发生的那样，后文也将对这一阶段进行简要分析。

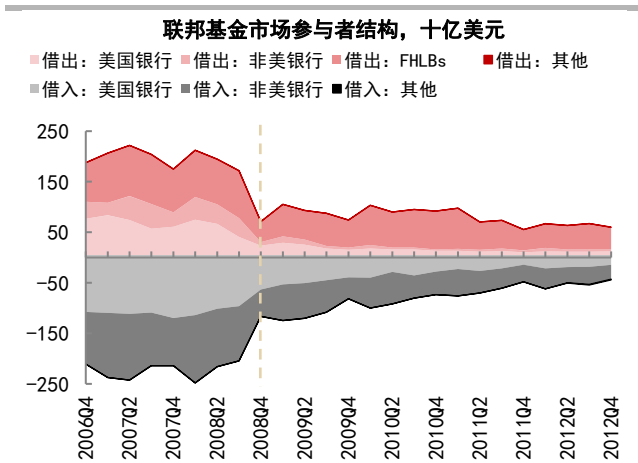
2) **银行套利的摩擦成本。**虽然从 FHLBs 的角度来讲，其确实有以低于 IORB

的利率借出资金的理由，但是套利空间不会一直存在，理论上套利空间在大量需求的驱动下应该快速消失。而如果充裕准备金框架下的 FFR 长期都无法向 IORB 收敛，那很有可能是银行在上述套利链条的操作过程中存在某种摩擦成本。**从目前的研究来看，可能由两类摩擦成本组成：**首先，2010 年《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 通过后，美国银行向联邦存款保险公司 (FDIC) 每年所支付的存款保险费的计算基础不再以存款为标准，而是将基数扩大至全部资产总额。因此，如果银行进行大量的套利操作，其资产负债表的大幅扩张会导致其存款保险费的上行，进而增加了套利成本。其次，资产负债表扩张还会导致资本金需求的提升，而银行募集额外资金又存在高于 FFR 的成本，也变相增加了银行套利成本。所以，由于套利摩擦成本的存在，除非银行的流动性实在紧张，否则充裕流动性框架下的 FFR 也不会快速向 IORB 逼近。

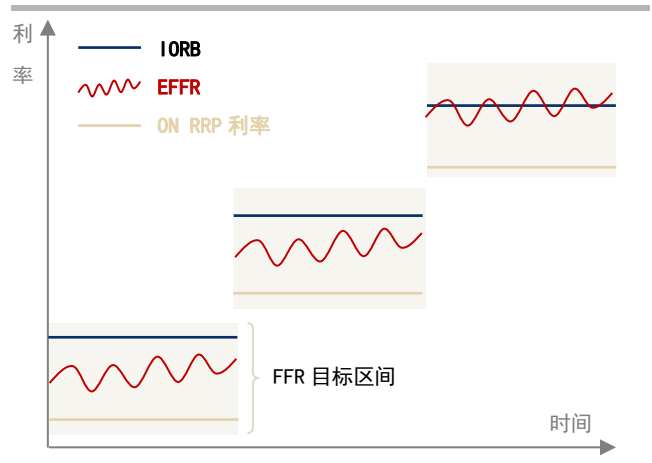
上述两个原因导致 IORB 在充裕流动性框架下的“地板”功能不足，在货币政策正常化早期银行流动性还很充足的情况下，IORB 很有可能无法抬升 FFR，为此美联储使用隔夜逆回购 (ON RRP) 工具为 FFR 设置了一个“硬地板”。ON RRP 的特点就是美联储对手方范围的扩大，为联邦基金市场的主要玩家都提供了一个无风险利率。因此，针对 ON RRP 就不存在所谓的套利空间，一旦市场资金利率低于 ON RRP 利率，所有金融机构都有动力把钱投入 ON RRP，进而使得 FFR 几无可能低于 ON RRP 利率。

总的来讲，在充裕准备金框架下，以 IORB 和 ON RRP 利率为管理利率所形成的“地板系统”通常能把 FFR 控制在以 IORB 为上限和 ON RRP 为下限的区间中 (图表 7)。因此，在加息过程中，只需要向上调整 IORB 和 ON RRP 利率，就能将 FFR 引导至目标区间，避免了通过大量 OMO 减少准备金供给才能调整 FFR 的尴尬处境。然而，随着货币政策正常化的深入推进，尤其是缩表进程开启后，充裕准备金框架下的准备金也开始呈现趋紧走势，IORB 仍有成为“地板”的可能，后文讲对充裕准备金框架下的货币政策正常化进程做更深入的分析。

图表 6：联邦基金市场参与者结构



图表 7：“地板系统”的操作机制



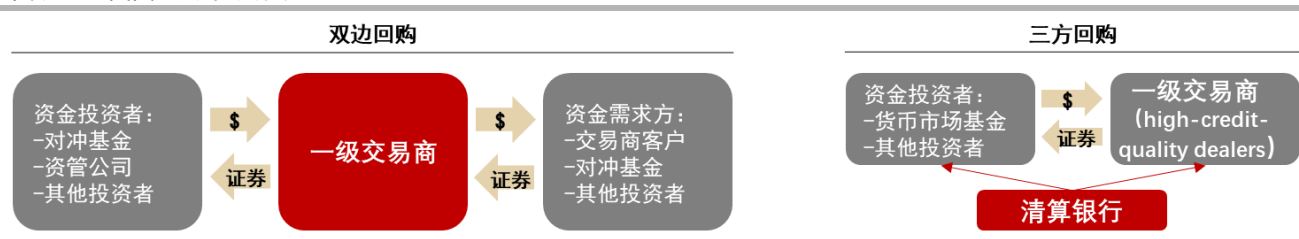
(二) 充裕准备金框架下的货币政策正常化

1. 美国流动性体系的梳理

在分析充裕准备金框架下的货币政策正常化路径之前，我们首先对美联储流动性体系做一个简要的梳理，以便于更清晰地看到资金利率博弈的重点在哪里。我们将从两个方面作简要梳理：1) 主要的流动性交易市场有哪些？2) 各个市场的主要玩家是谁？

1) 四类主要流动性交易市场：准备金市场、联邦基金市场、ON RRP 市场和回购市场 (Repo Market)。其中，准备金市场、联邦基金市场和 ON RRP 市场的运行机制已在上文提及，在此不过多赘述，这部分着重介绍美国回购市场。不同于联邦基金市场，回购市场是需要抵押证券的，且回购协议期限也相对较长，以隔夜到 1 年期为主。回购市场的参与者主要有三类，一是美联储，二是银行，三是非银金融机构，包括一级交易商 (大型投行为主)、保险公司、对冲基金、养老基金、货币市场基金 (MMFs)、政府支持机构 (GSEs) 等。从回购协议类型上来看，主要分为双边回购 (Bilateral Repo, 交易双方直接交易)、三方回购 (Tri-Party Repo, 通过清算银行交易, 该回购利率为 TGCR) 和一般抵押回购 (GCF Repo), 其中以三方和双边回购为主。在三方回购中, 资金的主要供给方 (回购买方) 为货币市场基金, 资金的主要需求方 (回购卖方) 为大型的交易商; 而在双边回购中, 资金主要供给方为一级交易商, 资金的主要需求方为其他交易商和对冲基金等。然而, 银行和 GSEs 作为联邦基金市场和回购市场的共同参与者, 虽然在 2008 年金融危机后风险偏好显著降低, 使得其在回购市场的参与度较小, 但若回购市场利率显著高于联邦基金利率, 银行和 GSEs 也会选择将流动性投入回购市场。

