

# 美联储真的在缩表吗？

## 美联储研究系列之二

### 核心结论

前一段时间美联储总资产连续四周下降，引发了市场对于美联储可能缩表的担忧。为了应对新冠疫情的影响，缓解市场流动性危机，美联储从今年3月起大幅扩表。美联储的总资产规模从今年3月11日的4.36万亿美元，增加到了6月10日的7.22万亿美元，创下历史新高，3个多月的时间内进行了2.86万亿美元的扩表。从6月17日这一周开始，美联储总资产规模经历了连续四周的减少，叠加经济数据体现美国经济开始复苏，市场开始担忧美联储的宽松政策是否开始转向。

美联储总资产缩水的主要原因是央行流动性互换到期与回购到期，而非美联储主动缩表。2020年3月15日美联储与多家央行签订美元流动性互换协议，为全球市场提供更多流动性支持。互换规模在5月27日当周达到最大值4489亿美元，随后开始逐渐下降。由于流动性危机逐渐解除，外国央行对美元的需求缓解，此前的货币互换到期后外国央行不再续作。截至7月22日当周，剩余互换规模还有1220亿美元，最近两个月已经减少了3270亿美元。

回购操作退出是美联储总资产缩水的第二大原因。本轮回操作从2019年9月重启至今，回购总规模在3月18日当周最高达到4419.45亿美元，随后开始下降，直到7月8日当周回到0。回购作为一个短期操作工具退出使用，一方面是因为回购市场资金流动性缓解，另一方面是因为美联储还启动了很多创新型货币工具有针对性地为市场提供流动性，例如一交易商信贷便利等等。

尽管短期应急的政策工具退出，但购买美国国债、抵押支持债券MBS这些长期政策工具并未停止。目前美联储总资产中持有最多的是美国国债，总规模达到4.27万亿美元，占总资产的61%，其次是MBS总规模为1.97万亿美元，占28%。美联储3月至今购买了1.74万亿美元的国债和5988亿美元的MBS。随着流动性的好转，美联储每周购买国债的规模也在逐渐下降，从3月底4月初的每周3000亿美元购买量下降至目前的每周200亿美元左右。

虽然近期扩表步伐有所放缓，但我们认为今年下半年美联储不会主动缩表。首先，目前美国疫情二次爆发，愈演愈烈，面对疫情压力，目前美国至少有24个州暂停重启经济，影响经济复苏进度。7月18日当周的首次申领失业金人数已经出现了4月以来的首次反弹。其次，今年上半年已累计发行了7.53万亿美元国债和1.43万亿美元的企业债。在天量债券供给的背景下，为了控制收益率，美联储将会继续购买债券，将债券收益率维持在较低水平。此外，美联储在今年下半年很有可能会推出“收益率曲线控制”，主要作用是部分代替量化宽松，稳定市场利率的同时又减轻了美联储大幅扩表的负担。

风险提示：政策风险，疫情蔓延风险。

### 分析师

 雒雅梅 S0800518080002  
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

### 联系人

 张育浩  
 18548912118  
 zhangyuhao@research.xbmail.com.cn  
 陶冷  
 15000831636  
 taoling@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

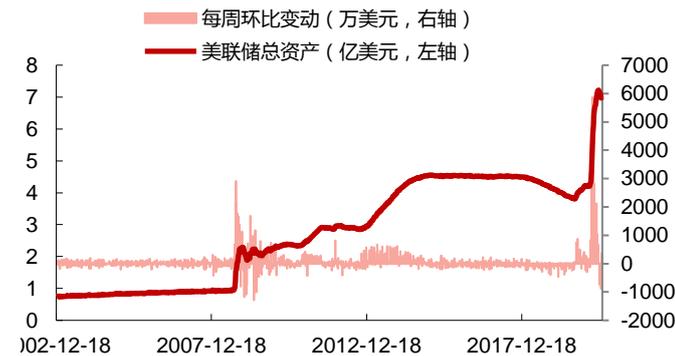
美联储研究系列之一：美联储收益率曲线控制的影响 2020年7月

3日

为了应对新冠疫情的影响，缓解市场流动性危机，美联储从今年3月起大幅扩表。美联储的总资产规模从今年3月11日的4.36万亿美元，增加到了6月10日的7.22万亿美元，创下历史新高，3个多月的时间里总资产规模增加了2.86万亿美元。

