

从美国准备金框架对“沃什路径”的全景扫描

——美联储专题深度研究

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

投资要点

- **金融危机前的紧缺准备金框架。**在美国2008年金融危机前，美联储实行的是紧缺准备金框架，主要使用公开市场操作来控制准备金供给量，进而调节流动性供需缺口，使得FFR始终维持在目标区间内。在该阶段下，贴现率为利率走廊上限，但不存在实际的利率下限。紧缺准备金框架是对市场定价的一种激励，通过商业银行自身资金需求，在联邦基金市场上进行拆借发现市场价格，然而其缺点同样明显：美联储需要随时对准备金需求保持密切的监控。当资金需求大幅上升或者出现资本市场“黑天鹅”事件时，美联储则需要随时变更当天公开市场操作OMO的规模以防止利率脱离目标区间过多。
- **金融危机后的充足准备金框架。**2008年之后，美联储实行的量化宽松货币政策使得准备金供给大幅度增加，这使得原先依赖公开市场操作调控利率的方式无效化，美联储不得不将货币政策转变为“充足准备金框架”。2008年，美联储引入超额准备金利率（IOER），用于吸收银行过剩流动性。2014年美联储将隔夜逆回购（ON RRP）的交易对手方扩展至非银机构，用于吸收非银机构过剩的流动性，由于始终低于IOER，ON RRP也逐渐演变为真正的利率下限。2021年美联储为应对流动性紧缺情况，将SRF重新搬回视野并且将银行纳入SRF的交易对手范围，其按照EFFR目标区间上限的利率水平向银行和一级交易商提供隔夜担保融资，SRF正式成为流动性紧张时期的安全阀门和利率走廊的上限。至此美联储形成了“ON RRP——IOER——SRF”，三位一体的利率走廊结构。
- **“沃什路径”的本质是回归“紧缺准备金框架”。**美国货币框架从“紧缺准备金制度”演变至“充足准备金制度”，实质上是美联储不断QE救市下的产物。沃什希望通过缩表带动银行准备金回到稀缺状态，由于美联储资产的削减必然伴随负债的等量匹配减少，在隔夜逆回购账户趋近于0的情况下，继续实施QT几乎必然意味着银行在美联储持有的准备金将会减少。当银行准备金规模重新回到紧缺状态，美联储便可以通过公开市场操作的日常微调来控制准备金供给，进而灵活控制联邦基金利率。
- **“沃什路径”下的四年三步：降息——银行监管放松——缩表。**第一，降息可能是沃什上任后着力推动的首要任务。不同于当前美联储FOMC票委将实施降息建立在劳动力市场走弱的事实上，沃什更倾向于将降息建立在促进技术革命的逻辑预判上。同时，沃什通过“降息+GSEs购债”的组合来达到提高银行放贷的意愿，和降低银行准备金存量的目的。第二，银行监管放松是缩表的前提，其大概率会在沃什实际缩表之前进行。通过解放银行流动性约束，来降低美国银行机构对准备金储量的需求，进而降低缩表门槛。第三，通过缩表逐渐回归“紧缺准备金框架”，并时刻监控市场流动性，通过运用结构且精准的临时流动性支持工具抚平由于缩表带来的高波动性。
- **“沃什路径”的影响：资产负债表不可能三角。**该不可能三角为：小规模资产负债表，低波动性的利率，和对市场维持较低的干预。沃什希望的是美联储回到“小规模资产负债表”+“低波动的利率”的政策组合上。我们认为沃什路径下，高估值高融资的科技板块可能通过银行监管放松和降息影响获得支持而持续景气；市场资金价格波动性可能会先升高，后受沃什安抚（通过每日公开市场操作和精准的临时流动性支持工具）而下降；缩表则可能继续抬升期限溢价使得债券收益率延续陡峭化。
- **风险提示：银行业监管放松可能使得中小区域银行面临更大的经营风险。缩表力度超预期使得临时流动性支持工具难起效果。**

正文目录

1. 美国货币政策框架的演变	4
1.1. 金融危机前的紧缺准备金框架	4
1.2. 金融危机后的充足准备金框架	6
1.2.1. 超额准备金（IOER）的建立：2008-2014 年	6
1.2.2. 下限：隔夜逆回购协议（ON RRP）：2014-2021 年	6
1.2.3. 上限：常备回购便利（SRF）：2021 年-至今	7
1.2.4. 利率走廊完全确立	8
2. “沃什路径”下美国货币框架的变动可能	10
2.1. “沃什路径”的主张：缩表+降息	10
2.2. “沃什路径”的操作前瞻和影响	11
2.2.1. 降息——监管放松——缩表——回归紧缺准备金框架	11
3. “沃什路径”影响：资产负债表不可能三角	15
4. 风险提示	17

图表目录

图 1 在紧缺准备金体系下美联储对流动性的调控机制	5
图 2 金融危机以前贴现窗口始终作为利率走廊上限但约束力较弱，%	5
图 3 隔夜逆回购改革后其存量规模大幅提高，亿美元	7
图 4 在 2019 年钱荒下市场利率大幅度上升引出利率走廊上限，%	8
图 5 金融危机后 QE 使得准备金供给大幅右移，令紧缺准备金框架失效	9
图 6 情景一：2021-2022 年美国流动性充沛，%	10
图 7 情景二：2024 年降息前美国流动性略紧，%	10
图 8 情景三：2024-2025 年流动性极度紧张，%	10
图 9 美国当前流动性依然处在较紧张区间，bp	10
图 10 美联储资产负债表拆分，亿美元	11
图 11 EFFR 上行带动 IORB-EFFR 利差下行至 1bp 位置，bp	12
图 12 美国金融监管收紧后贷款和准备金对总资产之比呈现一减一增的局面，%，%	13
图 13 美国货币市场结构拆解图	14
图 14 央行资产负债表不可能三角	15
图 15 美国银行隔夜拆借成交量在充足准备金框架下逐渐萎缩，十亿美元	16

未找到图形项目表。

2026年1月，特朗普提名凯文·沃什（Kevin Warsh）为新任美联储主席，市场就沃什路径下的“降息+缩表”展开激烈讨论。我们认为“降息”的考量在于“提倡实体为本”，“缩表”的考量在于“促进货币内生创造”，而货币市场作为美国利率体系的中间部分，向上承接美联储货币政策端，向下联结着美国实体经济的融资供给，发挥着承上启下的关键作用。研究美国货币准备金框架有助于我们理解沃什路径如何改革，以及改革背后对应大类资产如何变化。

