

我们认为美联储近 2 万亿美元的隔夜逆回购协议(ON RRP)或并不能如市场所预期的抵御缩表流动性冲击。但或将成为缩表冲击下，美元流动性的“马奇诺防线”。

### ➤ 后院起火，目前流动性缓冲垫效果有限

虽然美联储缩表尚未开始，但近期我们观察到了一个有趣的现象：ON RRP 规模创历史新高，美国银行体系的准备金规模却在不断下降。而市场此前认为 ON RRP 作为货币市场的“冗余流动性”，可以对冲缩表带来的流动性影响。

对于这一超预期现象，我们认为可能和几个因素有关：

**第一，美国财政部近期短期美债净发行有所减少。**在 2022 年 3-4 月，美国财政部短期美债的净发行量为负。

**第二，政府支持机构（房地美、房利美和联邦住房贷款银行等）逆回购存款的增加。**

**第三，银行储户将资金转移至货币基金。**银行存款利率对加息的敏感程度较低，各类型存款利率仍基本处于“零利率”状态。储户倾向于将存款转移至货币基金以获取较高收益。

以上因素的共同作用下，ON RRP 作为流动性缓冲垫的效果十分有限。

### ➤ 莫高估未来流动性缓冲垫的作用效果

我们认为，约束 ON RRP 作为流动性缓冲垫的条件，在当前宏观环境下，恶化的概率更大。也就是说，“冗余流动性”的脆弱程度可能超过市场预期。

**首先，短期国库券不是未来美国财政部融资计划的主要工具。**未来两个季度，美国财政部融资计划中短期美债的净发行规模为-6141.6 亿美元。在可以遇见的未来，短期美债供不应求的现象恐将加剧，ON RRP 的规模也难以降低。

**其次，货币基金投资者在快速加息的环境下可能不会从货基转向中长期美债。**在美联储快速紧缩的当下，中长期美债的波动性大幅提高。同时，中长期美债相对于货币基金的收益率水平也在不断降低。且投资于货基可以让收益率跟随政策利率上升，相比于在中长期债券锁定的收益率，性价比更高。

**这种情况下，未来 ON RRP 规模很可能保持高位，但准备金规模会随着缩表的启动而继续下降。**

### ➤ 本轮缩表大概率伴随流动性收紧

准备金规模的下降有什么影响？我们认为有利有弊。

**一方面，准备金规模的下降可能会让商业银行降低美债配置，并提高国际美元融资成本。**

**另一方面，准备金规模的下降可以释放银行体系资产负债表空间，或将令商业银行增加贷款规模，同时使一级交易商的做市活动更为活跃。**

同时，美国国债边际买家的需求正在减弱，未来一级交易商/杠杆投资者或将承接更多美债。这意味着未来缩表也可能通过渠道五产生影响。这会让隔夜回购利率上行，并带动其他短端利率，从而使货币市场流动性收紧。后果是，缩表结束时间或因流动性问题而将早于市场预期。

**➤ 风险提示：**美联储加息节奏超预期；对美联储货币政策理解不到位；海外地缘政治风险；通胀失控风险；疫情发展超预期风险。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

#### 相关研究

- 1.美联储缩表的动机和时机——缩表系列（一）
- 2.美联储缩表的起点和终点——缩表系列（二）
- 3.冗余流动性：美联储缩表的理论缓冲垫——缩表系列（三）

# 目 录

<b>前言</b> .....	<b>3</b>
<b>1 后院起火，目前流动性缓冲垫效果有限</b> .....	<b>4</b>
1.1 后院起火，超额准备金持续下降 .....	4
1.2 ON RRP 不降反升的背后原因 .....	5
<b>2 莫高估未来流动性缓冲垫的作用效果</b> .....	<b>7</b>
2.1 未来短期国库券发行量较少 .....	7
2.2 货基持有者不太愿意购买长端国债 .....	7
<b>3 本轮缩表大概率伴随流动性收紧</b> .....	<b>9</b>
3.1 ON RRP 或阻挡不了本轮缩表带来的流动性收紧 .....	9
3.2 更客观评估流动性收紧带来的金融和实体影响 .....	11
<b>4 风险提示</b> .....	<b>13</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>14</b>

## 前言

马奇诺防线，是法国在一战后建造的横跨法国东部数百公里的防御工事，主要用于防御德军进攻。二战之中，德军并没有从正面进攻马奇诺防线，而是绕道法国北部，最终在敦刻尔克围困盟军。马奇诺防线最终没能阻止德军。