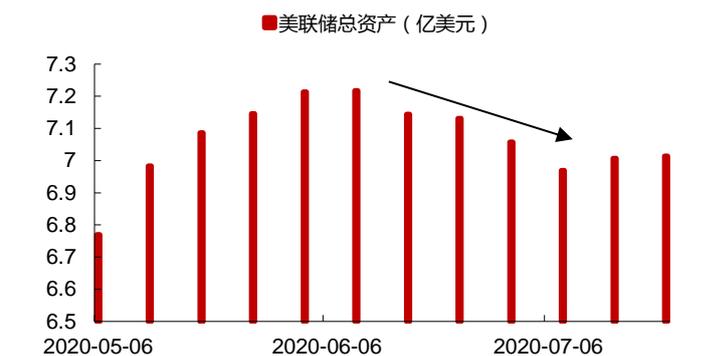
前期美联储总资产连续四周下降，引发缩表担忧。从6月17日这一周开始，美联储总资产规模经历了连续四周的减少，叠加经济数据体现美国经济开始复苏，市场开始担忧美联储的宽松政策是否开始转向。

图1：美联储总资产超过7万亿美元



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图2：总资产连续四周下降



资料来源：WIND，西部证券研发中心

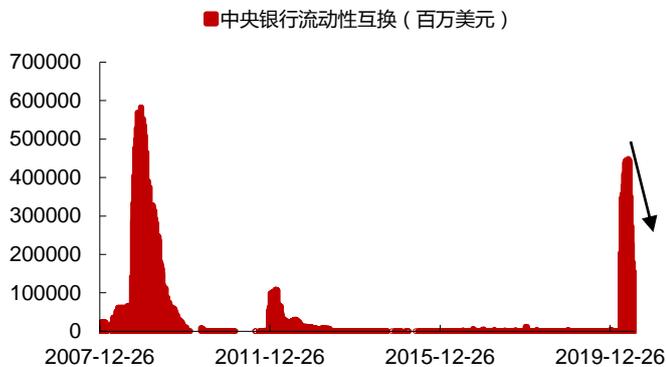
总资产缩水的主要原因是央行流动性互换到期与回购到期，而非美联储主动缩表。央行流动性互换，最早出现于2008年金融危机期间，以解决当时很多外国银行美元流动性短缺的问题，当时是以临时互换协议的形式出现。2013年，美联储与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、瑞士央行决定将临时美元流动性互换协议变为常设协议。当外国央行利用与美联储的互换额度时，该外国央行将其指定数量的货币出售给美联储，以换取当时市场汇率的美元。美联储在外国央行的账户中持有外币。美联储提供的美元存入外国央行在纽约联邦储备银行开立的账户中。同时，美联储和外国央行就第二笔交易订立有约束力的协议，该交易有义务使外国中央银行在指定的未来日期以相同汇率回购其货币。第二笔交易结束了第一笔交易。在第二笔交易结束时，外国中央银行以市场利率向美联储支付利息。美元流动性掉期的期限从隔夜到三个月不等。美联储购买的外币在资产负债表上体现为资产。由于掉期交易以初始互换时使用的汇率计价，因此资产的美元价值不受市场汇率变化的影响。

2020年3月15日，上述六大央行通过现有的美元流动性互换协议采取协调行动，为全球市场提供更多流动性支持，同意将美元流动性互换协议的定价调降25个基点，新的互换利率为美元隔夜指数掉期利率(OIS)+25个基点。同时在现有为期一周美元信贷基础之上，每周开始提供84天到期的美元信贷。3月19日，美联储将美元流动性互换安排扩展至另外九家央行，分别为澳大利亚储备银行、巴西央行、韩国央行、墨西哥央行、新加坡金融管理局、瑞典央行、丹麦央行、挪威央行、新西兰储备银行。3月20日，为了提高互换在提供美元资金方面的有效性，央行已同意将7天到期操作的频率从每周增加到每天，该操作至少持续到4月底。美联储的这些动作规模大，速度快，对缓解当时的流动性危机起到了很大的作用。

央行流动性互换规模在5月27日当周达到最大值4489.46亿美元，随后开始逐渐下降，目前仅剩1220亿美元。一方面由于流动性危机逐渐解除，外国央行对美元的新增需求缓解，另一方面，原先互换的货币逐渐到期，到期后外国央行不再续作，因此美联储资产负债表上外币资