由此本文旨在通过详细剖析美国货币政策框架及其市场利率体系，论证在“沃什路径”下其政策的可行性以及后续可能实施的政策方针。

1.美国货币政策框架的演变

1.1.金融危机前的紧缺准备金框架

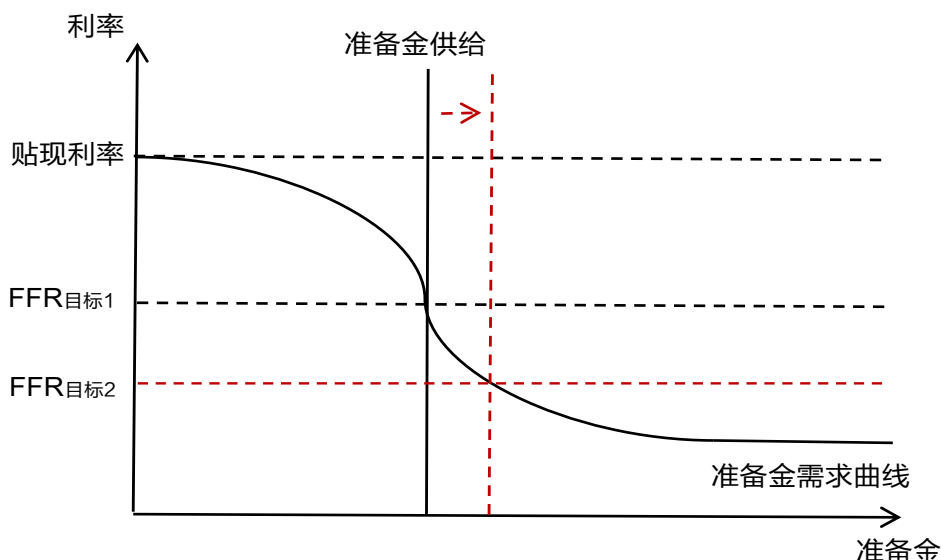
在美国2008年金融危机前，美联储实行的是紧缺准备金框架，主要通过调控商行的准备金规模来管理市场流动性。

20世纪30年代，美联储正式确定法定存款准备金的货币政策工具地位，其要求商行需以无息存款的方式持有特定数额的存款准备金。同时美联储通过公开市场操作（OMO）以及贴现窗口（DW）对货币数量进行调控，以保证市场流动性。

第三次石油危机结束后，美联储逐步从数量型货币政策转向利率价格型的货币政策。1994年联邦基金目标利率正式对市场公布，同时确定了以有效联邦基金利率（EFFR）为锚定利率的政策走向。

此时，商业银行在资金运转问题上有两种选择：（1）通过贴现窗口（DW）获取融资，但由于贴现窗口长期“污名化”（即市场习惯性解读：银行如果运用DW则是财务状况恶化的表现），贴现窗口演变为“最后贷款人”的功能，成为当时利率走廊的硬上限，商行几乎难以运用到此政策工具；（2）商业银行大部分时间会通过同业拆借，即联邦基金利率（FFR）进行融资。如此一来，联邦基金利率FFR对准备金规模变得相当敏感，美联储则主要通过公开市场操作OMO进行国债卖/买，以控制准备金供给左/右移动（由于美联储垄断准备金规模，准备金供给为垂直状态），通过调节准备金供需缺口，使得FFR始终维持在目标区间内。在该阶段下，贴现率为利率走廊上限，但不存在实际的利率下限。

图1 在紧缺准备金体系下美联储对流动性的调控机制

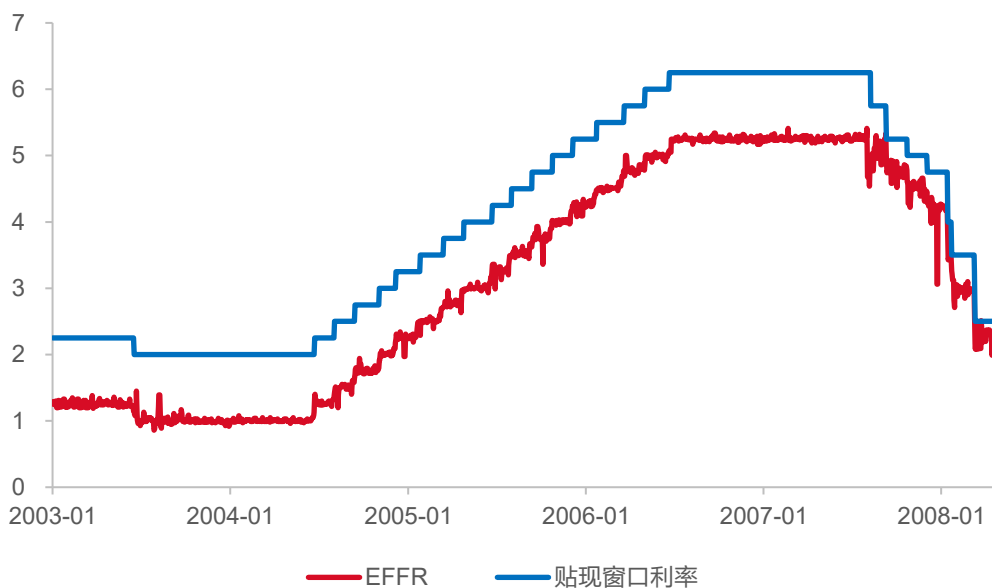


资料来源：东海证券研究所绘制

紧缺准备金框架最大的优点是对市场定价的一种激励，通过商业银行自身资金需求，在联邦基金市场上进行拆借发现市场价格。这就需要存款准备金始终保持在稀缺状态，美联储才能通过对准备金供给的垄断和调控实现价格发现。如果准备金处在过剩状态（即上图供给曲线在需求曲线接近水平的位置相交），那么FFR将对准备金规模实现零弹性：无论准备金供给如何变动，FFR始终保持不变，也就难以反映出市场真实价格水平。

紧缺准备金框架的缺点则主要是美联储需要随时对准备金需求保持密切高效监控。当资金需求大幅上升或者出现资本市场黑天鹅事件时，美联储需要随时变更当天公开市场操作OMO的规模以防止利率脱离目标区间过多。同时贴现窗口的“污名化”使得其功能作用“名存实亡”，其作为利率走廊的上限基本对货币市场准有约束力。

图2 金融危机以前贴现窗口始终作为利率走廊上限但约束力较弱，%



资料来源：美联储，东海证券研究所

1.2.金融危机后的充足准备金框架

2008年金融危机之后，美联储实行的量化宽松（QE）货币政策使得准备金供给大幅度右移，这使得原先依赖公开市场操作调控利率的方式无效化，除非美联储按照QE同等规模进行公开市场操作吸收市场上多余的流动性，否则难以回到以前紧缺准备金框架上。然而对于当时刚经历过“劫难”的美国资本市场来说，如此大规模的流动性回收显然是摧毁性的，美联储不得不将货币政策转变为“充足准备金框架”，并逐渐构筑起沿用至当前的“地板利率系统”。

1.2.1.超额准备金（IOER）的建立：2008-2014年

在充足准备金框架下，当时美国资本市场完全充沛，美联储急需一个新的利率作为利率体系的“地板”。2008年10月，美联储引入超额准备金利率（Interest On Excess Reserves, IOER），即对存款类机构的超额准备金支付利息，在充足准备金的体系内构筑起利率下限用以约束。理论上，由于套利机制的存在，（1）当FFR低于IOER时候，美国存款类机构便会通过FFR借入资金，并将该资金存入准备金账户，获取IOER-FFR无风险套利收益，这使得FFR向上收敛于IOER；（2）同理，如果FFR高于IOER，美国存款类机构便会提取超额准备金（即舍弃IOER收益），将资金通过同业拆借市场借出，获取FFR-IOER无风险套利收益，这便使得FFR向下收敛于IOER。IOER由于该套利机制也就成为理论上的走廊下限。