**市场视美联储隔夜逆回购协议(ON RRP)作为货币市场的“冗余流动性”，认为 ON RRP 可对冲缩表带来的流动性压力。**

这是因为，疫情以来美国流动性极度宽松，货币基金选择将大量资金存放在美联储的逆回购工具中赚取利息。市场预期，当缩表开始，这部分资金可以从 ON RRP 转向新增的美债供给。这时候，美联储缩表收缩的是负债端 ON RRP 的规模，银行准备金则保持充裕状态。ON RRP 对冲了缩表的流动性影响。

但这种假设过于理想化。

我们前期报告《冗余流动性：美联储缩表的理论缓冲垫》提示，“冗余流动性”要能有效地抵御缩表冲击，还需要满足两个条件之一。**第一是新发行美债中短期国库券(Bills)的比重需要较高；第二是货币基金投资者的储蓄粘性不高，愿意承接中长期美债。**否则冗余流动性并不能起到对冲美联储缩表带来的流动性压力。

自 2022 年初以来，美国财政部大幅削减了短期美债的净发行规模。同时，由于美债期限利差的收窄，中长期美债（当前财政部融资的主要品种）相对于货基的性价比不高，货基投资者不愿意将资金从货币基金转投中长期美债。这两大因素，未来恶化的概率更大。

也就是说当前的宏观环境下，尽管 ON RRP 存款规模接近 2 万亿美元，看起来是抵御缩表流动性冲击的坚固防线。**但由于美国财政部发债久期、美联储过快的加息节奏等一系列原因，缩表冲击似乎将绕过 ON RRP，使其沦为“马奇诺防线”。**

现实数据已经敲响了警钟。在年初至今的美国财政部发债周期中，虽然美联储缩表还没开始，但美国银行体系的准备金规模却在不断下降。与之形成鲜明对比的是，ON RRP 规模却在近期创下了历史新高。缩表的流动性缓冲垫似乎并未起到预期中的缓冲效果……

# 1 后院起火，目前流动性缓冲垫效果有限

在美联储正式缩表之前，ON RRP 规模创历史新高，美国银行体系的准备金规模却在不断下降。这意味着，到目前为止，ON RRP 似乎并不能充当流动性缓冲垫的角色。我们认为背后的原因可能和美国财政部短债净发行减少，和银行储户将存款转移至货基有关。

## 1.1 后院起火，超额准备金持续下降

年初美国金融体系经历了一轮“缩表预演”。

2022 年初开始，美国财政部密集发行国债，补充财政一般账户（TGA, 可类比于中国的财政存款）资金。2021 年 11 月以来，美联储开启了缩减购债进程（Taper），今年 3 月更是停止了 QE。因而，从边际上看，年初以来美国发行的国债，需要由私人部门承担的规模是在上升的。

也就是说，从边际上看，年初这一轮美国国债发行非常类似于美联储缩表。我们可以将此称为“缩表预演”。

**“缩表预演”过程中，ON RRP 不降反升，未能体现流动性缓冲垫的作用。**

令人惊讶的是，“缩表预演”过程中，商业银行持有的准备金规模大幅下降。ON RRP 规模不降反升。也就是说，市场期待的 ON RRP “流动性缓冲垫”角色并未在年初这一轮缩表预演中显现出来。

截至 2022 年 5 月 11 日，TGA 规模较 2021 年末增加了 6353 亿美元，准备金规模下降了 7442 亿美元，ON RRP 增加了 2540 亿美元。