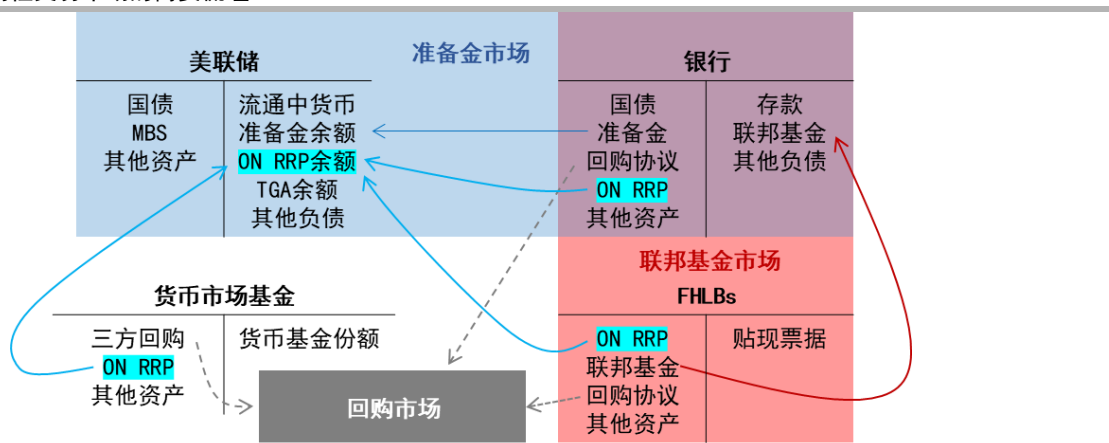
图表 8: 美国回购市场体系



资料来源: SIFMA 中信期货研究所

2) 四类主要参与机构: 美联储、存款类金融机构 (银行)、GSEs (FHLBs 为主)、货币市场基金。从对上述四类流动性交易市场的参与程度来看, 美联储参与准备金市场和 ON RRP 市场, 银行主要参与准备金市场、联邦基金市场和回购市场, GSEs 主要参与联邦基金市场、ON RRP 市场和回购市场, 货币市场基金主要参与 ON RRP 市场和回购市场。因此, 从结构上来看, 联邦基金市场的主要参与者 (银行和 FHLBs) 连接者准备金市场和回购市场, 因此联邦基金市场流动性水平实际上是准备金流动性和回购市场流动性共同决定的结果。所以, FFR 水平的变化, 就与 IOIB 与回购市场利率 (TGCR/SOFR) 息息相关, 并导致三者之间并没有明确的上下限关系, 而是随着两个市场流动性相对强弱的变化而变化。

图表 9：美国流动性交易市场的简要梳理

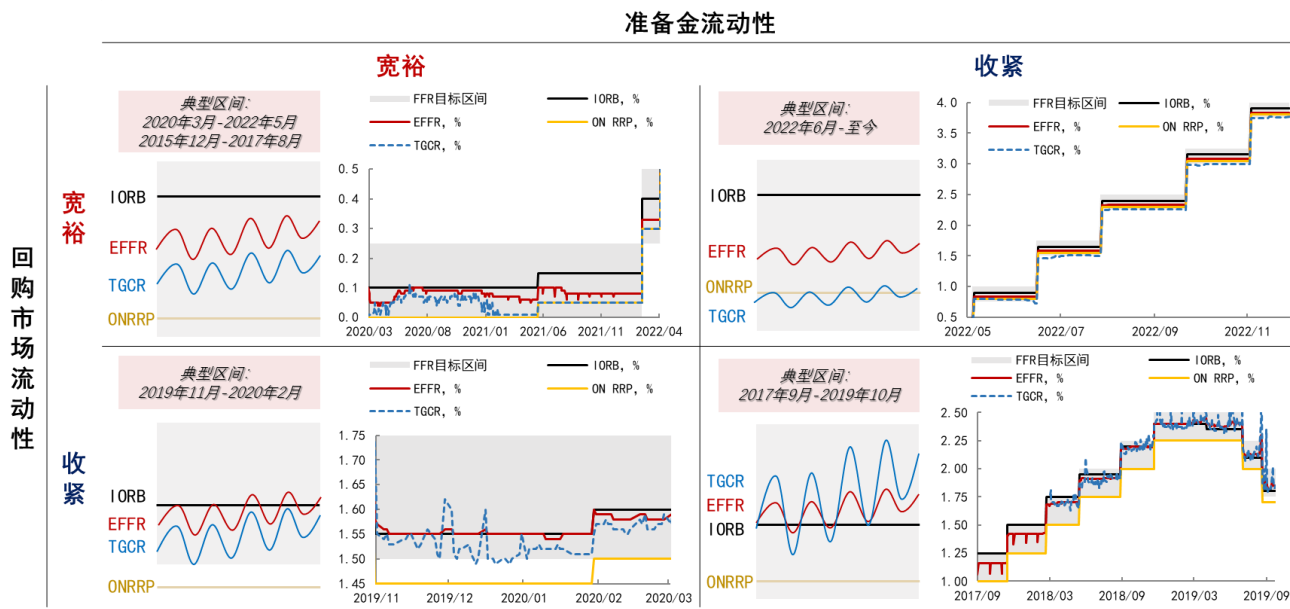


资料来源：中信期货研究所

2. 加息和缩表节奏错位下的资金利率动态关系

虽然“地板系统”保证了FFR至少能在目标区间内运行，但正如上文所言，其与IORB之间并非简单的上下限关系，而是与准备金市场流动性与回购市场流动性的相对强弱息息相关。而这两个市场的流动性变化，本质上与美联储的货币政策具有强相关性。在货币政策正常化过程中，加息和缩表节奏的错位往往会导致资金利率之间呈现不同的关系模式。从实际结果上来看，根据准备金市场和回购市场流动性情况的结合，共有四类模式，如下图：

图表 10：资金利率之间的动态关系



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

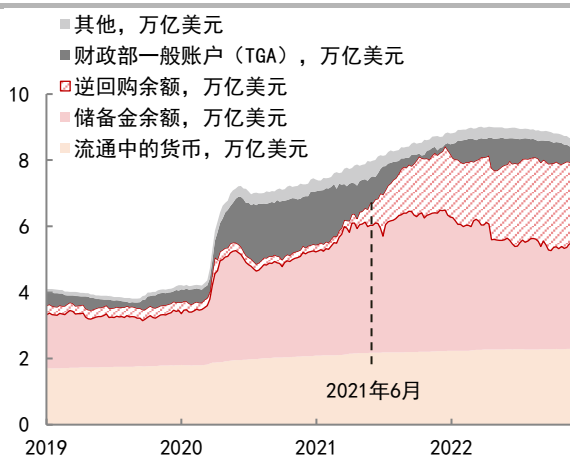
具体来看：

1) 准备金和回购市场流动性均宽裕， $IORB > EFFR > TGCR > ONRRP$ 利率，通常发生在加息后、缩表前。此时是最理想的充裕准备金框架下的利率决定机制，由于两个市场流动性均宽裕，银行和回购资金需求并不强，导致FHLBs很难在两

个市场上获得高利率，因此其主要承担为银行提供流动性的角色，FFR 的水平也会维持在 IORB 之下以维持套利空间。这种情况通常出现在加息早期或者货币政策宽松期间，其中典型的例子是 2015 年 12 月-2017 年 8 月（上一轮货币政策正常化中加息后、缩表前的时间区间）、2020 年 3 月-2022 年 5 月（本轮货币宽松+加息后、缩表前的时间区间）。