然而事与愿违，美联储引入超额准备金利率后，FFR长期击穿下破IOER这个利率地板，IOER并没有起到理论效果上的下限约束。其主要原因是在金融危机后资金流动性过剩，存款类机构不再依赖同业间拆借获得流动性，交易量大幅度缩水，FFR逐渐反应银行账内安排，并不反应市场实际的资金面宽松或紧张的情况，同时该市场的资金借出方逐渐由银行转变为政府支持机构（GSEs：包括两房机构和联邦住房贷款银行FHLBs）：这是由于GSEs这类非银机构无法在美联储开立准备金账户，也就无法获得IOER利息收益，这部分市场参与者便会把大量过剩闲置资金投入联邦基金市场，以获取FFR利息收入。大量资金的涌入压低FFR利率，同时令银行拥有几乎无限且不收敛的IOER-FFR套利空间，新的均衡就此形成。

1.2.2.下限：隔夜逆回购协议（ON RRP）：2014-2021年

通过前文，我们已经能看到，IOER作为利率下限的主要“漏洞”在于美联储忽视了非银机构对市场流动性的影响。由此，美联储在2014年尝试将隔夜逆回购协议（Overnight Reverse Repurchase Agreement, ON RRP）的交易对手方扩展至市场的非银机构，包括：对冲基金，货币基金，一级交易商和政府支持机构GSEs，通过对其支付低于IOER的利息，吸收非银机构过剩的流动性（银行同样能参与ON RRP，但由于ON RRP利息收益低于IOER，使得银行参与该工具的意义并不大）。至此，美国充足准备金框架下的利率走廊下限形成。

在隔夜逆回购协议工具改革后，其存量规模上升尤其快速：从2013年年初约1000亿美元规模快速扩张至2015年3000亿美元上下，ON RRP作为流动性“后备军”和“地板底线”的地位得到确立，为后续美联储开启加息周期提供先决缓冲和预热。

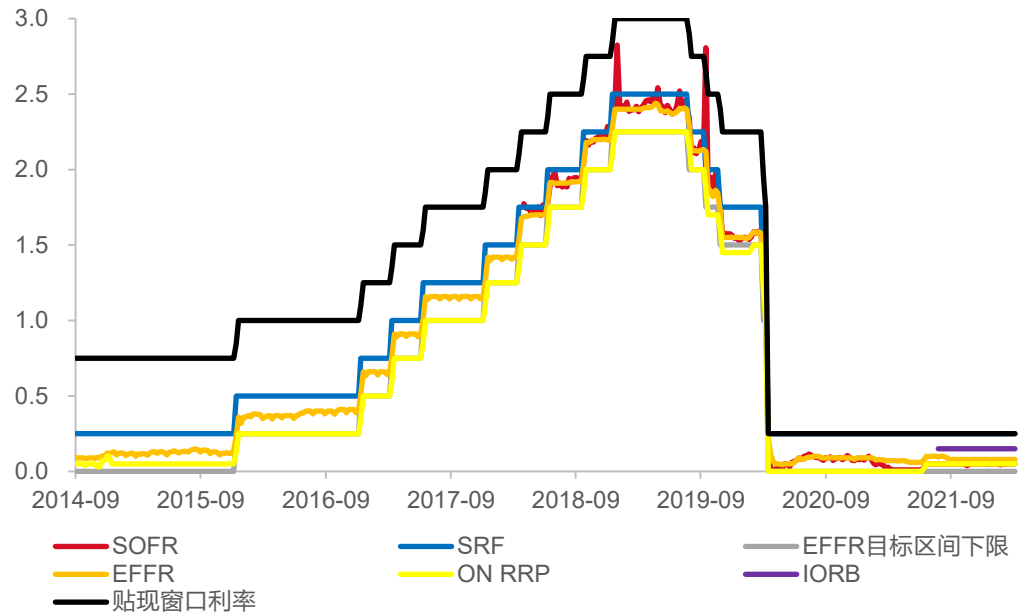
图3 隔夜逆回购改革后其存量规模大幅提高，亿美元


资料来源：美联储，东海证券研究所

1.2.3. 上限：常备回购便利（SRF）：2021年-至今

2019年三季度，在企业缴税、国债缴款、银行监管持续收紧以及美联储持续缩表的四重作用下，美国“钱荒”出现。此时，银行准备金依然充裕，但由于特朗普 1.0 执政期所期望的银行监管松绑并未完全落地，受于流动性覆盖率 LCR 和补充杠杆率 SLR 的限制，银行并不愿意将准备金提取借出，非银机构陷入“钱荒”，回购市场基础利率 SOFR 一度冲破贴现窗口利率上限突破同期 2.8% 水平。而这场钱荒的出现，也为后续美联储改革新的利率政策工具——常备回购便利（Standing Repo Facility, SRF）埋下伏笔。

2021年，美联储重启缩表，为了防止在缩表进程中再次出现类似 2019 年流动性短缺的情况，美联储将 SRF 重新搬回视野并且将银行纳入 SRF 的交易对手范围，其按照 EFR 目标区间上限的利率水平向银行和一级交易商提供隔夜担保融资，SRF 正式成为流动性紧张时期的安全阀门。

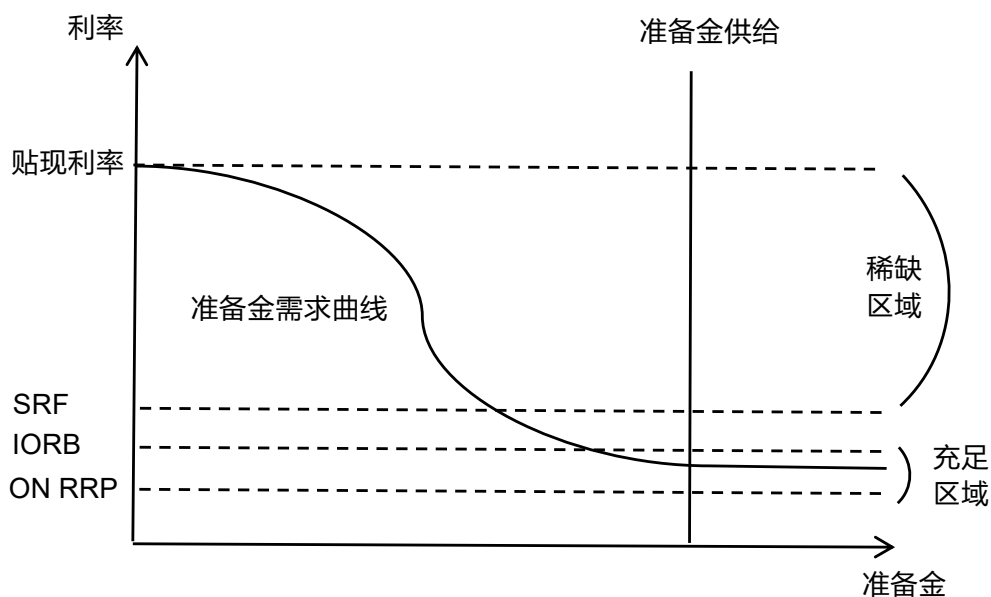
图4 在 2019 年钱荒下市场利率大幅度上升引出利率走廊上限，%


资料来源：美联储，纽约联储，东海证券研究所

后续来看，SRF 逐渐取代贴现窗口利率，成为美国利率体系下的硬上限。原因也主要聚焦在三点上：第一，SRF 相对于贴现窗口“污名化”减弱，银行和大部分一级交易商更愿意在资金紧张时期运用此工具，而非贴现窗口“摆设”般的政策工具；第二，SRF 相对于贴现窗口扩展了交易对手，引入涵盖券商此类非银机构的一级交易商作为对手方，其使用量更能直观地反映整个市场流动性的真实情况；第三，机构获得融资所提交的质押品仅限于国债和高质量资产，确定其“紧急安全阀门”以及“利率天花板”的地位。

