

蒋文斌
国债研究员
从业资格号：F3048844
交易咨询号：Z0017196
☎ 0755-23375128
✉ jiangwb@wkqh.cn

联系人：钟俊轩
贵金属研究员
从业资格号：F03112694
☎ 0755-23375141
✉ zhongjunxuan@wkqh.cn

浅析当前美联储货币政策影响下的流动性收缩

报告要点：

美国债务上限问题经过两党的激烈博弈已经得到解决，新签署的关于债务上限和预算的法案将暂停债务上限至 2025 年初，同时限制接下来两个财年的开支。自联邦政府债务触及上限以来，美国财政部依赖非常规措施及其在美联储的财政部一般账户存款账户余额（TGA）维持运行。债务上限解决后，财政部将会发行国债以弥补 TGA 账户的缺口。新发行国债将会对流动性有所收紧，但收紧程度受到债券承接主体的影响。本文将从美联储资产负债表、商业银行资产负债表以及货币市场基金规模来分析当前美元流动性情况，再从联储资产负债表中的隔夜逆回购余额以及存款准备金规模出发，分析新发行债务对于流动性的影响。

浅析当前美联储货币政策影响下的流动性收缩

一、 美联储缩表收紧流动性水平

2023年上半年，美联储在加息的同时维持缩表操作，共计减持证券3766亿美元，其中包含中长期名义国债2791亿美元，资产抵押支持证券831亿美元。受到银行业危机的影响，联储提供给美国存款机构的流动性工具——其它贷款出现较大规模增加，由1月4日当周的153亿规模上升至5月31日当周的2936亿美元。

从美联储资产负债表的负债端来看，联储逆回购余额处在高位，年初以来增加537亿美元，当前余额为25618亿美元。联储负债端的银行存款准备金规模增加1635亿美元，当前余额为3.2万亿美元。财政部一般账户（TGA）余额受到债务上限问题的影响出现大幅度下行，由年初的3796亿美元下降至5月31日当周的485亿美元。TGA账户余额减少释放流动性，抵消了部分缩表对于流动性的收紧作用。

图1：美联储资产负债表月度变化情况（亿美元）

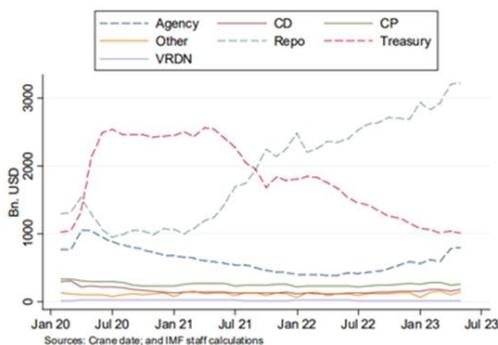
美联储资产负债表（单位：亿美元）							
资产端	2023-05-31	2023-01-04	变化情况	负债端	2023-05-31	2023-01-04	变化情况
黄金证券账户	110.37	110.37	0.00	联储票据、联储银行持有净额	22,939.34	22,576.32	363.02
特别提款权账户	52.00	52.00	0.00	逆向回购协议	26,156.77	25,618.83	537.94
硬币	12.90	11.90	1.00	存款	34,740.01	36,444.98	-1,704.97
持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款	82,894.48	84,029.20	-1,134.72	存款机构其他存款（准备金）	32,055.26	30,419.29	1,635.97
持有证券	77,248.20	81,015.00	-3,766.80	美国财政部一般账户（TGA）	485.12	3,796.20	-3,311.08
持有证券：美国国债	51,642.37	54,577.51	-2,935.14	外国官方	97.55	89.35	8.20
国债：短期	2,810.41	2,893.38	-82.97	其他存款	2,102.09	2,140.14	-38.05
国债：通胀补偿	1,058.89	1,028.33	30.56	延迟入账现金项目	7.33	3.15	4.18
国债：中长期名义	44,090.53	46,881.63	-2,791.10	财政部门对信贷部门的援助	133.58	153.47	-19.89
国债：中长期通胀指数	3,682.53	3,774.16	-91.63	其他负债应计利息	-542.57	-140.70	-401.87
持有证券：联邦机构债券	23.47	23.47	0.00	总负债	83,434.46	84,656.06	-1,221.60
持有证券：资产抵押支持证券MBS	25,582.36	26,414.02	-831.66				
当前持有的未摊销证券溢价	2,988.29	3,135.43	-147.14				
当前持有的未摊销证券折扣	-278.46	-274.79	-3.67				
正向回购协议	0.00	0.01	-0.01				
其他贷款	2,936.44	153.56	2,782.88				
托收中项目	0.58	1.12	-0.54				
银行不动产	4.68	4.61	0.07				
中央银行流动性互换	3.92	4.12	-0.20				
外币计价资产	182.58	185.23	-2.65				
其他联储资产	321.43	374.06	-52.63				
总资产	83,858.54	85,074.29	-1,215.75				

