

疫情与后疫情时期美联储的宽松和紧缩进程无疑对全球市场，无论是发达国家还是新兴经济体都产生了重大的影响。本文试图通过美联储资产负债表内主要项目的变化与勾稽，梳理在此过程中美元流动性的变化，理解市场中不同角色，如美联储、财政部、银行、基金的行为。

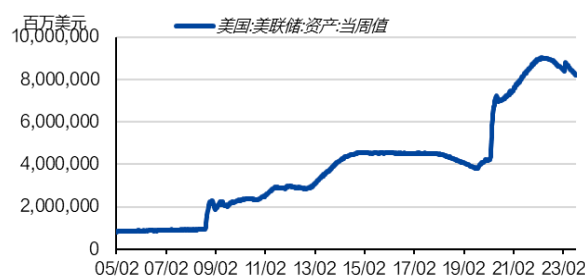
图：2023年8月23日当周的美联储资产负债表的主要项目

单位：百万美元	2023/8/23		2023/8/23
资产		负债	
黄金	11037	流通中的现金	2277521
特别提款权	5200	逆回购(MMF)	2112514
硬币	1430	存款	3773913
持有证券、未摊销证券溢价/贴水、回购协议、贷款	8038193	存款性机构定期存款	0
持有证券	7521981	存款性机构其他存款(reserve)	3177380
国债	5006494	美国财政部存款 (TGA)	416031
短期国债	259422	外国机构存款账户	9686
中长期名义债	4273034	其他	170816
中长期通胀指数国债	364549	在途现金	281
通胀补偿债券	109489	财政部对信贷便利工具的注资	
联邦机构债券(GSE)	2347	其他负债和应付红利	-81241
MBS	2513140	总负债	8096347
未摊销证券溢价	291081		
未摊销证券贴水	-27498	资本	
回购	0	实缴资本	35934
贷款	252629	资本账户结余	6785
商业票据融资便利工具 II LLC的净组合持仓		其他资本	0
企业信贷便利工具 LLC的净组合持仓		总资本	42719
主街贷款计划便利工具 LLC的净组合持仓	19512		
市政债流动性便利工具 LCC的净组合持仓	5615		
有期资产支持证券贷款便利工具 II LLC的净组合持仓	1581		
应收账款（在途资金）	56		
固定资产	453		
中央银行流动性互换	230		
以外币计价的资产	18301		
其他资产	37457		
总资产	8139066		

数据来源：Fed，国投安信期货

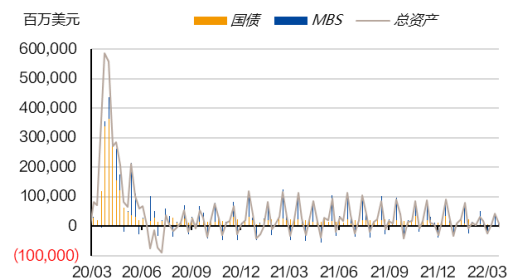
一切从扩表开始。从美联储的总资产变化中能够看出总资产在四轮 QE 后快速抬升。美联储扩表的方式主要通过购买国债和 MBS 以提升货币供应量，并在债券到期时继续将本金再投资（通过非竞争性方式参与国债拍卖）以避免缩表。因此这两项在资产端占比非常高，目前分别为 61%和 32%。在最近一轮 QE 阶段，美联储的资产从 4.2 万亿增加到最高 8.9 万亿美元，货币的巨量宽松发生在最开始的三个月，以购买国债为主。