2) 准备金流动性收紧但回购市场流动性维持宽裕， $IORB > EFR > ON RRP$ 利率 $\geq TGCR$ ，通常发生在缩表后、且仍大幅加息中。理论上，缩表开始后，新发国债将由商业银行或者货币市场基金承接，进而消耗准备金和 ON RRP 规模。但是，若此时美联储仍有大幅加息的预期存在，国债价格有较大的潜在下行风险，风险偏好较低的银行和货币市场基金因此并不会在这个时候购买国债，而是转入流动性更好的短期资产，如 ON RRP 或回购协议等，故此时的货币市场基金就面临“资产荒”的局面。同时，货币市场基金虽然可以将资金转入 ON RRP 账户，但由于 ON RRP 购买量也存在最终上限，进而使得其在回购市场上也愿意以低于 ON RRP 利率借出资金。这正是 2022 年 6 月美联储开始缩表后市场上发生的事情，即 TGCR 长期处于 ON RRP 利率之下。但随着美联储加息预期逐渐趋缓，一旦银行和货币市场基金开始承接国债，那么 ON RRP 规模有可能快速下降。

图表 11：2021 年 6 月后 ON RRP 规模快速扩张



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：大幅加息预期下货币市场基金国债持有占比下行



资料来源：Wind 中信期货研究所

3) 准备金和回购市场流动性均收紧， $TGCR \geq EFR \geq IORB > ON RRP$ 利率，通常发生在缩表后、加息末期。这个阶段的代表时期是 2019 年 9 月中旬发生的“美国钱荒”。2019 年 9 月 16 和 17 日，TGCR 和 FFR 均大幅向上偏离 IORB。彼时发生“钱荒”的原因，一方面是 2017 年缩表后准备金本就处于收紧的背景之下，虽然美联储 8 月已停止缩表，但整体准备金水平的回落仍对银行流动性形成一定压力；另一方面，随着加息步入尾声，国债规模的持续上行也持续吸收着银行和货币市场基金的流动性，9 月上半月美国财政部就发行了约 780 亿美元国债；此外，9 月 16 日是美国企业季度交税截止日，叠加当时市场传闻沙特由于油田遇袭可能从海外撤回大量资金，导致 9 月 16 和 17 日货币市场流动性更是突然收紧。回购市场上货币市场基金等主要资金提供方几无借出意愿，导致 TGCR 等抵押利率飙升。而 TGCR 的上行也吸引 FHLBs 开始向回购市场注入流动性，因而导

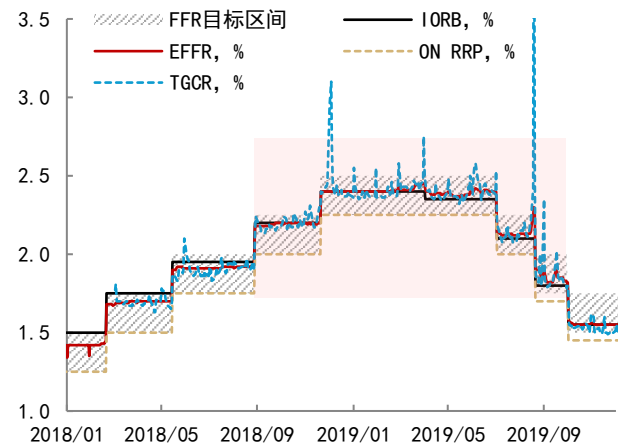
致联邦基金市场的资金供给减少，而准备金收紧情况下银行对资金的需求却不减，因此故联邦基金市场流动性呈现供给减少而需求增加的局面，使得 FFR 跟随 TGCR 大幅上行超过 IORB。因此，在准备金和回购市场资金双紧的情况下，IORB 又成为了 FFR 的实际下限。

图表 13：2017 年缩表后准备金余额下行，国债持续增多



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 14：2019 年后 EFFR 开始超过 IORB



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

4) 准备金市场流动性宽裕但回购市场流动性收紧， $IORB \geq EFFR \geq TGCR > ON RRP$ 利率，通常发生在货币政策正常化进程结束后。这种情况其实与准备金和回购市场流动性双宽的结论类似，唯一的不同是回购市场流动性偏紧会使得 TGCR 水平相对较高，因而推升 FFR 始终十分接近 IORB。但历史上这段时间持续时间较短，目前并不能得出十分可靠的结论。

总的来讲，在充裕准备金框架下进行货币政策正常化，加息过程中美联储只需要通过抬升“地板系统”中的 IORB 和 ON RRP 利率，就可以将 FFR 维持在目标区间。当美联储开始缩表，但仍处于加息时，FFR 有可能突破“地板系统”上限。因此，为了维持充裕流动性框架下“地板系统”对 FFR 的有效控制，美联储后续的缩表节奏将很大程度上取决于加息预期的变化。

二、美联储 2023 年缩表节奏怎么看？

(一) 2017-2019 年缩表进程回顾

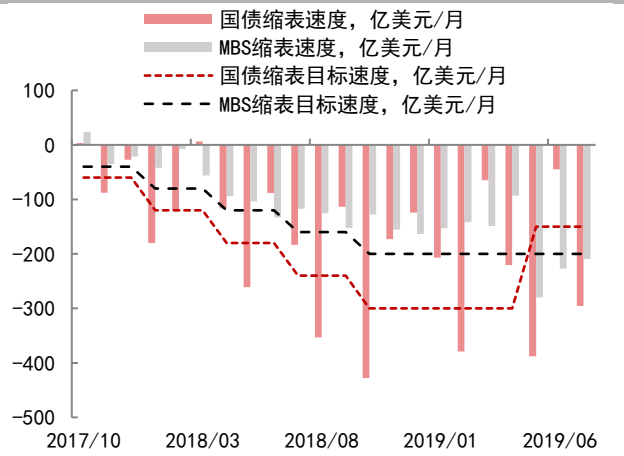
美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 在 2014 年 9 月发布了关于货币政策正常化的原则和计划。FOMC 认为，货币政策正常化有两个主要目标：1) 逐步将 FFR 的目标区间上调至正常水平；2) 逐步减少美联储的债券持有量，即缩表。随后美联储于 2015 年 12 月开始加息，2017 年 10 月开始缩表，并于 2018 年 12 月完成最后一次加息，2019 年 8 月停止缩表。

在这一轮缩表过程中，美联储表现得较为谨慎，主要表现在两个方面：1) 采用到期不再投资方式进行被动缩表，对每月缩表规模进行上限设定，再投资

只会在超过上限的部分中发生。具体来看，根据 2017 年 6 月 FOMC 会议，美联储计划开始缩表初期，美国国债/MBS 每月缩表上限为 60/40 亿美元，并以每 3 个月增加 60/40 亿美元的速度，最总达到 300/200 亿美元的缩表速度。2) 设定最终准备金余额水平将高于金融危机前水平，虽然美联储在设定货币政策正常化的计划时考虑到了缩表可以引发潜在的流动性风险问题，但当时并没有给出明确的解决方式。但从实际情况来看，2019 年 FFR 持续超过 10RB 后，准备金流动性趋紧的情况下，美联储最终的解决方法就是停止缩表，以维持充裕准备金框架下货币政策的有效性。