1.2.4.利率走廊完全确立

至此，在充足准备金框架下，经过接近 15 年时间，美联储形成了“ON RRP——IOER——SRF”，分别对应“地板——锚定（软上限）——天花板（硬上限）”，三位一体的利率走廊结构。2021 年，即美联储推出 SRF 同年，美联储将超额准备金利率（IOER）和准备金利率（IORR）合并为统一利率：准备金余额利率（Interest On Reserve Balance），并调整银行法定准备金率为 0%。同时，贴现窗口继续保持“ON RRP——IORB——SRF”确立并沿用至今。

图5 金融危机后 QE 使得准备金供给大幅右移，令紧缺准备金框架失效


资料来源：东海证券研究所绘制

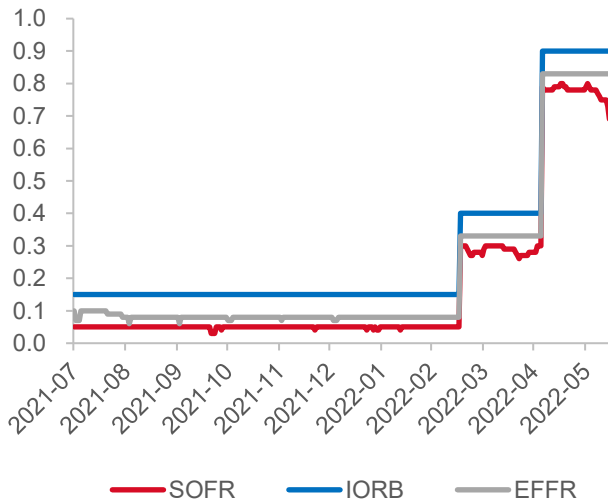
在该走廊体系下，美联储无需再每日进行精细化的数量货币调控（即公开市场操作），反之可以观察货币市场基础利率 SOFR 所处在利率走廊系统的相对位置进行流动性判断。通过货币市场价格因素，我们可以将流动性水平分为三种：

（1）**流动性充沛（如 2021 年）**：SOFR < EFFR，这是由于 EFFR 是联邦基金市场上的无担保拆借利率，而 SOFR 则是回购市场的有担保回购利率，在全货币市场流动性同样充沛的情况下，理论上应比 EFFR 拥有更小的风险补偿，SOFR 则会小于 EFFR。

（2）**流动性略微收紧（如 2024 年降息前）**：SOFR > EFFR 但 SOFR < IORB，在该情境下，非银金融机构（以货币基金和对冲基金为主）主导的回购市场已经逐渐开始资金短缺，但流动性紧缺并未传导到联邦基金市场，EFFR 保持相对不变，银行等存款类机构存在跨市场套利机会，资金存在从联邦基金市场流入回购市场的动机，使得 SOFR 上升趋势得到抑制，并不会超过 IORB。

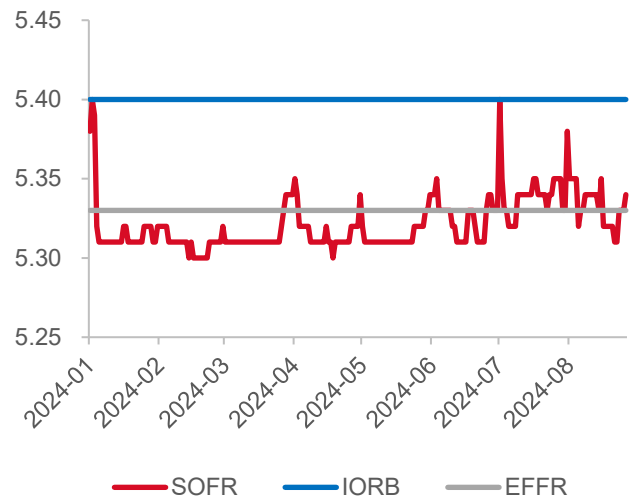
（3）**流动性极度紧缺（如 2024-2025 年）**：SOFR > IORB，在该情景下，流动性短缺已经从非银业传导到银行业，并且跨市场套利并不能满足全货币市场的资金需求，此时便需要美联储通过公开市场操作、回购操作或是 SRF 进行数量调控。此时 SOFR 即便当天短暂突破 SRF，但资金在得到 SRF 或回购交易补充后，也会快速回落，SRF 依然是利率走廊系统的“硬上限”和“紧急后备预案”。

图6 情景一：2021-2022年美国流动性充沛，%



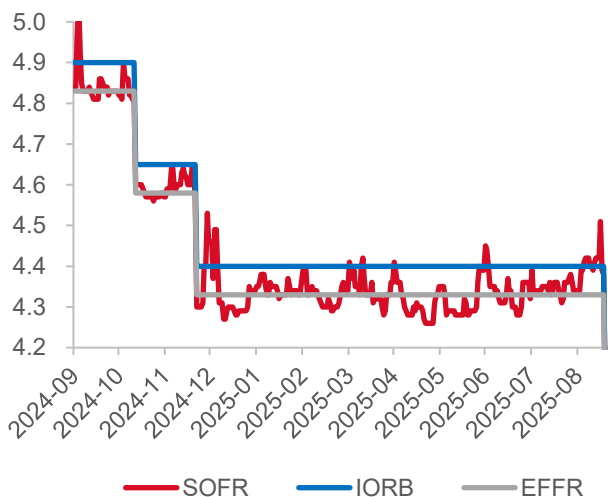
资料来源：FED，东海证券研究所

图7 情景二：2024年降息前美国流动性略紧，%



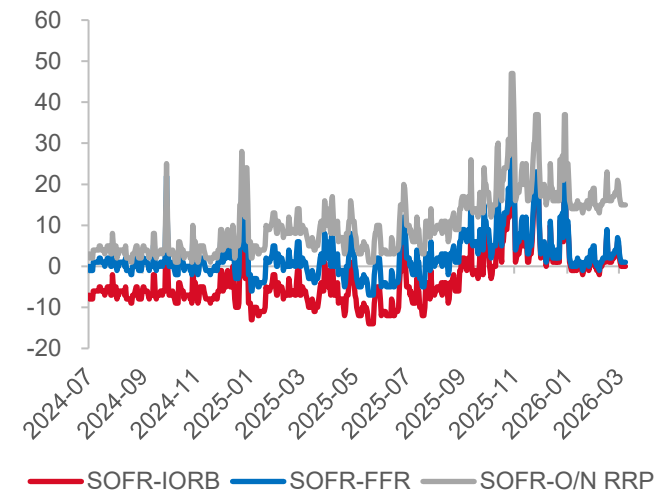
资料来源：FED，东海证券研究所

图8 情景三：2024-2025年流动性极度紧张，%



资料来源：FED，东海证券研究所

图9 美国当前流动性依然处在较紧张区间，bp



资料来源：FED，东海证券研究所

2. “沃什路径”下美国货币框架的变动可能

通过以上详解我们或许能够观察到，美国货币框架从“紧缺准备金制度”演变至“充足准备金制度”，实质上是美联储不断QE救市下的产物。凯文·沃什作为务实货币主义派的坚定提倡者，自2008年金融危机后便和美联储持续QE的货币政策产生分歧，对当时美联储的大规模资产购买计划感到担忧，最终由于理念不和（主要由于反对第二轮QE），在2011年辞去美联储理事职位。