数据来源：WIND、五矿期货研究中心

二、 货币市场基金及美国商业银行对于总体流动性的影响

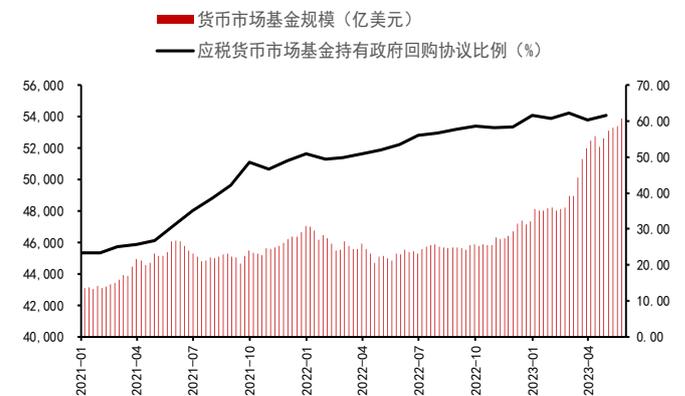
图2：货币市场基金持有资产类型（亿美元）

1. Total AUM by asset type (in billions of US Dollars)



数据来源：IMF、五矿期货研究中心

图3：货币市场基金规模（亿美元）与持有政府回购协议占比（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

美国货币市场基金是美联储隔夜逆回购最大的交易对手方。美联储开启加息周期以来，美国国债收益率上行、价格下降，伴随着债务上限问题博弈的愈演愈烈，货币市场基金所持有的美国国债规模及数量下行，其持有的隔夜逆回购规模增加，占总资产的比例上升。在银行业危机之后，相比于存在一定风险的商业银行存款，资金更多的进入货币市场基金。美国货币基金总规模由年初的 4.8 万亿美元上升至 5 月 31 日当周的 5.41 亿美元，规模上涨 12.5%。