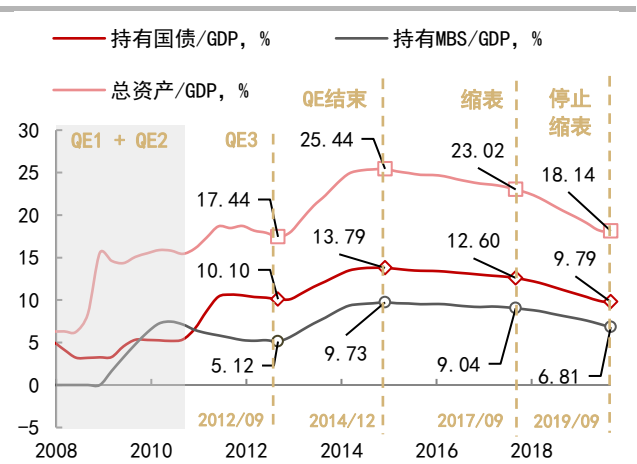
资产端，国债/MBS/总资产最终合意规模约为占 GDP 比重的 10%/7%/18%，国债缩减速度符合预期，而 MBS 速度略不及预期。虽然这种存量比流量的比值指标存在一定的问题，但是至少也给我们提供了一种相对可靠的判断美联储缩表的最终合意规模的方法。如果仅从总量上来看，2012 年 9 月美联储开始 QE3 时的资产总额约 2.9 万亿美元，到 2019 年 8 月缩表结束为 3.8 万亿美元，缩表停止后资产总额规模仍比 QE3 前增长约 34%。而如果从资产与 GDP 比值来看，美联储停止缩表的节奏似乎就有迹可循，2019 年 9 月总资产占 GDP 的比重基本与 QE3 开启时持平，持有国债规模占 GDP 的比重甚至低于 QE3 开启时水平。因此，若资产占 GDP 比重已经接近上一轮 QE 前水平，那么美联储继续缩表的意愿大概率会有所减少。

图表 15: 国债缩减速度符合预期，MBS 缩减略不及预期



资料来源: Wind Fed 中信期货研究所

图表 16: 2017-2019 年缩表资产端最终合意水平



资料来源: Wind 中信期货研究所

负债端，准备金余额下行幅度最大，ON RRP 和 TGA 账户余额较为稳定。在讨论 2017-2019 年缩表对美联储资产负债表负债端的影响时，首先简要介绍被动缩表（债券到期后美联储不再投资债券）影响美联储负债结构的三种路径，此处以国债为例：

1) 国债到期后，财政部不再发行国债，TGA 账户规模减小。简单来讲，由于财政部不新发国债，美联储手中国债到期后，财政部就从 TGA 账户中支取金额支付到期本金，导致 TGA 账户规模的减小。

2) 国债到期后，银行承接财政部新发行新的国债，准备金规模减小。一旦

财政部新发国债，对财政部而言美联储手中到期的国债可用新募集资金填补，因此并不需要动用 TGA 账户中的资金。而这部分新发国债若由银行承接，那么银行流动性就会吃紧，进而带动准备金规模减小。

3) 国债到期后，非银机构承接财政部新发国债，ON RRP 和准备金规模减小。新发国债若由非银金融机构承接，虽然其可以从其他市场进行融资，但一旦其他融资源成本上升或者整体流动性环境趋紧，那么就只能从存款或者 ON RRP 账户中支取资金。而支取存款则会带动银行流动性趋紧，进而导致准备金规模的下降。因此，会导致 ON RRP 和准备金规模均有所下行。

图表 17：被动缩表影响美联储资产负债表的三条路径（以国债为例）

到期 X 亿 财政部不新发国债		到期 X 亿 银行承接新发国债 Y 亿		到期 X 亿 非银承接新发国债 Y 亿，其中 Z 亿来自 ON RRP			
美联储		美联储		美联储		财政部	
资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
国债 -X	TGA -X	国债 -X	TGA -X TGA +Y 准备金 -Y	国债 -X	TGA -X TGA +Y 准备金 -(Y-Z) ON RRP -Z	TGA -X TGA +Y	国债 -X 国债 +Y
财政部		银行		非银		银行	
资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
TGA -X	国债 -X	国债 +Y 准备金 -Y	-	国债 +Y ON RRP -Z 存款 -(Y-Z)	-	准备金 -(Y-Z)	存款 -(Y-Z)
财政部		财政部					
资产	负债	资产	负债				
TGA -X TGA +Y	国债 -X 国债 +Y						

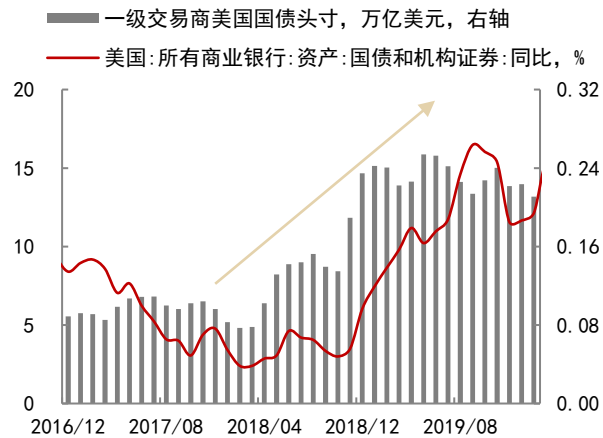
资料来源：Fed 中信期货研究所

从 2017-2019 年的情况来看，由于这一阶段美国国债仍在加速发行过程中，所以第一种情况发生的情况较少，TGA 账户规模并没有明显变化，甚至总量上还有所扩张。因此，在银行和货币基金承接大部分新发债券的情况下（图表 18），准备金和 ON RRP 规模均有所减少，其中以准备金规模的下行最为明显。

从负债端最终的合意规模来看，准备金/ON RRP/TGA 规模占 GDP 比重约为 6.63%/1.35%/1.42%，准备金占比低于 QE3 前水平。由于 2008-2014 年的 QE 过程中，ON RRP 和 TGA 规模占比较小，因此我们主要关注准备金水平在缩表过程中最终落在何处。从结果上来看 2019 年结束 QE 时，准备金占 GDP 比重已经低于 QE3 前水平，这或许也间接解释了为何 2019 年资金面始终处在较紧的局面以及为何美联储会选择在这一年结束缩表。

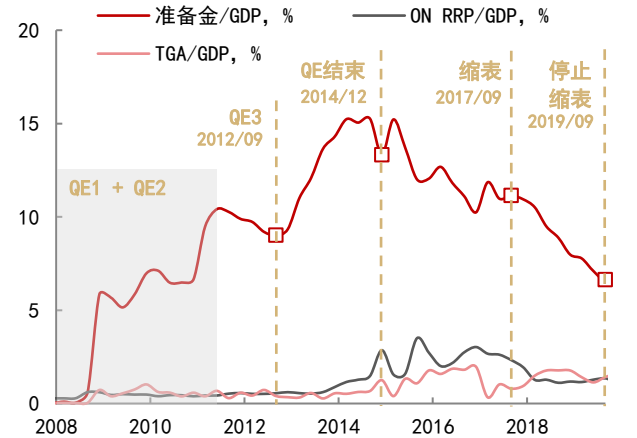
总的来讲，在 2017-2019 年的缩表进程中，资产端国债缩减速度符合预期、负债端准备金显著下行而 ON RRP 和 TGA 规模变化较小，缩表进程结束的信号可能是资产或准备金规模占 GDP 比重接近或低于上一轮量化宽松前水平。目前准备金规模占 GDP 比重已接近 2020 年 QE 前水平，从这个角度来看，美联储此时加速准备金规模下降的动机并不强。

图表 18：2017-2019 缩表中银行和非银承接新发债券



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表 19：2017-2019 年缩表负债端最终合意水平



资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 本轮缩表与 2017-2019 年缩表的不同点

本轮缩表进程开始于 2022 年 6 月，根据 5 月美联储发布的缩减资产负债表规模计划，共有以下两个要点：

1) 以停止再投资（被动缩表）的方式对资产负债表规模进行可预测的缩减。资产端，国债/MBS 缩减速度上限为最初 3 个月每月缩减 300/175 亿美元，三个月后增加到每月缩减 600/350 亿美元。