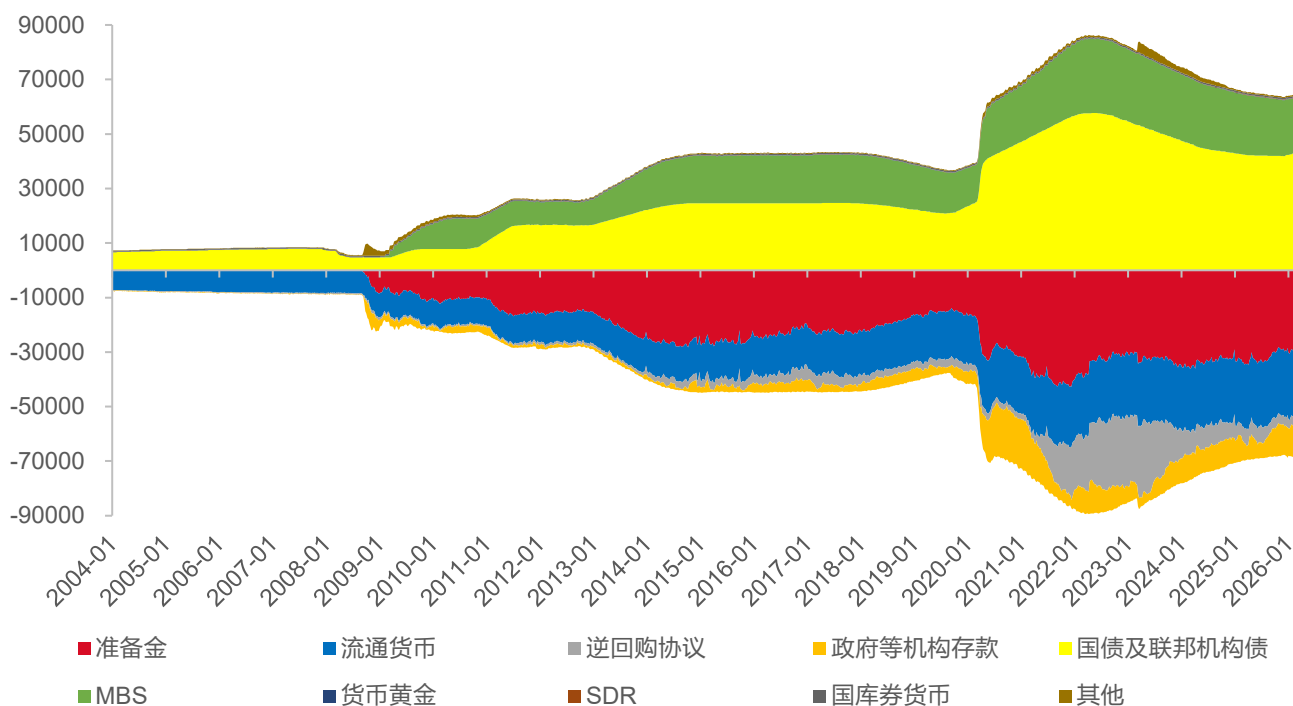
2.1. “沃什路径”的主张：缩表+降息

在辞去美联储理事职位之后，沃什一直活跃于胡佛研究所（Hoover Institution），多次撰文批评QE1之后美联储持续且无节制的扩表行为，并认为当前“充足准备金制度”给了银行无限的套利空间（主要以IORB-FFR利差套利为主，详见章节1.2.1），再加之金融监

管迟迟不放松，使得银行放贷意愿降低，资金持续在资本市场空转，实体经济也就难以获得资本支持。沃什在 2024 年 Wall Street Journal 发表的《Interest Rates Are A Sideshow In The Fed Drama》中强调缩表优先级高于政策利率调整，并直言“如果央行不缩表，通胀将继续上涨（Expect inflation to rise if the central bank doesn't keep reducing the size of its balance sheet）”。在 2025 年胡佛研究所访谈《Uncommon Knowledge——Inflation is a choice》中，沃什再次发言“通胀并非一种不可抗力，而是美联储一种选择的后果”。**“以缩表对抗通胀”基本成为沃什的政策宣言。**

2025 年 11 月同样在 Wall Street Journal 专栏发表的《The Federal Reserve's Broken Leadership》中，沃什更加严厉地批评鲍威尔领导下的扩表货币政策记录，认为降息是让利于企业和家庭。此文中，沃什认为美国是全世界创新力和资本活跃的中心，人工智能是一股强大的抗通胀力量，AI 通过生产力的提高带来生产成本的下降，当成本下降速度超过需求上升速度时，便是一种生产力自发的去通胀现象。而美联储应该做得，不是等待滞后经济数据“达标”后才开启降息周期，而是尽早降息为技术进步提供良好的环境，以避免将技术革命扼杀在摇篮。**“以降息造福实体”则是沃什在 2025 年新立的政策信条。**

图10 美联储资产负债表拆分，亿美元



资料来源：FED，东海证券研究所，注：正数表示资产端，负数表示负债端

2.2. “沃什路径”的操作前瞻和影响

2.2.1. 降息——监管放松——缩表——回归紧缺准备金框架

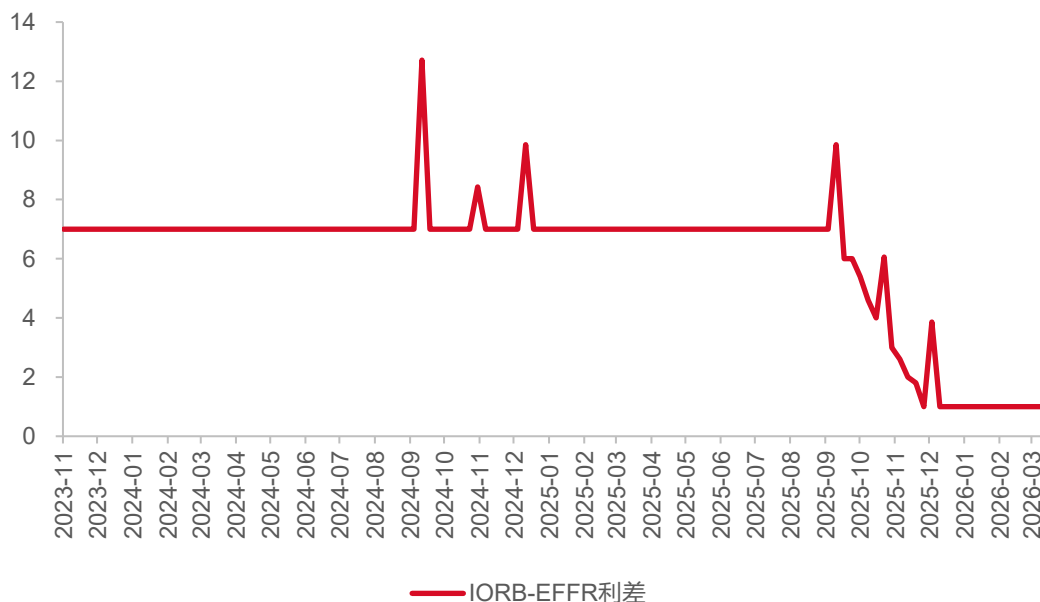
回到货币框架下，“沃什路径”更像是回归“紧缺准备金货币框架”，这是由于资产的削减（以 MBS 和 UST 为主）必然伴随负债的等量匹配减少，在隔夜逆回购账户趋近于 0 的情况下，继续实施量化紧缩（QT）几乎必然意味着银行在美联储持有的准备金将会减少。如前文所讲，沃什希望的是通过缩表带动银行准备金回到稀缺状态，美联储能够通过公开市场操作的日常微调来控制准备金供给，进而灵活控制联邦基金利率（图 1）。然而在当前美联储海量资产负债表面前，从“充裕准备金框架”回退到“紧缺准备金框架”也并非一蹴而