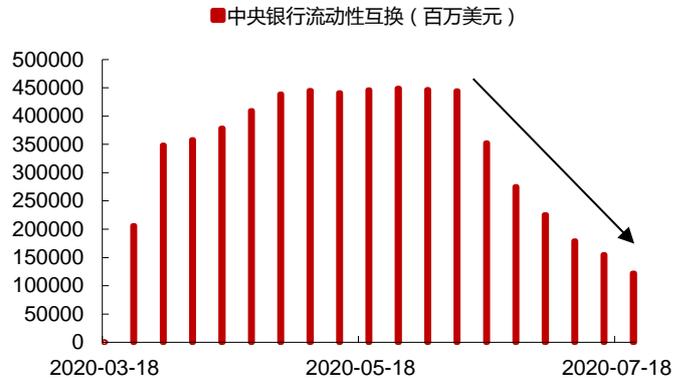
产（以美元计价）不断减少，截至7月22日当周，剩余外币资产还有1220亿美元，最近的两个月已经减少了3270亿美元。

图 3：2020 年 3 月重启大规模央行流动性互换



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 4：央行流动性互换额度在 5 月底达到最大值



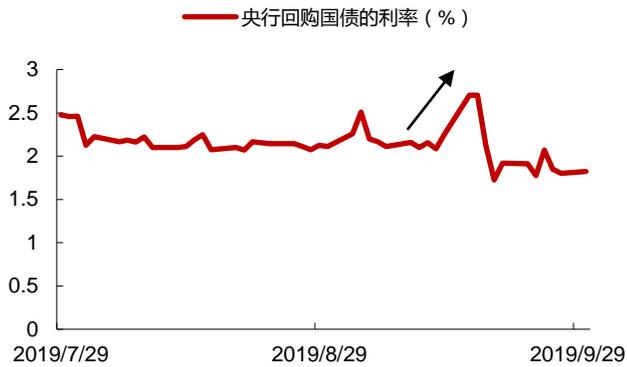
资料来源：WIND，西部证券研发中心

**回购操作退出是美联储总资产缩水的第二大原因。**美国的回购市场非常庞大，每天支持的融资规模超过 3 万亿美元。回购交易使诸如共同基金之类的大投资者能够通过短暂借出闲置的现金来获利，同时银行和经纪交易商通过借出所持有的证券来获得所需的资金。美联储的回购操作属于短期的货币政策调节工具，美联储接受机构提供的债券作为抵押，用隔夜或者相对较短的期限来借出资金，从而释放流动性。对于美联储来说，正回购是向市场释放流动性的操作，而正回购到期则是央行向市场收回流动性的操作。

**金融危机结束的十年后，2019 年 9 月美联储重启回购，向市场释放流动性。**当时回购市场的融资供不应求，回购利率从 9 月 12 日的 2% 上升到了 9 月 17 日的 2.7%，一周之内上升了 70 个基点，当天也有几笔交易录得接近 10% 的利率。回购市场的巨大波动把联邦基金有效利率推高至 9 月 17 日的 2.3%，超过了美联储的目标上限 2.25%。因此美联储在 9 月 18 日这一周向银行系统注入了 750 亿美元的资金，以缓解资金紧张并降低有效的联邦基金利率。在隔夜回购中，美联储向一级交易商借出现金，以购买国债或其他抵押品。

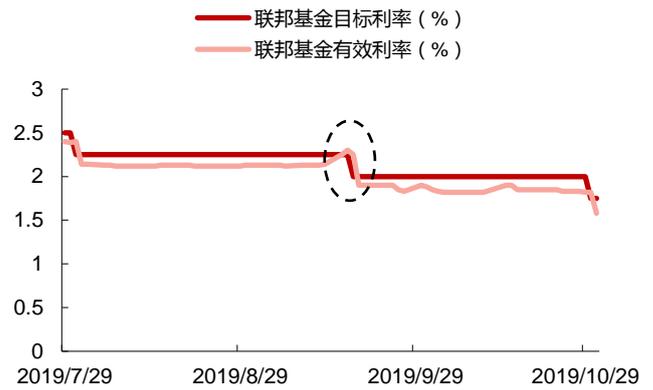
本轮回购操作一直持续到 2020 年，回购规模在 3 月 18 日当周最高达到 4419.45 亿美元，随后开始下降，直到 7 月 8 日当周回到 0。回购作为一个短期操作工具退出使用，一方面是因为回购市场资金流动性缓解，另一方面是因为美联储还启动了很多创新型的货币政策工具，例如一交易商信贷便利 PDCF、薪酬保障计划流动性便利 PPPLF 等等。