图：美联储总资产



数据来源：ifind，国投安信期货

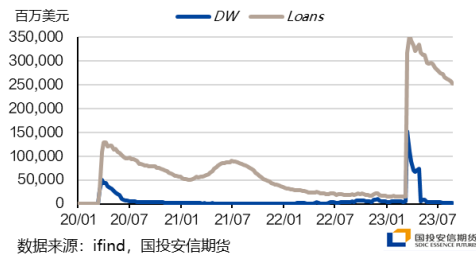
图：美联储资产周度变化



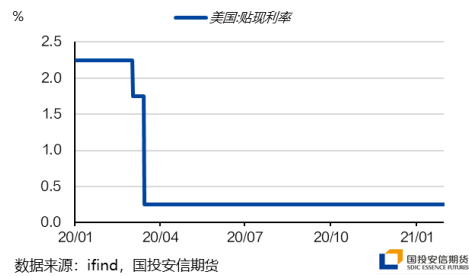
数据来源：ifind，国投安信期货

除了直接向市场“撒钱”外，美联储还可以通过价格工具临时增加流动性。以传统的贴现窗口 DW 为例，在 2020 年 3 月最高向市场提供了超过 500 亿美元的流动性，这体现为资产端贷款账户（Loans）的同步增加。因为价格高昂 DW 往往是金融机构最后寻求的流动性工具，但美联储直接将 DW 利率降到了 0.25%，以鼓励金融机构积极使用，从侧面反映出当时巨大的流动性压力。

图：贴现窗口使用量



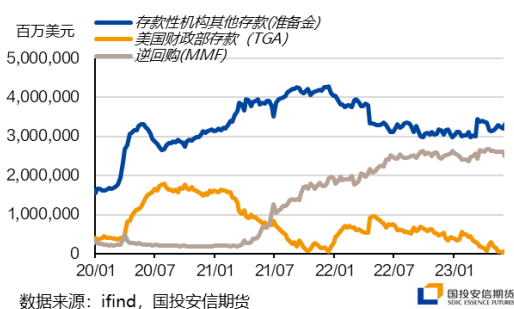
图：贴现利率趋势



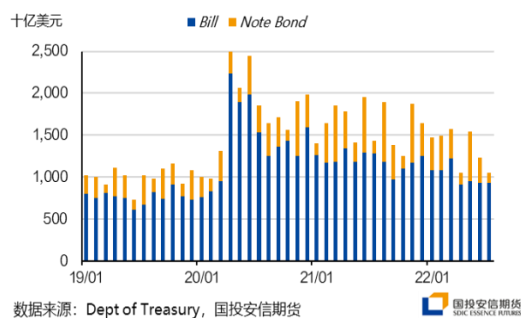
扩表要求资产负债表两边匹配。负债端有三个主要账户，储备金、财政部 TGA 以及逆回购（美联储逆回购和人民银行逆回购的方向相反，因而出现在负债端）账户。美联储授权纽联储在二级市场与一级交易商交易国债，因此资产端的增加在负债端主要体现为银行准备金同步增加。在 2020 年 3-6 月期间，准备金账户增加了 1.6 万亿美元，对应美联储资产端的购债行为。存款准备金的多少是商业银行流动性高低的直观反映。

同期 TGA 的大幅上升也值得关注。TGA 是财政部在美联储的账户，受到发债、税收、支出等财政动作的影响。在资产规模不变前提下，发行新债将会吸走负债端其他账户内的资金，出现 TGA 余额上升的同时储备金、逆回购等账户的余额降低的情况，因此大量短期国债的发行可能导致市场中美元流动性偏紧。2020 年 3-8 月期间 TGA 余额增加了 1.2 万亿美元，对应财政部在增量举债以支持当年 3 月 27 日签署的 CARES 法案要求的财政支出，而美联储扩表投放的部分货币最终也进入了 TGA。在 6-8 月期间 TGA 的继续上升和准备金的下降趋势相对应，可见部分流失的准备金进入了 TGA 账户。

图：负债端主要项目



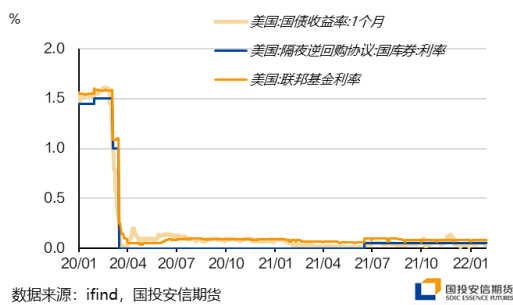
图：国债发行量



逆回购账户余额代表了美联储从市场吸收的短期流动性，其中以 ONRRP（隔夜逆回购）为最主要的操作手段。ONRRP 利率是美国联邦利率走廊的下沿，代表银行、交易商、货币基金等将资金存放在美联储能获得的利率。货币基金是 ONRRP 市场最重要的参与者，同时