图 4：美国商业银行减持债券、存款规模下降，但信贷仍保持韧性

资产端	美国商业银行H8(亿美元)				负债端	美国商业银行H8(亿美元)			
	2023-05-24	2023-01-04	变化	环比		2023-05-24	2023-01-04	变化	环比
银行信贷总额	173,164.36	175,142.51	-1,978.15	-1.13%	存款	172,387.49	178,110.18	-5,722.69	-3.21%
银行信贷中的证券部分	51,828.71	55,294.18	-3,465.47	-6.27%	大额定期存款	19,305.53	17,017.49	2,288.04	13.45%
国债和机构证券	41,177.03	44,043.50	-2,866.47	-6.51%	其他存款	153,081.96	161,092.69	-8,010.73	-4.97%
按揭抵押证券MBS	25,990.88	27,490.77	-1,499.89	-5.46%	借款	24,996.09	19,005.27	5,990.82	28.36%
非按揭抵押证券	15,186.16	16,552.73	-1,366.58	-8.26%	对外国办事处负债净额	2,539.46	2,803.52	-264.07	-9.42%
其他证券	10,651.68	11,250.68	-599.00	-5.32%	其他负债	7,422.54	7,980.66	-558.11	-6.99%
按揭抵押证券	1,061.74	1,121.34	-59.60	-5.32%	负债总额	206,745.58	207,899.63	-1,154.05	-0.56%
非按揭抵押证券	9,589.95	10,129.35	-539.40	-5.33%					
银行信贷中的贷款和租赁部分	123,335.65	119,848.33	3,487.32	2.91%	余额：资产-负债	23,138.01	21,732.18	1,405.84	6.47%
工商业贷款	77,594.38	78,032.19	-437.81	-0.56%					
不动产抵押贷款	54,712.26	53,503.96	1,208.30	2.26%					
住房抵押贷款	25,515.30	24,785.21	730.09	2.95%					
循环房屋净值贷款	2,544.12	2,550.19	-6.08	-0.24%					
封闭式住房按揭贷款	22,971.18	22,235.02	736.17	3.31%					
商业不动产抵押贷款	29,196.96	28,718.75	478.21	1.67%					
建设和土地开发贷款	4,724.45	4,526.43	198.02	4.33%					
以薪酬抵押的贷款	1,118.71	1,113.85	4.87	0.44%					
以家庭财产抵押的贷款	5,740.75	5,678.31	62.44	1.10%					
以其他商业不动产抵押的贷款	17,613.05	17,398.16	214.89	1.24%					
消费贷款	18,884.09	18,399.98	484.11	2.63%					
信用卡和其他循环计划	9,889.11	9,424.18	464.93	4.93%					
其他消费贷款	8,994.97	8,975.80	19.17	0.21%					
其他消费贷款-车贷	5,155.65	5,193.41	-37.76	-0.72%					
其他消费贷款-所有其他	3,839.32	3,782.39	56.93	1.50%					
其他贷款和租赁	20,144.93	19,912.20	232.72	1.17%					
非存款金融机构贷款	9,415.86	8,872.03	543.83	6.13%					
其他未分类贷款	10,729.06	11,040.17	-311.11	-2.82%					
减：贷款和租赁损失准备	1,821.02	1,740.93	80.09	4.60%					
联邦基金	6,719.00	5,608.46	1,110.54	19.80%					
对商业银行贷款	63.91	67.37	-3.46	-5.39%					
现金资产	33,230.93	31,902.81	1,328.12	4.15%					
其他资产	18,436.41	18,651.59	-215.18	-1.15%					
资产总额	229,883.59	229,631.80	251.79	0.11%					

数据来源：WIND、五矿期货研究中心

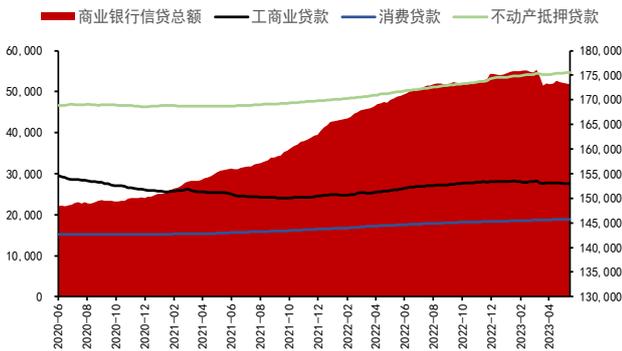
受到欧美银行业危机的影响，美国商业银行资产负债表出现较大边际变化。美联储公布的商业银行 H8 数据显示，年初以来统计范围内美国商业银行共减持国债和机构证券 2866 亿美元，其中包含 1499 亿按揭抵押证券 MBS。商业银行减持债券收紧流动性。

高利率环境下，银行贷款利息收入增加。信贷紧缩周期往往滞后于货币紧缩周期，年初以来美国商业银行信贷规模有所增加。共增加 1487 亿美元，当前商业银行贷款总余额为 12.13 万亿美元。结构上来看，工商业贷款有所下行，减少 437 亿美元。不动产抵押贷款以及消费贷款规模增加，分别增加 1208 亿美元及 484 亿美元。硅谷银行危机后，美国商业银行信用风险问题受到关注，其负债端存款规模出现下降，年初以来共减少 5722 亿美元，当前存款总规模为 17.23 亿美元。

美债长短端利差倒挂是美国经济衰退的重要指向性指标，相比于长端利率而言，美联储紧缩性货币政策会对短端利率造成更大的影响。2022 年 7 月份以来，美债长短端利率倒挂持续。短期资金利率高企显示偏高的资金成本，长端利率下降表明经济衰退预期加大。总体流动性处于收紧态势。