2) 负债端，当准备金余额略高于或与充裕准备金水平保持一致时，将放慢并停止资产负债表规模的下降；同时，即便停止缩表，准备金余额仍有可能在一段时间内继续下行，直到准备金余额达到充裕水平。

结合目前美联储资产负债表状况，我们可以观察到本轮缩表与 2017-2019 年缩表的 3 点显著不同：

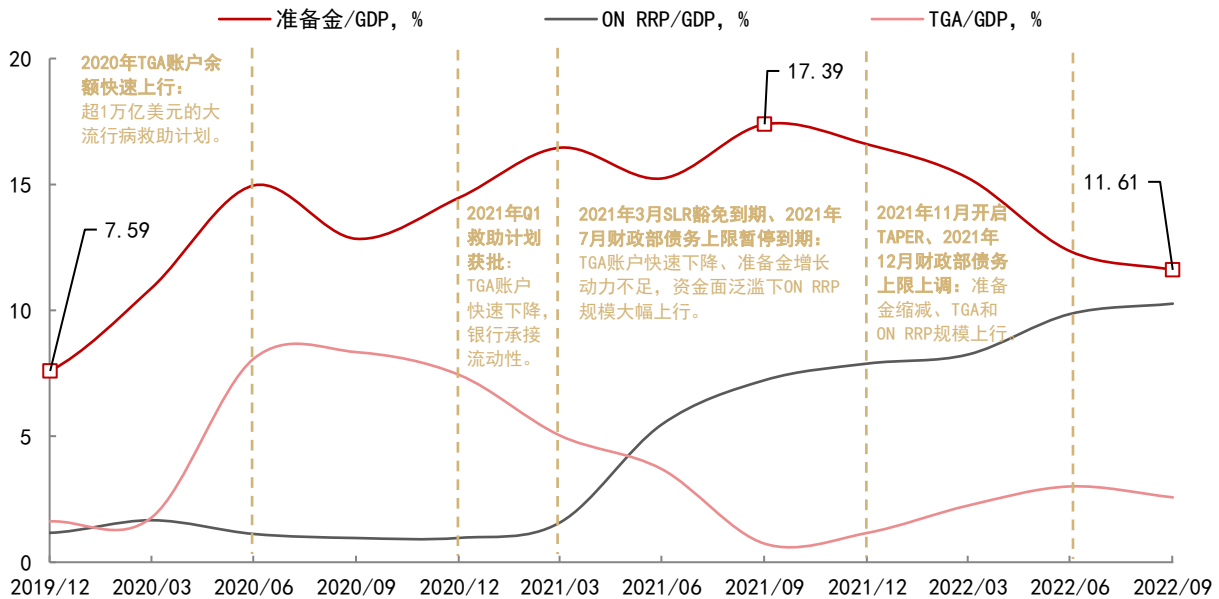
1) 虽然本轮每月缩表规模增加，但美联储对缩表节奏的把握却十分谨慎。以国债为例，目前计划每月缩减上限约为 600 亿美元，是上一轮每月缩表规模的 2 倍。不过缩表规模的增加并不意味着美联储缩表节奏的加快，更多是处于对本轮资产负债表大幅扩张的回应。相反，对于缩表节奏，美联储显示出强于上一轮缩表的谨慎，尤其是强调了准备金最终目标是充裕水平，而没有给出具体的比较标准。我们认为美联储如此表述的原因，一方面是希望维持充裕准备金框架下“地板系统”的有效性，另一方面也是希望避免再次出现上一轮缩表后期由于节奏过快而导致的流动性危机。因此，美联储对此次缩表的表述十分谨慎，甚至并不要求准备金完全回到充裕水平，而是在向下接近充裕水平的时候就需要做好停止缩表的准备，以应对可能出现的流动性危机。

2) 为应对高通胀危机，当前美联储的加息力度和节奏要显著强于 2017-2019 年。2015-2019 年的货币政策正常化过程中，自 2015 年 12 月第一次加息至 2018 年 12 月最后一次加息，历时 3 年美联储共加息 9 次，累计加息 225BP。由于彼时通胀压力可控，2015-2018 年美国 CPI 波动范围始终处于 1%-3%之间，因

此美联储的加息政策也相对温和。而本次货币政策正常化的过程中，由于通胀飙升且劳动力市场始终保持韧性，美联储的加息力度和节奏都显著加强。

3) 当前美联储的负债结构与 2017-2019 年大为不同，ON RRP 和 TGA 比例显著上行。其中，TGA 账户在 2020 年下半年有显著增长，主要原因是彼时推出的超 1 万亿美元的救助计划虽然开始募集资金，但是却尚未实际获批；同时，为配合刺激经济政策，当时财政部的债务上限也已被暂停，两方面因素使得在 2020 年底计划获批前，TGA 账户规模从 0.4 万亿美元增长至 1.7 万亿美元。之后，随着财政资金逐步落实以及财政部限额暂停到期，TGA 账户余额便快速下行。

图表 20：本轮缩表中 ON RRP 和 TGA 账户规模较 2017-2019 缩表期间更大



资料来源：Wind 中信期货研究所

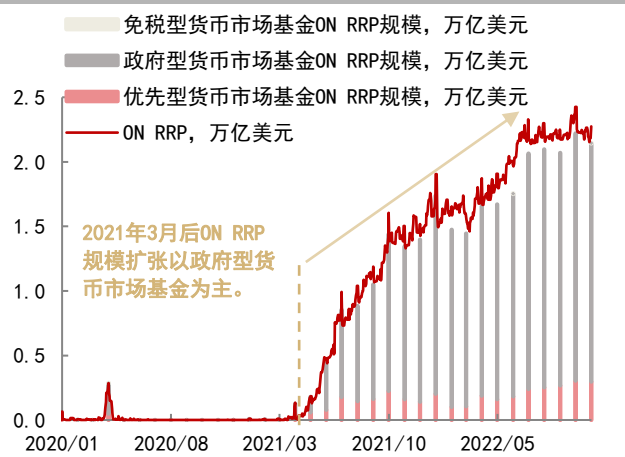
由于 TGA 账户余额已回归正常水平，因此从美联储负债结构来看，ON RRP 自 2021 年 3 月以来的持续上行反而更值得关注。从 ON RRP 的持仓结构来看，货币市场基金为主要投资者，目前可能有 3 个主要原因导致了其 ON RRP 持仓规模的大幅上行 (Afonso, 2022)：

- **银行资产负债表约束：**SLR 豁免到期后 (SLR 豁免，即豁免将国债和准备金计入补充杠杆率的分母中)，银行扩张国债和准备金意愿降低，进而在负债端对存款吸收意愿降低，使得未被存款吸收的资金则流入货币市场基金 (MMFs)。而对于投资标的限制较多的货币市场基金，如政府型货币市场基金 (Government MMF，只以短期回购形式向银行提供资金)，其可投资规模随着银行负债意愿降低而下降，从而进入负债端扩张但“资产荒”的局面，进而使得其只能将大量资金注入 ON RRP 以获取收益。从实际情况上来看 (图 21)，货币市场基金一直都是 ON RRP 的主要投资机构，而 2021 年 3 月以来的上行主要由政府型货币市场基金所主导。
- **短期国债供给减少：**从货币市场基金资产结构上来看，国债持有占比一般在 30%-40%之间，且以短期国债 (T-Bills) 为主。而从适销国债 (公众机

构持有可自由交易的国债=国债总额-政府内部持有国债总额) 存量来看, 虽然国债总量仍在增长, 但是短期国债余额 2021 年后就持续下行。短端国债存量的减少, 也使得货币市场基金可投标的减少, 进而转向 ON RRP。

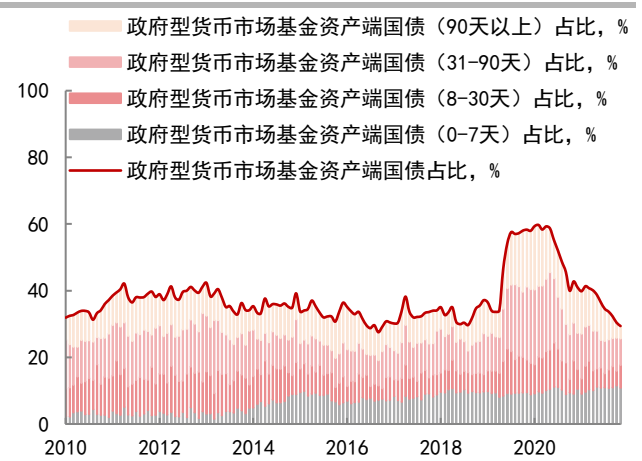
- **美联储大幅加息:** 正如我们在利率动态关系以及当前美联储加息节奏中所提的那样, 由于加息节奏和幅度较大, 即便目前短期国债存量规模已企稳, 但潜在的持债损失仍未吸引货币市场基金购买短端国债, 进而导致目前 ON RRP 的规模仍处高位。

图表 21: ON RRP 规模扩张由政府型货币市场基金主导



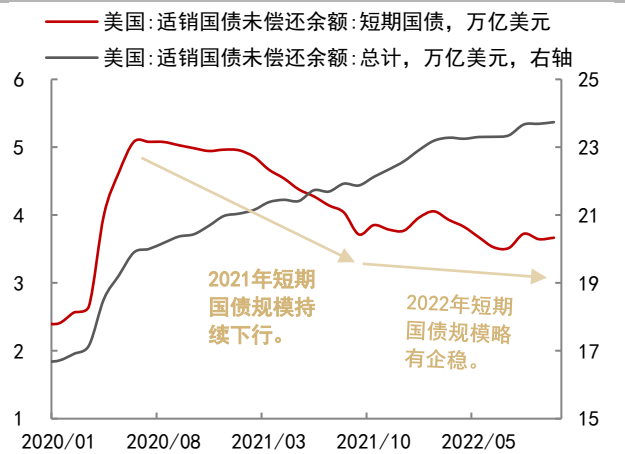
资料来源: OFR 中信期货研究所

图表 22: 货币市场基金国债结构中以短期国债为主



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 23: 短期国债供给于 2021 年后减少、22 年企稳



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 24: 2023 年上半年仍存美联储加息预期

		CME 联邦基金利率区间概率, %								
年	月-日	3.75	4.00	4.25	4.50	4.75	5.00	5.25	5.50	5.50
		-	-	-	-	-	-	-	-	-
2022	12-14	0.0	0.0	79.4	20.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2023	01-03	0.0	0.0	0.0	44.8	46.2	9.0	0.0	0.0	0.0
	03-22	0.0	0.0	0.0	13.7	45.2	34.8	6.2	0.0	0.0
	05-03	0.0	0.0	0.0	10.2	37.2	37.5	13.5	1.6	0.0
	06-04	0.0	0.0	0.5	11.4	37.2	36.4	13.0	1.5	0.0
	07-26	0.0	0.1	2.8	16.8	37.0	31.5	10.6	1.2	0.0
	09-20	0.0	0.9	7.3	23.3	35.3	24.8	7.6	0.8	0.0
	11-01	0.5	4.3	15.9	29.7	29.6	15.6	3.9	0.4	0.0
	12-13	3.3	12.7	25.9	29.7	19.5	7.2	1.4	0.1	0.0

资料来源: CME 中信期货研究所 2022 年 12 月 7 日数据

(三) 2023 年美联储缩表节奏仍将维持谨慎

那么, 回到我们最初的问题, 2023 年美联储缩表节奏怎么看? 我们认为 2023 年美联储缩表节奏仍将维持谨慎, 结合前文的分析, 主要有以下 3 个原因:

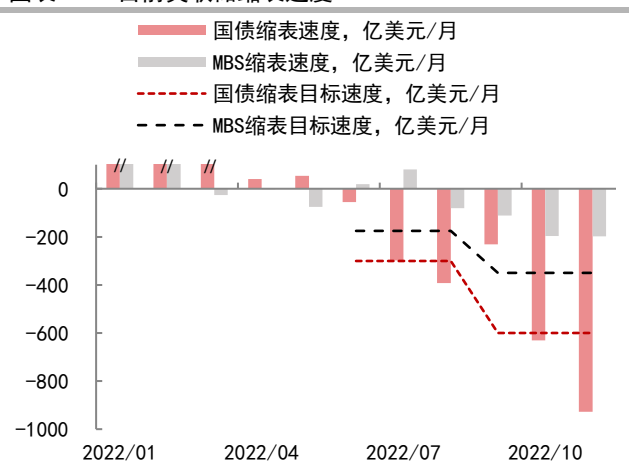
- 1) 若 2023 年美联储加息预期仍维持强势, 此时加速缩表节奏反而可能带来流动性风险。

“强加息+加速缩表”可能导致充裕准备金框架下的以 IORB 和 ON RRP 利率为锚的“地板系统”失效，进而使得美联储无法完全控制 FFR 水平于目标利率区间，最终影响货币政策的有效性。虽然目前货币市场基金流动性极为充裕，如果美联储加速缩表节奏，大规模的 ON RRP 使得货币市场基金有能力承接这部分债券；但是，我们在资金利率的动态关系中我们已分析过，FFR 的抬升主要是由回购市场利率（TGCR）上升所带动的，因此即便货币市场基金有足够资金垫去承接债券，回购市场仍将面临资金面紧张的局面，进而依旧有可能导致 FFR 超过目前区间上限。因此，从维持货币政策有效性的角度上来看，除非被动缩表速度明显不及预期，否则美联储缺少主动加速缩表的意愿。

2) 若 2023 年美联储加息预期走弱，资产端缩减速度会自然加快，负债端 ON RRP 规模也有下行动力，且准备金占 GDP 比重将接近本轮 QE 前水平。

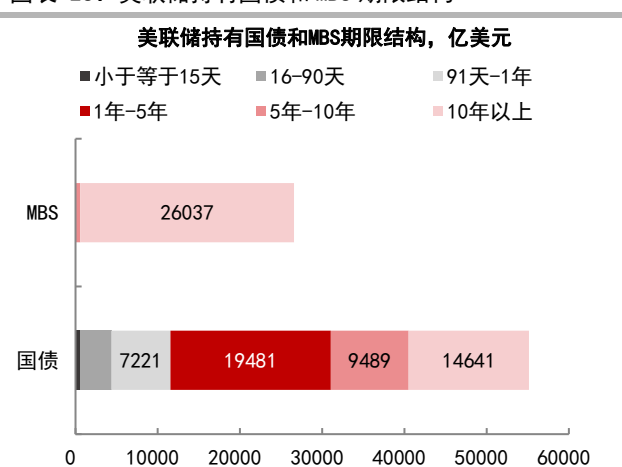
资产端目前国债缩减速度符合预期，MBS 缩减速度虽不及预期但并不会成为美联储加速缩表的理由。对国债而言，根据 11 月美联储持有国债的期限结构，预计 2023 年到期国债规模在 9000-11000 亿美元左右，对应每月被动缩表规模在 750-900 亿美元/月的缩表规模，已超过目前计划的 600 亿美元/月的国债缩减上限，故国债端并不存在加速的压力。而 MBS 的缩减速度则由两部分构成：1) 贷款正常的定期偿还额；2) 提前还款额，如在利率下行预期下借新还旧导致的提前还款。美联储估计未来 2 年定期偿还额约在 200 亿美元/月，这与目前 MBS 缩表的速度即便吻合。因此，目前 MBS 缩减速度不及预期原因主要是提前还款动力不足，而导致其发生的主要推手便是利率持续的大幅上行。若 2023 年加息节奏放缓，提前还款动力上升，MBS 缩减速度自然会向目标区间逼近。此外，如果从 2017-2019 年缩表的历程来看，在美联储加息周期内，彼时 MBS 缩减速度也长期低于预期，但美联储却并没有因此而加速缩表节奏。所以，2023 年国债缩表速度无忧，MBS 缩表速度则大概率会在加息末期自然加快，因此从资产端来看，美联储主动加速缩表的动机并不强。