图 5：2019 年 9 月回购利率快速上升



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 6：9 月 17 日联邦基金有效利率超过了目标利率上限



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 7：美联储 2019 年 9 月重启回购操作



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 8：2020 年 7 月回购规模已归零



资料来源：WIND，西部证券研发中心

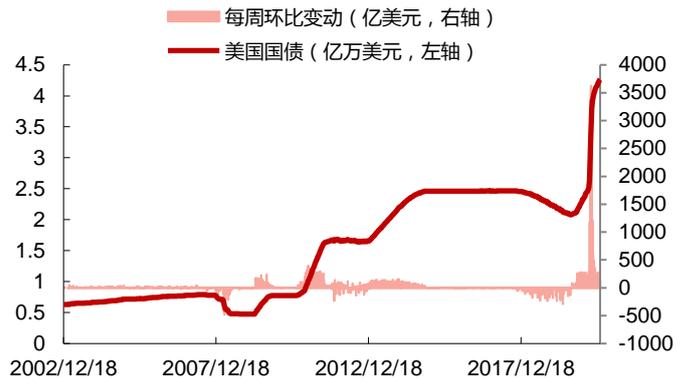
尽管短期应急的政策工具退出，但购买美国国债、抵押支持债券 MBS 这些长期政策工具并未停止。目前美联储总资产中持有最多的是美国国债，总规模达到 4.27 万亿美元，占总资产的 61%，其次是 MBS 总规模为 1.97 万亿美元，占 28%。持有的美国国债中，短期国债、中长期名义债券、中长期通胀指数债券、通胀补偿债券分别占 7.64%、85.24%、6.29%、0.83%，持有中长期债券最多。美联储 3 月至今购买了 1.74 万亿的国债和 5988 亿美元的 MBS，其中购买了超过 1.59 万亿的中长期名义债券，占国债购买量的 91%。随着流动性危机的解除，美联储每周购买国债的规模也在逐渐下降，从 3 月底 4 月初的每周 3000 亿美元购买量下降至目前的每周 200 亿美元左右。

图 9：剔除央行流动性互换与回购规模，总资产仍在增长



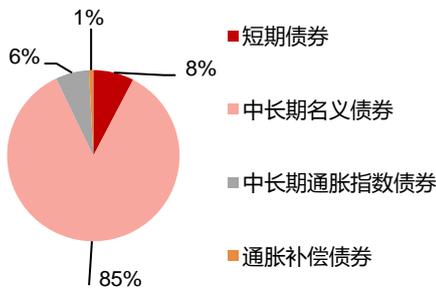
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 10：美联储持有国债超过六成



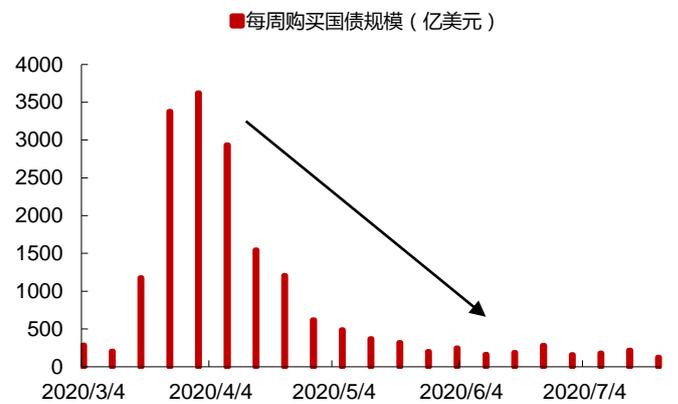
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 11：美联储持有的国债里中长期名义债券最多



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 12：美联储每周购买国债规模减少



资料来源：WIND，西部证券研发中心

虽然近期扩表步伐有所放缓，但考虑到美国目前的经济状况和债券市场，我们认为今年下半年美联储不会主动缩表。

首先，目前美国疫情二次爆发，愈演愈烈，面对疫情压力，目前美国至少有 24 个州暂停重启经济，其中 10 个州重新采取部分限制措施，主要是针对室内餐厅、娱乐休闲场所。复工暂停，就业市场首当其冲，截至 7 月 18 日，当周首次申领失业金人数为 141.6 万人，较之前一周增

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_3608](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3608)