受到债务上限问题博弈的影响，短债收益率上行。其中一月期国债收益率上涨幅度最大，由年初的 4.17% 增加至 5 月 26 日高位的 6.02%。

图 5：美国商业银行信贷规模（右轴：亿美元）及分项（亿美元）



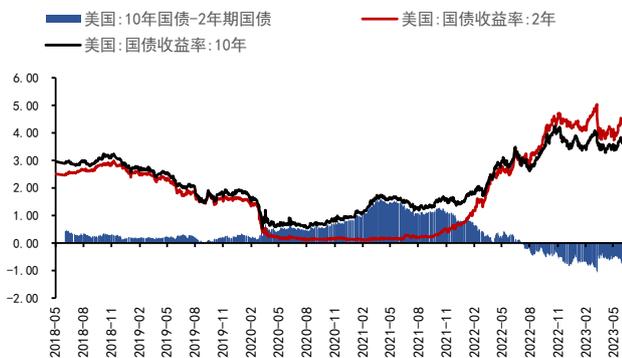
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 6：美国商业银行存款规模（亿美元）



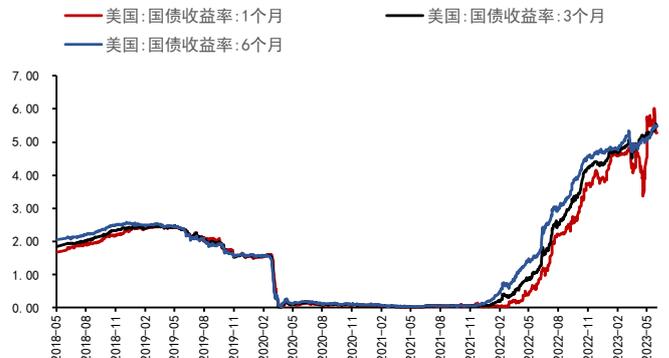
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 7：美国十年期国债与两年期国债利差（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 8：美国短期国债收益率（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

三、 后续市场流动性情况推演

展望后续流动性情况，当前债务上限问题已经解决，后续财政部将会发行短债以重建 TGA 账户，其将吸纳市场资金，对流动性造成收紧。短期债券的供给增加，收益率上行，短端利率将会抬升。届时，长短端利差倒挂将会走阔，短端的资金成本会有所增加。

图 9：财政部一般账户将通过债券发行进行重建（亿美元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 10：当前美国财政部所公布的债券拍卖计划

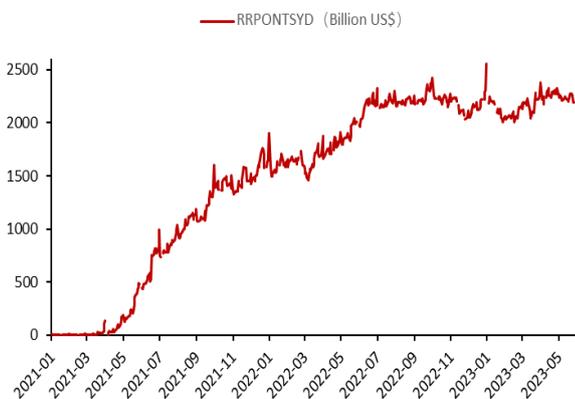
Auction Results		Upcoming Auctions		
Bills	CMB	CUSIP	Offering Amount	Announcement Date
13-Week	No	912796YH6	65 Billion	06/02/2023
26-Week	No	912797FT9	58 Billion	06/02/2023
17-Week	No	912797HA8		06/06/2023
4-Week	No	912797FX0		06/06/2023
8-Week	No	912797GF8		06/06/2023
13-Week	No	912796CQ0		06/08/2023
26-Week	No	912797FU6		06/08/2023
52-Week	No	912797FS1		06/08/2023
44-Day	Yes	912796Z75	50 Billion	06/02/2023

数据来源：TreasuryDirect、五矿期货研究中心

若货币基金用隔夜逆回购置换短期债券，流动性收紧程度会相对较缓和，这种情况下，将会观察到美联储资产负债表负债端隔夜逆回购规模下降、财政部一般账户规模增加。若交易商直接承接短债，则对流动性收紧的程度较强，这种情况下，将会观察到美联储资产负债表负债端存款准备金规模的下降，财政部一般账户规模增加。需关注美国财政部的债券拍卖日程。