图表 25：目前美联储缩表速度



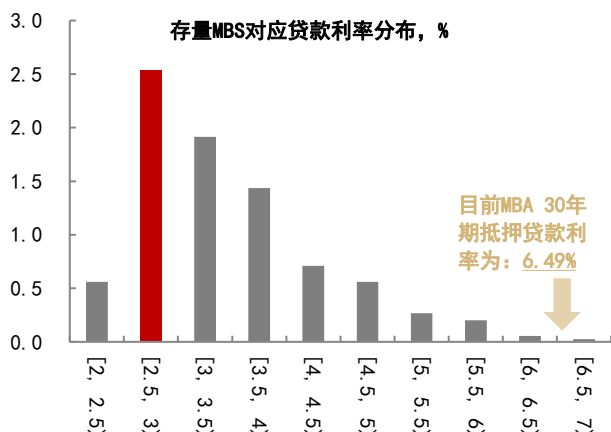
资料来源：Wind Fed 中信期货研究所

图表 26：美联储持有国债和 MBS 期限结构



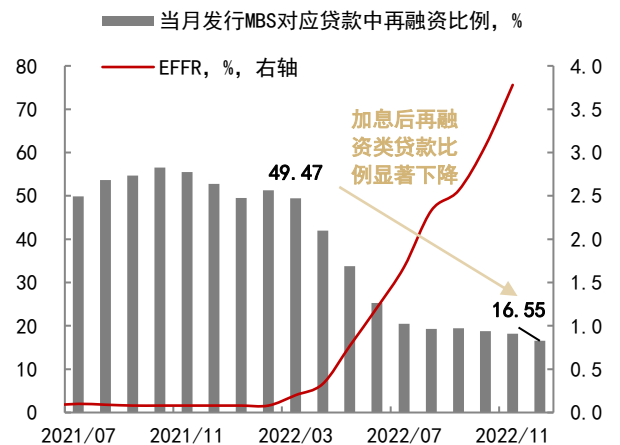
资料来源：Fed 中信期货研究所

图表 27：目前存量 MBS 对应贷款利率远高于存量平均利率



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表 28：加息后再融资类贷款比例显著下降



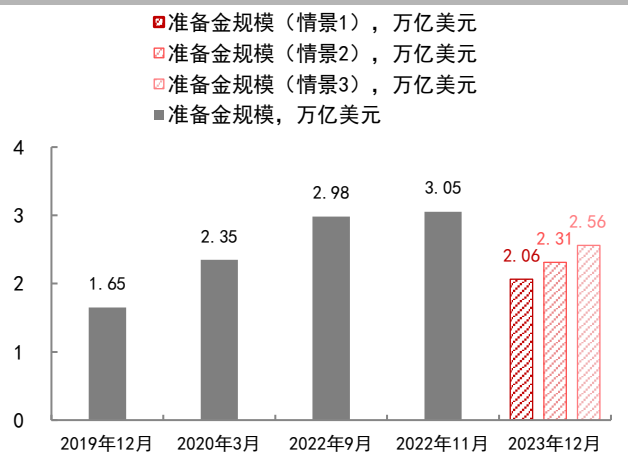
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

从负债端来看，一方面加息预期放缓会带动 ON RRP 规模下降，一旦加息预期减弱，在银行没有新增资产负债表约束以及短期国债发行额企稳后，新发国债的吸引力将有所上行，届时 ON RRP 规模会自然回落；另一方面按目前缩表速度，准备金占 GDP 规模在 2023 年底将接近本轮 QE 前水平。我们假设 2023 年美联储持有的国债/MBS 以 600/350 亿美元每月的速度进行缩减，则 2023 年总资产将缩减 12350 亿美元（含 2022 年 12 月）。同时，我们对总资产缩减规模带动准备金规模的下降比例作以下三种情景假设，并根据 OECD 预测 2022 和 2023 年美国 GDP 增速为 1.8%和 0.5%，假定 2023 年美国 GDP 规模约 25 万亿美元，计算三种情况下 2023 年准备金规模占 GDP 比重：

- ① 若按 2022 年 6-11 月缩表 3000 亿美元带动准备金规模下降 2600 亿美元的比例，即约 80%的带动比例，则 2023 年准备金约缩减 9880 亿美元至 2.06 万亿美元，占 GDP 比重约为 8.3%，已十分接近 2019 年底水平；
- ② 加息预期减弱下 2023 年 ON RRP 回落速度可能会较快，假设约 60%的带动比例，则 2023 年准备金约缩减 7410 亿美元至 2.31 万亿美元，占 GDP 比重约为 9.3%，已显著低于 2020 年一季度水平。而 60%最优的；
- ③ 设置一个 40%的低带动比例水平，则 2023 年准备金约缩减 4940 亿美元至 2.56 万亿美元，占 GDP 比重约为 10.3%，略低于 2020 年一季度水平。

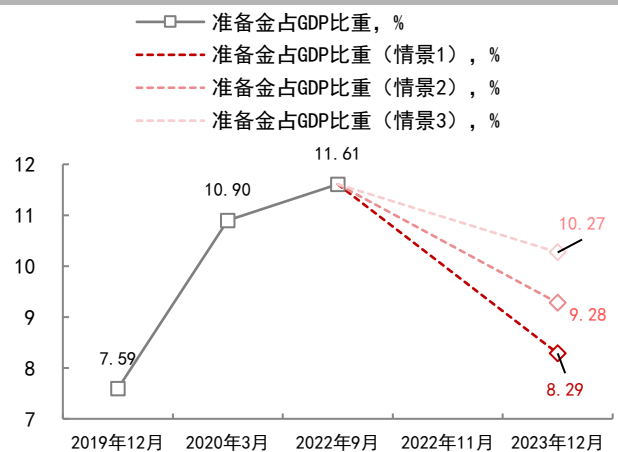
而按 2017-2019 的缩表情况来看，彼时准备金缩减规模甚至高于总资产缩减规模，也即带动比例超过 100%，因此本文设置 80%、60%和 40%的比例也已较为保守。而即便在较保守的假设之下，我们也可以发现按目前的缩表速度，2023 年准备金占 GDP 比重也至少将回落至 2020 年一季度时的水平，在乐观情况下甚至将接近 2019 年底 QE 前水平。再结合美联储在 5 月缩表计划中所表述的“当准备金余额略高于或与充裕准备金水平保持一致时，将放慢并停止资产负债表规模的下降；同时，即便停止缩表，准备金余额仍有可能在一段时间内继续下行，直到准备金余额达到充裕水平”，准备金水平有可能在 2023 年接近合理水平，故此时美联储再加速缩表节奏的可能性或也较小。

图表 29：三类情景下的准备金规模预测



资料来源：Wind 中信期货研究所

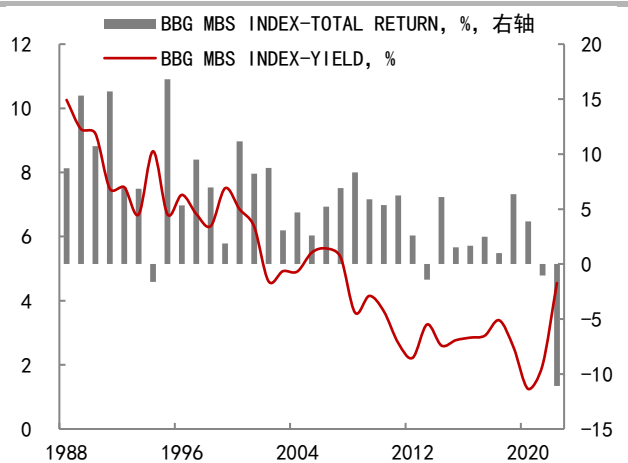
图表 30：三类情景下准备金占 GDP 比重预测



资料来源：Wind 中信期货研究所

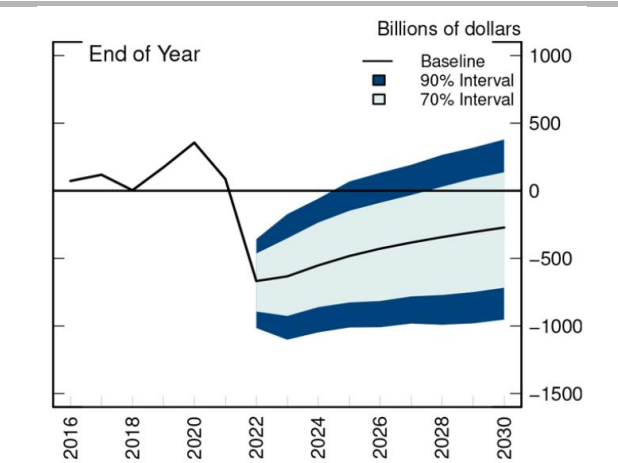
3) 从美联储盈亏情况来看，不论加息预期如何变化，2023 年利率绝对水平大概率将维持高位，资产价格低而负债成本高的情况下，加速缩表将加剧其亏损压力。根据 Anderson (2022) 在今年 6 月的测算，在假设 2023 年末加息至最高水平 3.8% 的情况下，2022 年底美联储净亏损将达 6700 亿美元。而从目前的情况来看，美联储加息节奏和最高水平已经远高于该假设，且虽然 2023 年加息节奏不明，但其绝对水平仍将维持高位，负债端压力不减；同时由于资产端国债和 MBS 价格年内大幅回落，美联储通过主动缩表来加速缩表节奏的可能性更是微乎其微。由于加速缩表节奏将加剧美联储亏损压力，明年缩表节奏或仍较谨慎。

图表 31：MBS 指数在 2022 年大幅回落



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表 32：2022 年 6 月模型中今明两年美联储将面临亏损



资料来源：Fed 中信期货研究所

总的来讲，本轮美联储缩表的任务相较上一轮将更加艰巨，而其艰巨之处并非在于缩表节奏有多快，反而在于在实现缩表目标和防止出现流动性危机之间的相互平衡。也因如此，展望 2023 年美联储的缩表节奏，本文所总结的三方面原因已经较为清晰地展示出其大概率将维持当前的谨慎节奏。

(四) 美联储谨慎缩表态度对国内资产影响几何？

再落实到资产端，市场对美联储加速缩表的担忧主要是因为担忧流动性加

速收紧导致权益类资产承压快速回落。从2017-2019年缩表的经验来看，全球股市在2018年美国加息和缩表的双重压力下，整体呈现回落趋势，其中国内股市受中美贸易战因素影响跌幅更大。不过我们也要看到，美联储加息结束到缩表结束之前，期间虽有衰退和降息预期的博弈导致短期波动，但全球股市仍显著回升。基于前文的判断，美联储大概率将维持当前谨慎的缩表节奏，同时目前CME隐含加息概率显示美联储将在明年上半年停止加息，故流动性加速收缩的风险在明年发生的概率较小，权益市场潜在的风险弱化。同时贵金属对流动性也较为敏感，缩表节奏维持谨慎对贵金属形成一定的边际支撑。

图表 33：“仅加息、加息+缩表、仅缩表”区间内中美债券、股票、汇率、商品的价格表现

资产 标的	上一轮：2017-2019年缩表			本轮：2022年6月-至今		
	2017/10-2017/12 (缩表开始-上限提高) (仅加息)	2018/01-2018/12 (上限提高-加息结束) (加息+缩表)	2018/12-2019/08 (加息结束-缩表结束) (仅缩表)	2022/06-2022/08 (缩表开始-上限提高) (仅加息)	2022/09-2022/12 (上限提高-现在) (加息+缩表)	
债券	美债到期收益率:1年	+45BP	+86BP	-74BP	+134BP	+121BP
	美债到期收益率:10年	+7BP	+39BP	-89BP	+21BP	+33BP
	中债到期收益率:1年	+27BP	-56BP	-17BP	-13BP	+26BP
	中债到期收益率:10年	+32BP	-111BP	-7BP	-20BP	+51BP
股票	美国:标普500指数	6.12%	-9.61%	22.22%	-3.57%	0.22%
	中国:万得全A指数	-2.14%	-27.39%	22.23%	3.60%	-1.05%
	MSCI全球	4.99%	-11.51%	17.49%	-3.67%	0.51%
	MSCI发达市场	4.94%	-11.35%	18.94%	-3.64%	0.88%
MSCI新兴市场	5.34%	-12.82%	7.09%	-3.93%	-2.37%	
汇率	美元指数	-0.87%	5.09%	1.46%	5.96%	-3.56%
	中间价:美元兑人民币	-1.55%	5.33%	0.16%	3.38%	1.02%
	美元兑日元	0.16%	-1.30%	-3.50%	6.75%	-1.65%
商品	欧元兑美元	1.58%	-5.26%	-2.51%	-5.60%	4.97%
	期货结算价:布伦特原油	16.21%	-19.52%	12.41%	-17.03%	-21.08%
	期货收盘价:COMEX黄金	1.60%	-3.65%	15.05%	-7.26%	4.63%
	现货结算价:LME铜	10.36%	-16.35%	-1.85%	-18.34%	10.57%
	现货结算价:LME铝	6.21%	-14.34%	-8.49%	-12.33%	4.22%
现货结算价:LME锌	2.86%	-21.88%	-7.31%	-9.14%	-8.42%	

资料来源: Wind 中信期货研究所

虽然流动性方面不太可能出现大幅度冲击，但持续缩表与高利率水平下的经济衰退预期却将对美国权益市场形成长期压力，而国内市场反而可能相对更有韧性。从基本面来看，国内经济“弱复苏”强于海外经济“弱衰退”节奏，且国内权益市场更多的还是受自身基本面的影响；另一方面海外流动性对境内的影响主要通过外资的流入流出，在国内经济保持相对韧性的背景下，A股市场保持一定的吸引力，外资不一定会持续流出。

从债券和汇率市场来看，虽然国内债汇仍“以我为主”，但美联储加息预期边际走弱叠加其谨慎的缩表态度，人民币贬值压力也相较前期有所回落，同时也为调政策利率的进一步下调打开了一些空间。

总的来看，虽然美国权益市场不易受到大幅冲击，但仍处于长期承压状态，而国内基本面则保持相对韧性，政策端也“以我为主”。因此，在美联储相对谨慎的缩表节奏下，按弹性来看，国内资产配置节奏或呈现为“权益≥黄金≥债券≈人民币”。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826