也投资于短期国债、银行存单等其他流动性较好的工具。2020年4月ONRRP使用量出现了一个短暂的高峰，达到2850亿，但同期短期美债的巨量发行使国债利率显著抬升，货币市场基金追求更高收益而基本从ONRRP里退出。2021年3月起逆回购账户余额开始显著提升，而此时ONRRP利率还保持在0，这意味着市场上有大量流动性过剩。6月起美联储将ONRRP利率提升了5个基点，ONRRP使用量出现陡增。在2021年3-10月，TGA余额下降了1.25万亿美元，逆回购账户增加了1.5万亿美元，此二者的对应关系表明逆回购市场承接了TGA通过发放补贴释放出的过剩流动性。货币基金难以找到合适的投资标的，短期国债的利率基本和ONRRP利率处于同一水平，钱在金融系统里空转让市场逐渐产生美联储转鹰的预期。

图：ONRRP 是货币市场利率的下沿

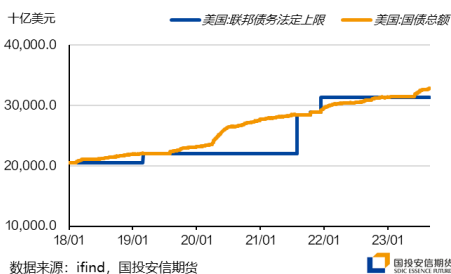


图：ONRRP 工具使用量



2021年7月财政部还面临着美国债务上限重启的难题。2019年8月2日美国国会同意暂停美国政府债务上限约束，并定于2021年7月31日到期。在债务上限暂停期间财政部发债不受现行上限约束，但是暂停结束时债务上限将重启并更新为上一次的债务上限和期间新增债务的总和。也就是说届时债务上限如果没有再暂停或提高，重启后国债总额依然触碰到债务上限（2021年8月债务上限重启后为28.9万亿美元），财政部只能依靠短时的非常规措施和TGA账户余额来兑付债务。当临时措施耗尽时，就会来到“X date”。2021年7月28日，TGA账户余额是5300亿美元，到2021年12月15日国会批准债务上限提高至31.4万亿美元之前，TGA账户余额已经下降到580亿美元。TGA的下降是对市场释放流动性，也对应了同期准备金和逆回购余额的上升。但在TGA余额将要耗尽之前，市场对信用风险担忧上升，短期美债利率出现了明显波动。

图：美国债务上限不断提高



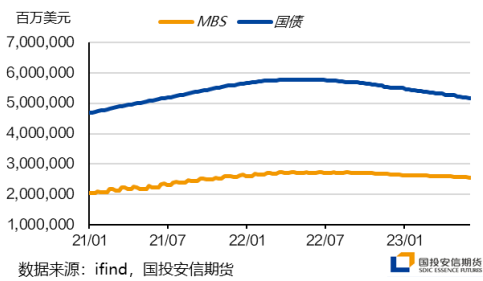
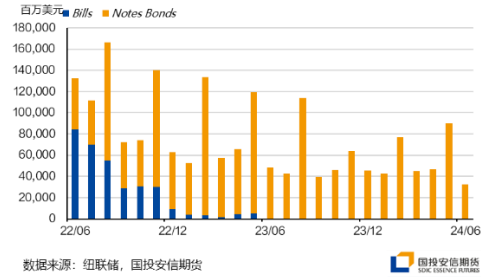
图：长短期美债收益率



和扩表相反，缩表即卖出国债、MBS等资产。根据美联储公布的缩表计划，自2022年6月1日开始，前三个月国债、MBS分别以每月300、175亿美元的速度缩减，之后分别提高到每月600亿、350亿美元。如果每月到期的付息国债数额低于缩减的目标值，则通过

到期的短期国债补充。根据 2022 年 6 月 1 日 SOMA 的持仓数据，可以估算出未来两年每月到期的付息国债平均面值为 630 亿美元，因此美联储无需主动卖出资产，只将超过缩减目标的部分继续再投资即可。

图：SOMA 未来到期本金（2022.6.1 持仓） 图：缩表期间资产下降



关于缩表和加息阶段中美联储资产负债表的表现，我们将在下一篇中继续介绍。

【分析师介绍】

丁沛舟 投资咨询证号：Z0012005

黄恬 从业资格证号：F03100883

【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构,已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司(以下简称“本公司”)的机构或个人客户(以下简称“客户”)使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户,请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接,本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便,链接网站的内容不构成本报告的任何部分,客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。