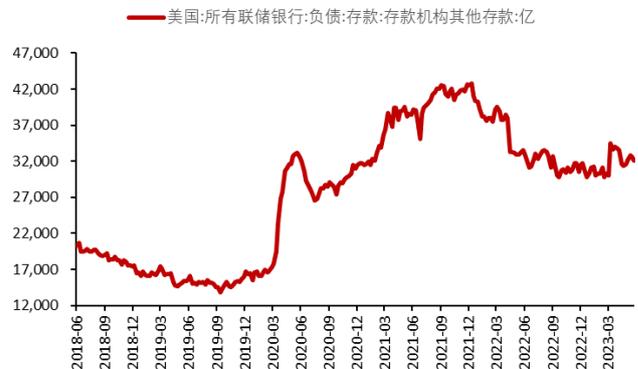
当前债务上限问题已经得到解决，后续财政部将会发行国债以重建财政部一般账户余额，流动性将会有所收紧。流动性收紧程度取决于新发行国债的规模以及其认购的主体，需关注美联储资产负债表负债端的隔夜逆回购余额以及存款准备金余额变化。上周联储官员表态偏鸽，当前市场预期六月份不加息的概率较大，贵金属价格出现上涨，目前市场已经对利率政策预期有所反映。需要注意的是，即使六月份维持联邦基金目标利率不变，也并不表明本轮加息周期已到终点。需关注后续美国国债发行规模对流动性收紧的作用，注意贵金属价格的回调风险

图 11：美联储隔夜逆回购规模（十亿美元）



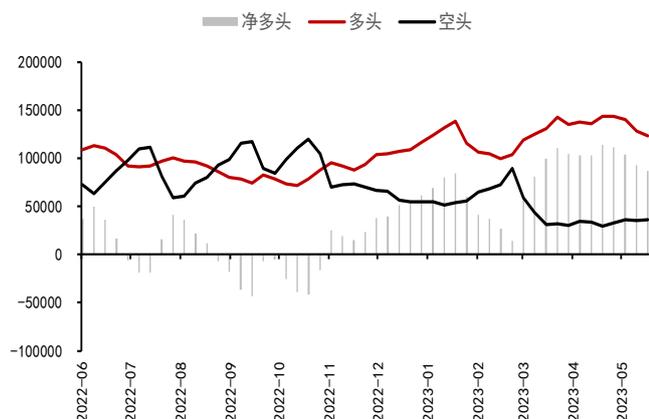
数据来源：FRED、五矿期货研究中心

图 12：美国银行存款准备金规模（亿美元）



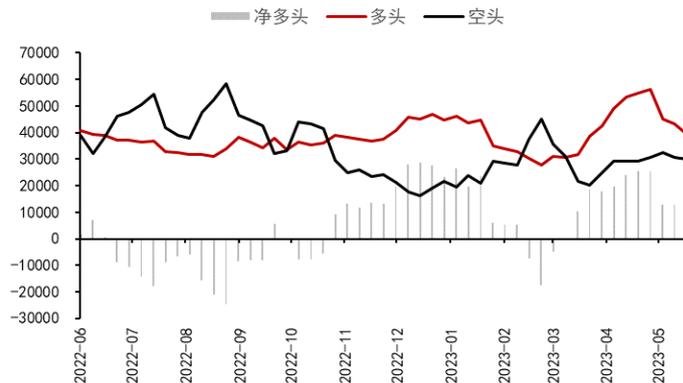
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 13: COMEX 金管理基金净多头持仓 (张)



数据来源: WIND、五矿期货研究中心

图 14: COMEX 银管理基金净多头持仓 (张)



数据来源: WIND、五矿期货研究中心

贵金属的 COMEX 管理基金净多头持仓受银行业危机及债务上限博弈事件的影响明显, 当前净多头持仓的边际变化也反映了对于市场流动性收紧的预期。COMEX 金净管理基金多头持仓在三月份出现明显增加, 由 3 月 7 日的 1.43 万张上升至 4 月 4 日高位的 11 万张, 五月份 COMEX 金的管理基金净多头持仓有所下行, 由高点的 11 万张减少至 5 月 30 日的 8.6 万张。

COMEX 白银管理基金的净多头持仓也同样在银行业危机后出现快速增加, 由 3 月 7 日的-17402 张增加至 5 月 2 日的 25614 张。当前, 管理基金的净多头持仓有所下降, 5 月 30 日当周为 9274 张。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn