

美联储何时结束缩表

证券研究报告

2024年02月26日

2024 美国货币政策展望

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

本次缩表已经接近上一次缩表时的规模降幅。但是两次缩表过程中美联储资产负债表的成分变化差异较大。到目前为止，银行准备金依然充裕，为市场提供了足够的流动性。

考虑到联储对待缩表的态度是“先放缓，再停止”，我们预计在3月的FOMC会议上联储可能对缩表放缓有更深入的讨论，从5月FOMC开始可能有放缓缩表的时间表，并在年底前完全结束缩表。放缓缩表将为市场提供额外流动性，参考上轮QT结束，美股、美债均有不同程度上涨。

风险提示：全球经济深度衰退，美联储货币政策超预期紧缩，测算具有主观性，仅供参考

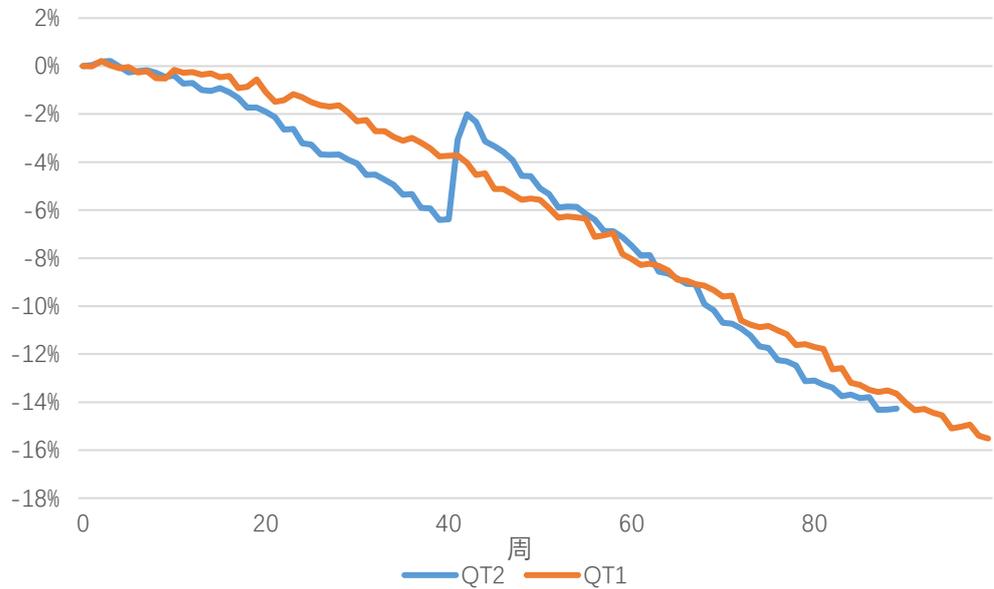
相关报告

- 《宏观报告：土地改革的重要信号-中央深改委第四次会议解读》 2024-02-24
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年2月第4周》 2024-02-19
- 《宏观报告：宏观-降息的艺术》 2024-02-16

美联储的第一次缩表 (QT1) 于 2017 年 10 月启动, 并于 2019 年 8 月结束, 共持续了 99 周, 当时美联储的资产负债表规模下降了 6992 亿美元, 降幅 15.5%。

本次缩表 (QT2) 于 2022 年 6 月启动, 已经持续了 89 周, 目前为止美联储的资产负债表下降了 1.28 万亿美元, 降幅为 14.3%, 已经接近上一次缩表时的降幅。

图 1：两次缩表的节奏和规模占比对比

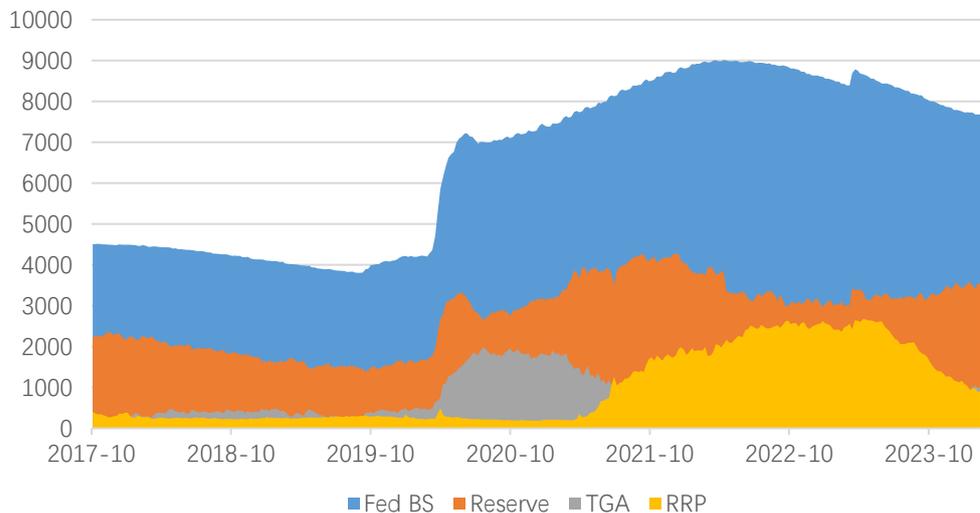


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

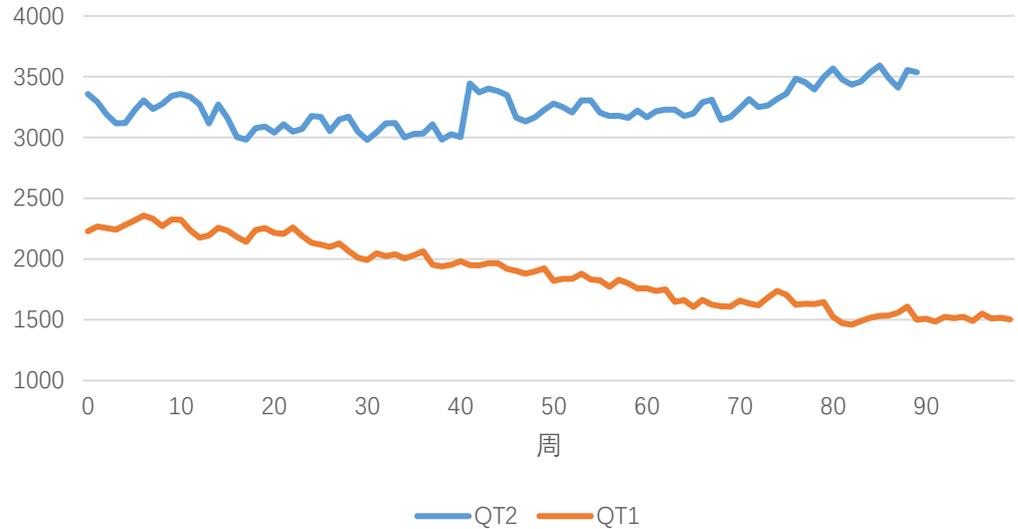
但是两次缩表过程中美联储资产负债表的成分变化差异较大。疫情初期的无限量 QE 使得美联储资产负债表中的 RRP (逆回购) 和 TGA 账户资金充裕, 因此本次缩表主要体现为 RRP (逆回购) 的下降。自 QT2 开始以来, RRP 规模下降了 13250 亿美元, 占联储资产负债表下降总规模的 103.5%。

而在 QT1 阶段, 当时 RRP (逆回购) 和 TGA 账户余额基本可以忽略不计, 因此缩表主要体现为银行准备金的变化。在 QT1 阶段, 银行准备金下降了 7242 亿美元, 超过了缩表的总规模, 而在 QT2 阶段, 银行准备金反而增加了 1801 亿美元。

图 2：美联储资产负债表构成变化 2017 年至今 (十亿美元)



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 3：两次缩表阶段的银行储备金走势变化（十亿美元）

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

尽管到目前为止，银行准备金依然充裕，为市场提供了足够的流动性，并未出现类似 2019 年 9 月的回购市场危机。但是随着缩表的深入，隔夜逆回购工具（RRP）余额也出现快速下降，放缓或者停止缩表已经进入了联储议息会议的讨论范围。

去年 12 月的 FOMC 纪要显示，几位官员已经建议尽快开始正式讨论缩表计划，以便在任何变化生效之前尽早向公众传达他们的计划。值得注意的是，联储官员们表示，改变并不是迫在眉睫，重点是放慢而不是结束缩表。鲍威尔也认为，目前的银行准备金还处于富余（abundant），等到它降到略高于充足（ample）水平，才会停止缩表。

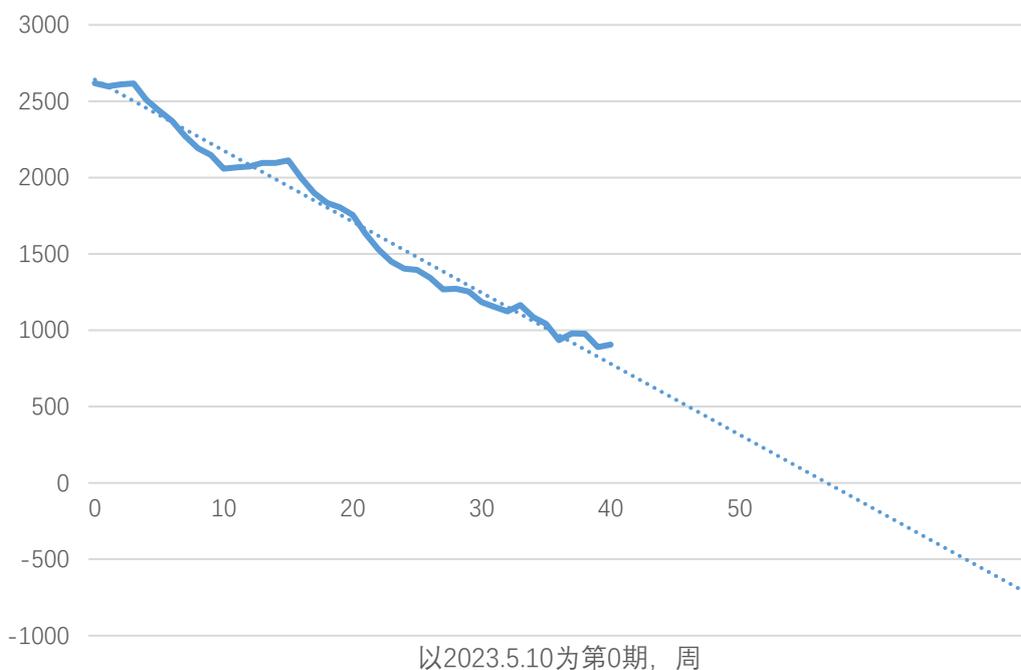
“充足（ample）”水平的银行准备金应该有多少？2023 年 8 月圣路易斯联储发表研究报告“The Mechanics of Fed Balance Sheet Normalization”，其中提到“充足”水平的存款准备金应达到名义 GDP 的 10%-12%。另外美联储理事沃勒也在今年 1 月表示较为合理的存款准备金水平应该是名义 GDP 的 10%-11%。

与此同时，一些联储官员认为隔夜逆回购工具（RRP）是帮助控制联邦基金利率的补充性政策工具，如果 RRP 降到 0，QT 的结束也是可以预见的了。因此，当存款准备金降至名义 GDP 的 10%-12%，或者隔夜逆回购余额降至 0 时，应该是合适的缩表停止时间。

假设 2024 年美国名义 GDP 增速为 5%（2%实际增速+3%平均通胀），10%-12%的名义 GDP 对应了 2.87-3.45 万亿美金的准备金水平，已经非常接近当前的准备金余额 3.54 万亿。如果隔夜逆回购工具（RRP）按照当前的速度消耗，也会在今年 6 月消耗完。

考虑到联储对待缩表的态度是“先放缓，再停止”，我们预计在 3 月的 FOMC 会议上联储可能对缩表放缓有更深入地讨论，从 5 月 FOMC 开始可能有放缓缩表的时间表，并在年底前完全结束缩表。放缓缩表将为市场提供额外流动性，参考上轮 QT 结束，美股、美债均有不同程度上涨。

图 4：隔夜逆回购规模及预测（十亿美元）



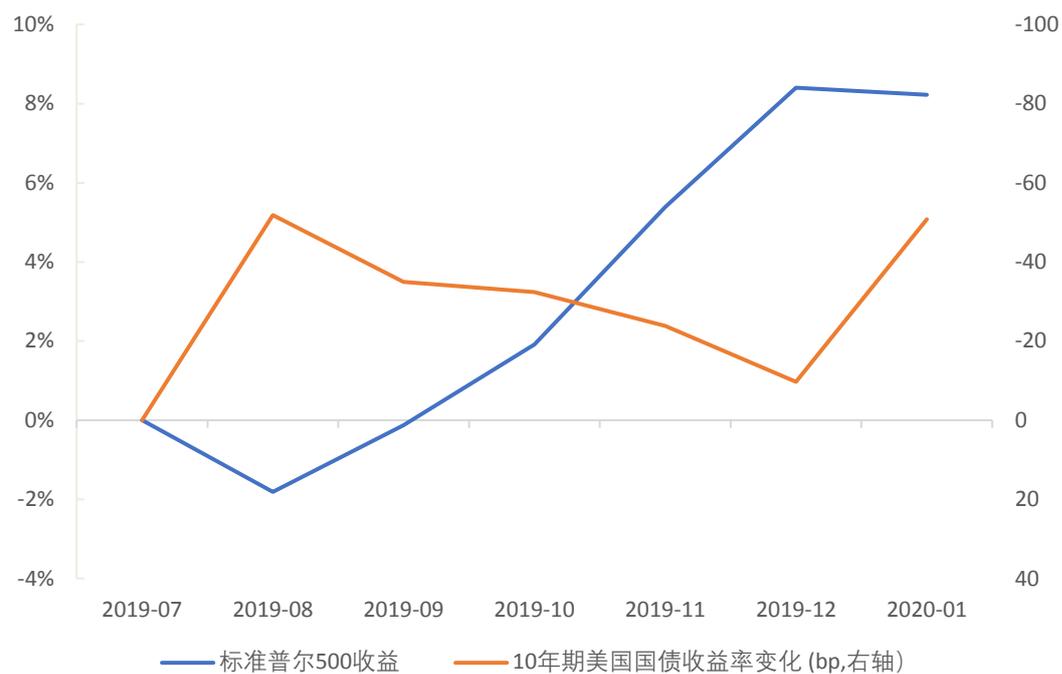
资料来源：bloomberg，天风证券研究所测算

图 5：银行储备金占名义 GDP 比例预测



资料来源：bloomberg，天风证券研究所测算

图 6：上一次缩表半年内美股、美债走势



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com