**现在的问题是：什么因素导致 ON RRP 的规模无法对冲准备金下降？**

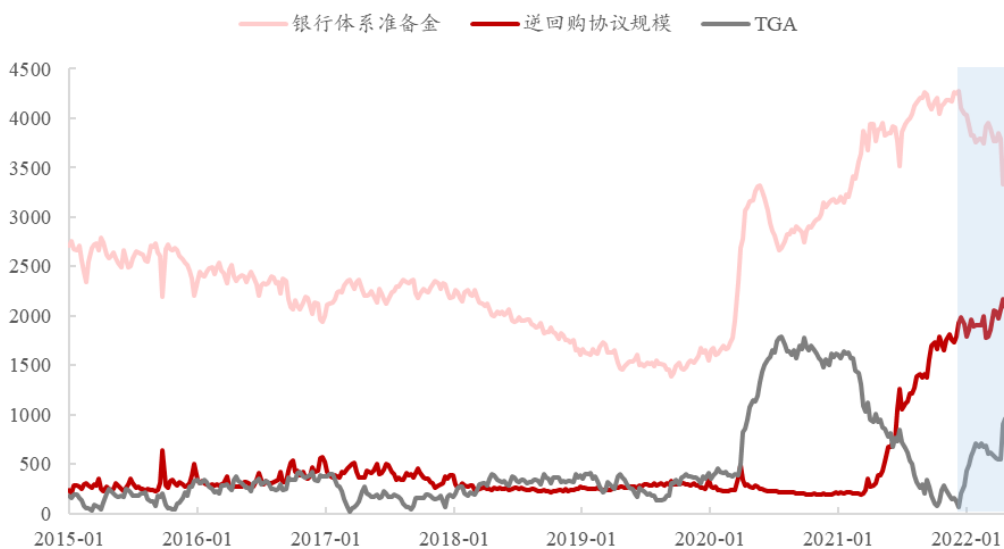
图 1: 美联储资产负债表图例

美联储	
资产	负债
美国国债	ON RRP
正向回购协议	准备金
黄金	TGA
...	...

隔夜逆回购协议和银行准备金，分别类似于货基和银行在美联储的存款，可用于承接新发美债。

财政一般账户，类似于财政存款。美国财政部发债融资，或收税时规模上升。

资料来源：民生证券研究院整理

**图 2: 2022 年以来准备金规模快速下降, ON RRP 规模却仍在上升 (单位: 十亿美元)**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 1.2 ON RRP 不降反升的背后原因

### 财政部短期美债发行的减少是一大因素。

财政部在年初的 1-2 月发行了部分短期美债, 3-4 月短期美债的净发行量为负。货基购买国债过程会伴随着 ON RRP 规模减少, TGA 规模扩张。然而货基只能购买短期国债, 而年初美国财政部较少发行长期国债, 导致货币基金持有 ON RRP 规模变化不大。细致一些描述货基持有 ON RRP 规模, 与年初财政部发行短期国债的走势相近。货基持有 ON RRP 规模同样在 1-2 月出现下滑, 在 3-4 月迎来反弹。

两者的相关性再次印证了我们的观点, 只有财政部维持短期美债净发行的情况下, ON RRP 的规模才能下降, 才能有效地抵御缩表的流动性冲击。

### 联邦政府支持机构逆回购存款的增加是 ON RRP 一直上行的另一重要因素。

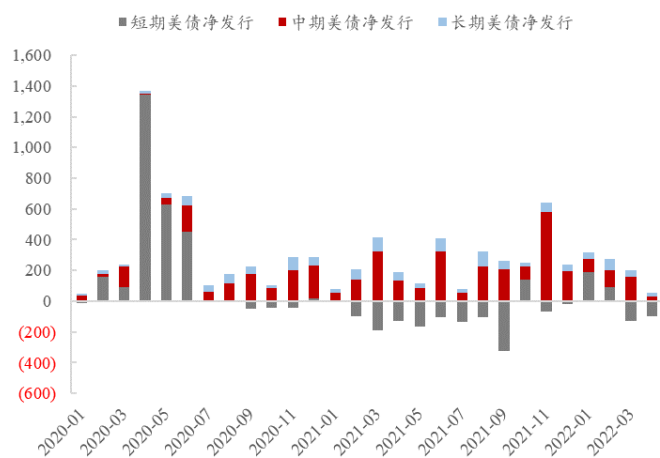
美联储逆回购协议的交易对手方主要有两类机构: 货币基金和联邦政府支持机构 (Government-Sponsored Enterprises, GSE)。

GSE 主要包括房地美、房利美和联邦住房贷款银行 (FHLBs), 其主要业务是为商业银行的抵押贷款业务融资, 即购买 MBS。

2021 年 12 月至今, 货基所持 ON RRP 存款基本走平, 甚至略微下降。这意味着 ON RRP 规模扩张主因 GSE 存款增加。

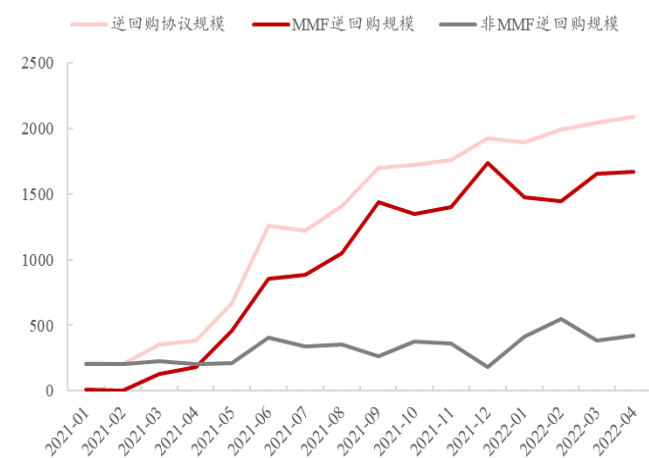
**随着美联储 QE 结束, 美联储不再购买市场上的 MBS, GSE 持有的 ON RRP 规模或将难以继续上行。**

图 3：财政部美债净发行情况（单位：十亿美元）



资料来源：美国财政部，民生证券研究院

图 4：隔夜逆回购协议使用者规模（单位：十亿美元）



资料来源：OFR，民生证券研究院

### 准备金规模和 ON RRP 的背离可能也和“存款搬家”有关。

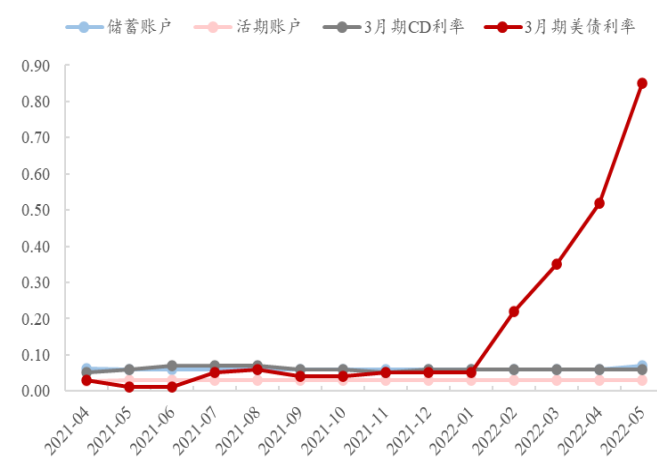
美国商业银行的存款规模增速在 2021 年末开始快速下降（2021 年一季度后的降低和基数效应有关），这和准备金的减少趋势一致。我们认为，背后的原因很可能是银行储户将资金转移至货币基金。自金融危机美联储开启 QE 后，美国银行体系存在大量低成本的准备金。疫情后，因巨额财政补贴，美国商业银行的资金泛滥程度加剧。因而，**银行存款利率对加息的敏感程度较低，各类型存款利率仍基本处于“零利率”状态。这时候，储户倾向于将存款转移至货币基金以获取较高收益。**

图 5：商业银行存款规模增速下滑（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：银行存款利率远低于市场利率（单位：%）



资料来源：FDIC，民生证券研究院

简单总结，近期美国银行准备金规模快速下滑，而 ON RRP 仍不断上升的现象和三个因素有关：**财政部短期美债净发行的减少、联邦政府支持机构逆回购存款的增加、和银行储户将存款转移至货币基金。**

## 2 莫高估未来流动性缓冲垫的作用效果

缩表尚未正式开始，银行准备金规模却已和 ON RRP 金额发生背离。背后的原因是美国财政部发债久期和银行储户的“存款搬家”行为。

这些因素在未来将如何演变？我们认为恶化的概率更大，也就是说，ON RRP 作为“冗余流动性”或继续难以对冲缩表的流动性影响。

### 2.1 未来短期国库券发行量较少

**短期国库券不是未来美国财政部融资计划的主要工具。**

5 月份美国财政部公布了 2022 财年第 3 季度（即 2022 年 4-6 月）的融资计划。美财政部表示，经济强劲，税收收入大幅增长。财政部在 2022 年 4-6 月的计划净融资规模为-260 亿美元，远低于 1 月给出的预估值。

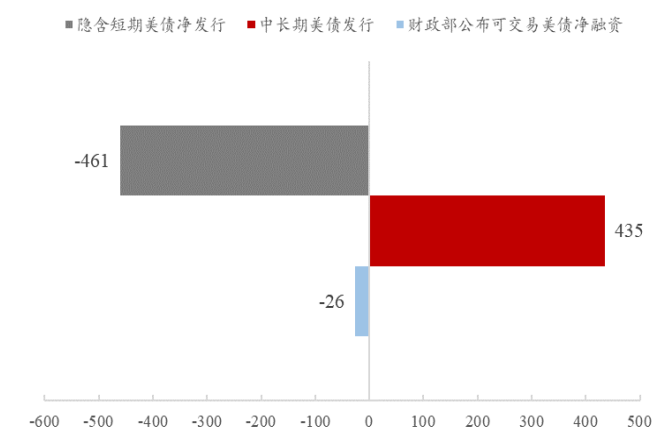
财政部计划在 4-6 月发行净发行中长期美债 4350 亿美元，这意味着同期短期美债的净发行额为-4610 亿美元。另外，美国财政部同样公布了 2022 年 7-9 月的预估融资计划。届时，财政部将计划筹集 1820 亿美元，其中中长期美债预计净发行规模为 3351.6 亿美元，短期美债预计净发行规模为-1531.6 亿美元。