就的易事。我们认为沃什上任美联储主席后可能实施“四年三步走”的计划：**降息——银行监管放松——缩表**，并将货币政策回归“紧缺准备金框架”作为最终目的来推进改革。

第一步，降息可能是沃什上任后着力推动的首要任务。不同于当前美联储 FOMC 票委将实施降息建立在劳动力市场走弱的事实上，沃什更倾向于将降息建立在促进技术革命的逻辑预判上。据此，我们着重强调沃什降息逻辑的两点不同。**第一点是“事实”对应“预判”。**沃什批判美联储对滞后经济数据的过度依赖，认为这种后视镜式的政策决断难以为技术飞速进步的当前提供良好的增长环境，反而可能因为滞后的政策使得美国在国力竞争中落后于其他国家。其更希望将“事实依据降息”变为“预判前瞻降息”。**第二点是“劳动力市场走弱”对应“促进技术革命”。**沃什更为关注当前技术革命对于生产效率的提升，认为 AI 可以通过提高生产效率来降低生产力成本，当成本下降速度超过需求上升速度便是一种高生产力自发的去通胀现象。

同时，沃什通过“降息+GSEs 购债”的组合来达到提高银行放贷的意愿，和降低银行准备金存量的目的。具体来看，降息会使得 IORB 和 EFFR 同时下降等额幅度，这意味着 IORB-EFFR 利差保持不变，那么银行便依然有充分的动机去继续“借入 EFFR 存进 IORB”套利，银行资金空转的情况依然无法得到解决。但如果推动政府支持机构（GSEs，为 EFFR 的主要贷方）购债，将联邦基金市场的主要贷方 GSEs 的闲置资金挪走，推高 EFFR 利率至 IORB 同水平甚至更高，那么银行准备金需求便会降低，叠加降息影响，银行放贷意愿提高，资金便有了从货币市场流入实体经济的动力。而白宫方面显然已经开始在为其政策理念铺平道路，2026 年年初特朗普宣布利用两房机构闲置资产来购买 2000 亿美元 MBS 以支持住房市场发展。同期，EFFR 不断上行，到 3 月中旬仅仅比 IORB 低 1bp，即便美联储在当前依然维持每周 150 亿美元 RMP 的情况下，IORB-EFFR 利差依然保持在 1bp 低位，表明美联储释放的流动性并没有进入联邦基金市场，而是更加泛用的非银机构参与更多的回购市场（SOFR 有效降低）。由此可见，降息反而为缩表提供了部分基础。同时叠加特朗普 2026 年中期选举的降息诉求，基于此我们推断沃什上任第一步不是急于缩表，而是降息。

图11 EFFR 上行带动 IORB-EFFR 利差下行至 1bp 位置，bp

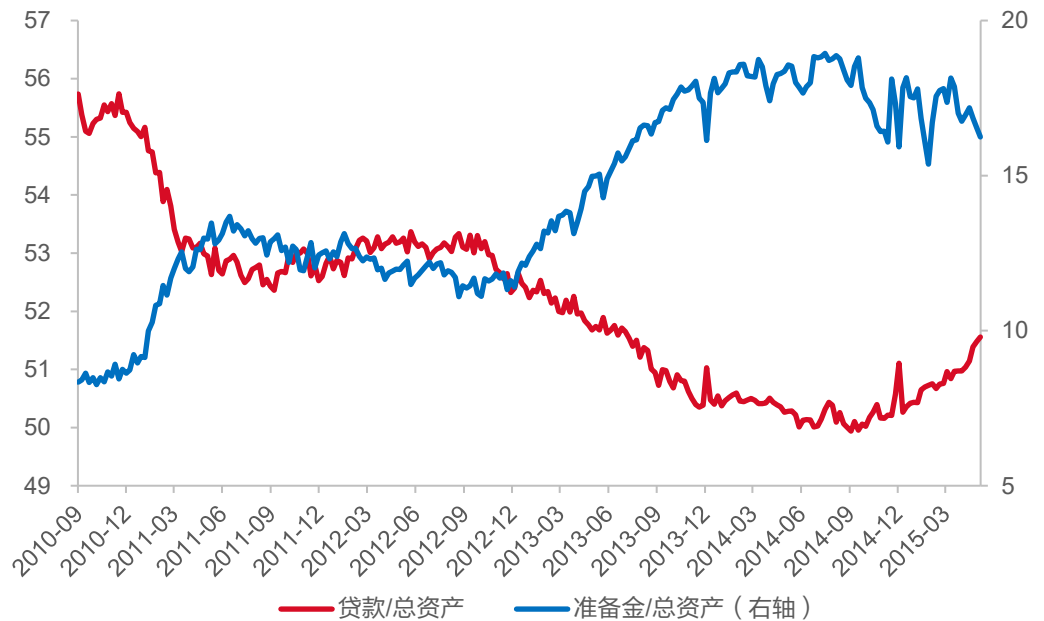


资料来源：FED，东海证券研究所

第二步，银行监管放松是缩表的前提，其大概率会在沃什实际缩表之前进行。在当前充足准备金框架下，银行由于监管要求拥有大量的准备金，一方面由于《巴塞尔协议 III》对于流动性覆盖率 LCR 的要求，令准备金这种高安全性和高流动性的资产（HQLA）需求骤增；

一方面由于次贷危机后出台的《多德-弗兰克法案》大幅强化了金融监管和消费者保护，其中沃尔克规则严格限制银行自营交易（限制范围包括：不得使用自有资金投资于短期证券、衍生品、期货等交易、对冲基金以及私募股权基金），令银行持有资产种类大幅减少，而准备金则成为银行资本盘面上为数不多的合规且收益可观的资产配置。自 2010 年《多德-弗兰克法案》推出到 2014 年美联储 QE3 结束来作为参考，准备金对银行总资产之比从 2010 年的 8.5% 附近一路上升至 2014 年四季度高点 18.8%，同期银行放贷意愿减弱，贷款对银行总资产占比则由 55.7% 下降至 50% 左右浮动。显然，如果以上监管规则放松，则有利于降低美国银行机构对准备金储量的需求，缩表的门槛也会被大幅降低。

图12 美国金融监管收紧后贷款和准备金对总资产之比呈现一减一增的局面，%，%



资料来源：FED，东海证券研究所

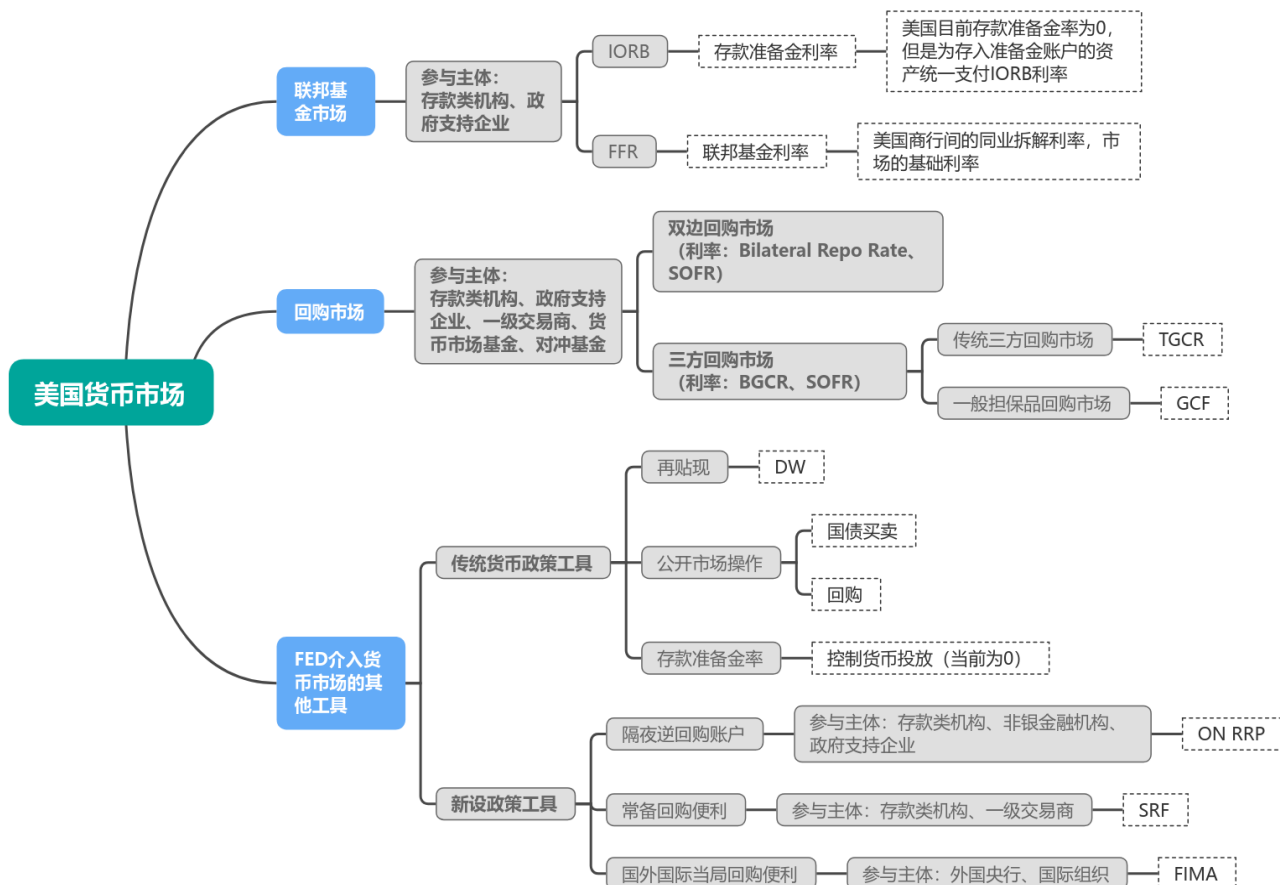
那么“沃什路径”下金融监管放松的可能措施有哪些？进入特朗普 2.0 时代，我们认为美国金融监管放松可以分成两个部分：银行同业市场和非银回购市场。

银行部分来看，特朗普 2.0 时代监管放松可能会着重于大行监管放松，致力于解放银行流动性约束，包括但不限于：（1）**结构性地对大型商业银行补充杠杆率（SLR）进行松绑**，主流思路是令大行的 SLR 分母端不再包含美国国债，类似 2021 年之前的 SLR 豁免政策（目前美国要求 Category I - III 的银行 $SLR \geq 3\%$ ，G-SIBs 则需满足 $eSLR \geq 5\%$ ， $SLR = \text{银行一级资本净额} / \text{杠杆暴露}$ ），让大行承接部分国债购买责任，这或能够在美联储缩表而财政保持扩张的情况下，压制美债长端收益率上行。（2）**对沃尔克规则进行松绑，解放银行自营资金**，在美联储缩表情况下，这同样能够为市场提供一定量的补充流动性。（3）**推进银行并购监管审核放松**，监管全面转向“效率和竞争力导向”，消除银行“大而不倒”的预期，银行业市场化重组或更加频繁，行业集中度更大，美联储在后续政策框架改革中的意见听取以及流动性操作也会更加精准。

回购市场部分来看，其监管放松则可能重点放在对非银机构资金层面的支持上。这是由于如果沃什上台后的美联储寄希望于大型银行承接部分证券持有责任（在银行监管放松，解放银行资本约束之后），那么银行同业市场受监管放松所释放出的流动性依然难以流入非银回购市场，在 TGA 持续吸收市场资金并且美联储 QT 意愿强烈的情况下，可能导致短期融资市场利率大幅走高（如 SOFR 和 BGCR）。在经历了 2019 年和 2020 年回购危机的教训之后，美联储启动并创新了大量临时流动性支持工具用于平衡货币市场的流动性压力，包括但不限于：一级交易商信贷便利机制（Primary Dealer Credit Facility, PDCF）、商业票据

融资机制（Commercial Paper Funding Facility, CPFF）以及货币市场共同基金流动性便利工具（Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, MMLF）。这些临时流动性补充工具定向且直接地作用于货币市场交易主体之上，完全贴合沃什的政策导向：将货币政策重心转向结构性以及精准性。我们认为沃什在重启缩表之前可能将这些临时流动性支持工具再次推向货币政策舞台，定向精准地对货币市场流动性进行补充支持，而非当前美联储泛式地购买或缩减国债规模。

图13 美国货币市场结构拆解图



资料来源：东海证券研究所整理

第三步，从缩表逐渐回归“紧缺准备金框架”。在前两步“降利率+松监管”完成后，沃什领导下的美联储或有重启缩表的空间。我们认为沃什在华尔街的市场经验让其深知市场对政策预期的放大效应，可能在后续形成以时间换空间“逐步推进缩表”的政策主张。如果缩表幅度过大，流动性退潮叠加期限溢价导致的长端收益率上行，反而可能出现类似 2018 年缩表时期股市中科技板块回调的情况，这也就和沃什“以降息促科技”的理念背道而驰。由此，最可能的方式或是：美联储缩表的同时，第一，时刻监控货币市场流动性，通过结构性货币工具压低市场在 QT 下的高波动性；第二，出台对高估值产业（以科技行业为代表）的专项货币政策工具，避免该类行业在 QT 推升期限溢价的背景下出现较大且不可控的回撤；第三，以降息和紧密跟踪市场流动性需求为辅，安抚市场情绪。

沃什缩表并非短期就能完成的事情，美联储从 2008 年“紧缺准备金框架”过渡到 2021 年“充足准备金框架”的完全建立走过了 13 年时间。沃什 4 年主席任期内完成准备金框架的再转移可谓难上加难，其不仅需要说服圆桌上的 FOMC 委员，更要说服早已习惯充足准备金框架下的市场。如果按照当前美联储制定的紧缺流动性标准来进行计算（准备金/银行总资产 < 10% 为流动性紧缺），我们粗略得到美联储或还需要抽取 5200 亿美元准备金（由于银

行总资产在缩表和监管放松后会同步变化而难以估计，此数字为当前银行总资产值的静态计算结果），约占当前准备金规模的 17.3%。

3. “沃什路径”影响：资产负债表不可能三角

纽约联储在 2026 年年初发布了一篇工作报告《The Central Bank Balance-Sheet Trilemma（央行资产负债表不可能三角）》。我们认为通过这篇报告能够更加轻松地系统地解析“沃什路径”带来的影响。

报告认为各国央行均希望能够同时实现（1）小规模资产负债表（small balance sheet），（2）低波动性的利率（low rate volatility），和（3）对市场维持较低的干预（limited market intervention），三个目标。然而在实际实践情况下，央行最多只能取其二，而牺牲剩下的一个。

图14 央行资产负债表不可能三角



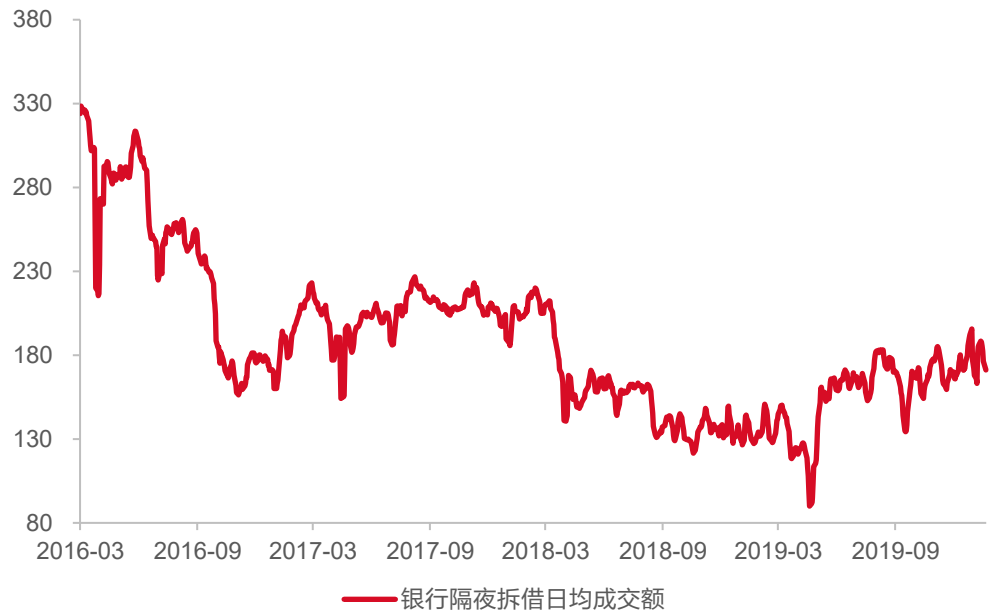
资料来源：纽约联储，东海证券研究所绘制

情况一：“小规模资产负债表”+“对市场低干预”。当央行选择回收市场流动性，缩小资产负债表的时候，市场必然伴随期限溢价的回升以及资本价格的上升，而如果此时央行并不对市场多做干预，让市场供需自由完成价格决定，那么短期资本会受不断进行的套利和投机而波动加剧，任何可锚定物的变化（如 TGA 或国外主权减持美债情况）都可能导致市场波动率提高，并令市场波动陷入自我强化的漩涡（以 2019 年回购危机为例：资产回撤—流动性恶化—背后资产贱卖—资产回撤加剧—流动性更加恶化）。

情况二：“小规模资产负债表”+“低波动性的利率”。与上述同理，央行缩小资产负债表带来市场期限溢价以及资本价格的上升，但如果此时保持对市场的即时高效的干预，那么市场波动率便会被抚平，但代价是市场可能会产生央行“最后兜底人”的预期。

情况三：“低波动性的利率” + “对市场维持低干预”。如果央行舍弃小规模资产负债表，为市场提供充足流动性，银行之间拆借功能会失灵，同业市场失去价格发现能力，比如在金融危机后银行间拆借成交量开始萎缩，SOFR（或 LIBOR USD）这类回购市场利率成为货币市场的价格参考，但与之换来是货币市场的低利率波动和并不频繁的美联储流动性介入。

图15 美国银行隔夜拆借成交量在充足准备金框架下逐渐萎缩，十亿美元



资料来源：纽约联储，东海证券研究所绘制

显然，当前充足准备金框架下的美联储选择的是情况三：“低波动的利率” + “低市场干预（如基本舍弃公开市场操作）”。我们认为沃什希望的是美联储回到情况二“小规模资产负债表” + “低波动的利率”的政策组合上，也就是紧缺准备金框架：缩表的同时，通过高频（如每日公开市场操作）且精准（如章节 2.2.1 提到的 MMLF, CPFF 和 PDCF 等临时流动性支持工具）的市场干预来降低市场波动性。

在此基础上，我们按照章节二沃什“四年三步”走的政策改革方式：降息——监管放松——缩表的路径，简单推演总结该情况下资产的变化情况。（1）降息一马当先，高估值高融资依赖的科技类行业首先受预期提升影响而受益，这也符合沃什“科技兴国”以及特朗普中期选举的政治诉求；（2）其次，银行业或货币市场主体的监管放松则有利于银行风险偏好的回暖，银行可能主动缩减准备金规模，并用于承接部分美债需求责任，压制后续缩表带来的期限溢价回升影响；（3）最后，开展渐进式缩表，同期债券收益率曲线可能受缩表带来的期限溢价影响而延续陡峭化，后续受临时流动性支持工具和公开市场操作的推出而小幅牛平变动。同时高频且精准的流动性关注能够压制市场波动性的抬升，抚慰市场情绪。

然而，借用华尔街常用的“QT would be easier said than done”——对于缩表而言，说得永远比做得容易。我们同样简单列出几点“沃什路径”下的风险和难点：（1）现实情况下，短期降息会推高实际需求，在当前中东冲突爆发，通胀预期升高的背景下，是否会导致通胀再次失控犹未可知；（2）AI 对生产力的提高，技术革新对通胀的压制依然是中长期观测内容，沃什所言的“科技进步带动自发去通胀”在长期或许可行，但短期内可能依然难以兑现，如何平衡短期通胀失控和中长期自发去通胀机制依然是不小的难题；（3）最后，银行业监管松绑可能令缺乏风控能力的中小区域银行面临更大的经营风险，系统性金融风险的苗子一旦种下何时爆发只是时间问题。

4.风险提示

中东冲突僵持时间较长导致能源通胀担忧加剧。这或使得美国国内通胀预期上升，令凯文·沃什上任后难以说服 FOMC 委员会支持降息。

银行业监管放松可能使得中小区域银行面临更大的经营风险。沃什寄希望于通过银行监管松绑来释放美联储庞大资产负债表的压力，但同时会增加系统性风险传导的可能性。

缩表力度超预期使得临时流动性支持工具难起效果。沃什缩表力度如果远超出市场预期，这或使得市场陷入恐慌螺旋，临时流动性支持工具或难以支撑其恶化缺口。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089