**总之，未来两个季度，美国规划短期美债净融资-6141.6 亿美元。**

尽管美联储表示在缩表进程中，中长期美债到期规模低于月度缩表规模时，将缩减短期美债补足。但美联储对短期美债的缩减和财政部对短期美债的发行缩减相比，实乃杯水车薪。

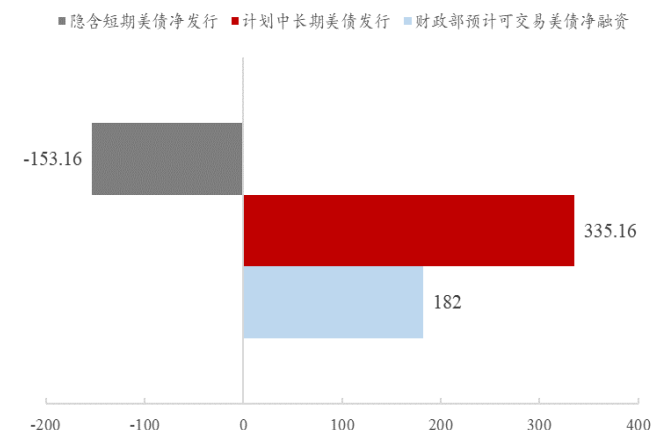
**在可以遇见的未来，短期美债供不应求现象恐将加剧，ON RRP 规模难以降低。**

图 7：2022 财年 Q3 融资计划（单位：十亿美元）



资料来源：美国财政部，民生证券研究院

图 8：2022 财年 Q4 预估融资计划（单位：十亿美元）



资料来源：美国财政部，民生证券研究院

### 2.2 货基持有者不太愿意购买长端国债

**货币基金投资者在快速加息的环境下可能不会从货基转向中长期美债。**

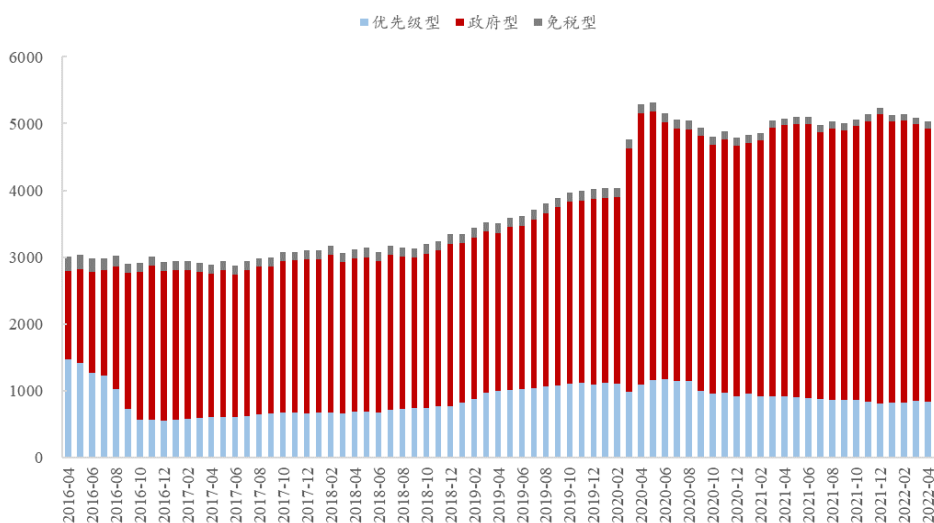
理想中的 ON RRP 存款抵御缩表流动性冲击的途径，除了货币基金直接购买美债外，还有货币基金投资者从货基赎回后自己投资美债。

当前美国通胀增速达到 80 年代以来的最高值，美联储不得不快速加息。在快速加息的环境下，两大因素将阻碍货基投资人转向中长期美债。

**第一，美债波动性太高。**在美联储快速紧缩的当下，中长期美债的波动性大幅提高，这本身就会降低投资者对其需求。

**第二，长短美债的期限利差过窄。**快速加息的背景下，这一相对收益率将迅速减少，降低中长期美债的吸引力。美联储加息路径相对清晰，至少在 2022 年底前将政策利率提高至中性利率水平。在这一预期下，10 年-3 月期美债收益率利差或将快速收窄。货币基金主要投资于短期债权资产，因此 10 年-3 月美债利差能大致刻画中长期美债相对于货基的收益率水平。

图 9: 美国货币基金规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: OFR, 民生证券研究院

图 10: 10 年-3 月美债利差收窄可能让货币基金吸引力上升 (左: 十亿美元, 右: %)



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\\_42518](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42518)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn