

除了加息，我们还需要担忧美联储缩表吗？

报告日期：2022-06-03

主要观点：

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_通胀拐点已至，联储如何行动？—美国 4 月 CPI 数据点评》2022-05-12
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_缩表落地、联储似“鹰”——5 月 FOMC 会议纪要点评》2022-05-05
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_衰退开始了吗？—美国一季度 GDP 数据点评》2022-04-29
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观专题_中美利差缩窄及倒挂：复盘、成因与后续影响》2022-04-27
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观专题_美国会再迎来“沃尔克时刻”么？—美联储本轮加息路径及影响推演》2022-04-12
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_荆棘丛生的加息之路——美国 3 月 FOMC 会议点评》2022-03-17
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_欧美制裁对俄欧经济和产业链的几点影响》2022-02-28
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》2021-11-01

新冠疫情发生以来，美联储采取了史无前例的货币扩张政策，其资产负债表在疫情期间扩张了一倍有余。截止到 2022 年 6 月 2 日，美联储资产负债表规模超过 8.9 万亿美元，其中有 5.77 万亿美元的美国国债、2.7 万亿美元 MBS。在 5 月份的 FOMC 会议上，美联储宣布缩表，于 6 月 1 日开始正式实施，并设定了每月缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS 的上限，最快在 3 个月内达到。相较于“价格型”货币政策的加息，作为数量型的紧缩政策，美联储在缩表时，将对美国金融市场的流动性以及各类资产造成何种影响？本篇报告从美联储的资产负债表结构、缩表机制出发，对此次缩表影响进行全面分析。

● 美联储资产负债表解剖

1) 美联储为什么会有资产负债表？美联储是兼具公共和私人特征的中央银行，包含美联储理事会、各联邦储备银行（地方联储，共 12 家），以及联邦公开市场委员会（FOMC）。其中 12 家地方联储为独立组建，是为其管辖范围内的银行、储蓄公司和信用合作社服务的金融机构——这意味着地方联储实际上扮演着“服务银行的银行”的角色，是承载整个美联储系统资产负债的主体。

2) 美联储资产负债表重要分项解剖：金融危机后，美联储资产负债表的构成发生了很大变化，当前其资产负债表主要构成如下：

➢ 资产端来看，主要为持有证券、持有的未摊销证券溢价/折扣、贷款以及各特殊目的实体的净组合持仓。其中持有证券占美联储资产端的比重为 95.13%，包含美国国债（64.72%）、MBS（30.37%），为资产端的最主要项。持有的未摊销证券溢价/折扣体现的是债券面值与市值之间的差被摊销（直线法）的部分，占比约 3.51%。贷款项包含美联储传统的贴现窗口工具和为应对次贷危机而创设的其他贷款工具，占比仅有 0.24%。各特殊目的实体的净组合持仓则显示由美国财政部出资设立，而美联储提供相关信贷的 SPV 余额。

➢ 负债端来看，主要为流通中现金、逆回购协议、存款。其中流通中现金目前占比约为 25%，在金融危机之后逐渐降低。逆回购协议是美联储向市场上回收流动性的主要方式，2021 年以来用量占比快速提升，大部分时候都超过 2 万亿美元。存款项主要是银行准备金以及美国财政部存款，当前规模分别为 3.36 万亿美元、7800 亿美元。

● 美联储缩表机制与影响分析

我们参照纽约联储近期发表在**自由街博客**上的研究，以简化版的资产负债表形式，来分析美联储缩表对美国私营部门流动性的影响与机制。总的来看，缩表会让美联储负债端的存款准备金以及逆回购项减少。

1) 美联储、美国财政部、银行、货币基金四方参与模型。使用一个简化版的四方资产负债表（仅体现缩表相关的美国国债与 MBS）模型，当银

行购买新发行国债时，银行资产端的项目有所变动，国债资产增多，准备金减少，资产结构发生了变化；当货币基金购买新发行国债时，其资产结构发生了变化，银行资产端（准备金）和负债端（存款）同时发生了减少。当两者同时购买新发国债时，银行与货币基金的资产端结构同时发生改变，且银行的资产负债表有所缩减。

2) 美联储、银行、货币基金、非银机构、居民五方参与模型。近几年非银机构（对冲基金等）越来越多参与，居民部门也会参与其中。当对冲基金等非银机构去购买新发国债时，其资产负债表扩张，银行与货币基金资产端结构发生改变，资产负债表规模未变。居民部门购买新发行国债时，其资产负债表规模没变，但资产端结构发生了变化，而货币基金与银行的资产负债表规模都发生了减缩。

● 我们需要担心美联储缩表吗？

1) 美联储此轮缩表规模有多大？参考美联储理事沃勒在 2021 年底认定的美联储合意资产规模标准，以及鲍威尔关于缩表持续 3 年的判断，我们认为美联储需要削减大约 3-3.5 万亿美元左右，但是考虑上一轮的经验以及美国当前经济形势，此轮缩表实际规模预计难以达到该水平。

2) 美联储缩表对流动性及资产影响：相较于加息，美联储缩表对于美元流动性、美债影响较为直接，对于其他类资产传导链条较长，对我国影响较小：

➤ 对美元流动性影响不大，但需关注利率上行风险。从“量”上看，当前美国金融体系流动性充足，流动性应急工具与机制比较完善，缩表短期内并不会从量上造成流动性的短缺。从“价”上看，流动性的减少会对金融市场利率产生一定的提升作用。

➤ 对各类资产而言，美联储缩表影响不一。对美股直接影响较小，但后续美股基本面或将承压。短期对美债有一定的负面影响，对美债利率构成支撑，中长期则取决于美国经济增长情况。短期来看，美元将会保持强势，中长期则取决于美国经济基本面以及美联储的货币政策。缩表对大宗商品以及黄金的价格影响很小。对我国而言，缩表虽然会对人民币汇率、债市、股市有一定扰动，但是总体影响可控，主要还是取决于我国经济基本面情况。

● 风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期、新冠疫情形势大幅恶化。

正文目录

1 美联储资产负债表解构.....	5
1.1 美联储系统概览	5
1.2 美联储资产负债表分项解构	6
2 美联储缩表机制与影响分析	12
2.1 美联储、美国财政部、银行、货币基金四方参与模型	12
2.2 美联储、银行、货币基金、非银机构、居民五方参与模型	15
3 我们需要担心美联储缩表吗?	17
3.1 美联储此轮缩表规模有多大?	17
3.2 美联储缩表对流动性及资产影响	18
风险提示:	22

图表目录

图表 1 美联储系统概况	6
图表 2 美联储资产负债表资产端变化	6
图表 3 美联储资产负债表负债端变化	7
图表 4 美联储资产负债表（百万美元，截至 2022 年 6 月 2 日）	7
图表 5 美联储国债与 MBS 占资产负债表比重	8
图表 6 美联储持有的联邦机构债券数量	8
图表 7 疫情发生后美联储各类 SPV 工具净额	9
图表 8 金融危机以及新冠疫情初期央行流动性互换使用较多	10
图表 9 金融危机后流通中现金占负债比重降低	10
图表 10 2021 年后美国逆回购规模快速攀升	11
图表 11 美国当前准备金规模较高	12
图表 12 美国财政存款近期有所降低	12
图表 13 四部门简化版资产负债表	13
图表 14 美联储和美国财政部资产负债表同时缩减	13
图表 15 银行购买新发行国债时各部门资产负债表变化	14
图表 16 货币基金购买新发行国债时各部门资产负债表变化	14
图表 17 五部门简化版资产负债表	15
图表 18 对冲基金等购买新发国债时各部门资产负债表变化	16
图表 19 居民部门购买新发国债时各部门资产负债表变化	17
图表 20 美联储总资产、准备金占名义 GDP 比重	18
图表 21 2019 年 9 月美国隔夜担保回购利率飙升	19
图表 22 美联储一年内到期国债期限结构	19
图表 23 上一轮美联储缩表期间美股表现较好	19
图表 24 上一轮美联储缩表期间美国经济先升后降	20
图表 25 上一轮缩表期间美国	20
图表 26 上一轮缩表期间外国投资者购买了较多美债	20
图表 27 美元指数走势	21
图表 28 近期资本回流美国较多	21
图表 29 上一轮缩表期间 A 股先跌后涨	22

新冠疫情发生以来，美联储采取了史无前例的货币扩张政策，其资产负债表在疫情期间扩张了一倍有余。截止到 2022 年 6 月 2 日，美联储资产负债表规模超过 8.9 万亿美元，其中有 5.77 万亿美元的美国国债、2.7 万亿美元 MBS。在 5 月份的 FOMC 会议上，美联储宣布缩表，于 6 月 1 日开始正式实施，并设定了每月缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS 的上限，最快在 3 个月内达到。相较于“价格型”货币政策的加息，作为数量型的紧缩政策，美联储在缩表时，将对美国金融市场的流动性以及各类资产造成何种影响？本篇报告从美联储的资产负债表结构、缩表机制出发，对此次缩表影响进行全面分析。

1 美联储资产负债表解构

1.1 美联储系统概览

根据美联储最新手册（The Fed Explained - 11th Edition）¹，在美国国会的授权下，美联储是兼具公共和私人特征的中央银行，并以公共利益的名义履行执行美国的货币政策、促进金融体系的稳定、促进金融机构的安全与稳健、促进美元支付与结算体系的安全及效率、促进消费者保护与社区发展等 5 大职能。

整个美联储系统包含三大关键实体机构：美联储理事会、各联邦储备银行（地方联储，共 12 家），以及联邦公开市场委员会（FOMC）。

1) 美联储理事会是联邦政府的下属机构，共有七位成员（理事），由美国总统提名，并由参议院确认。

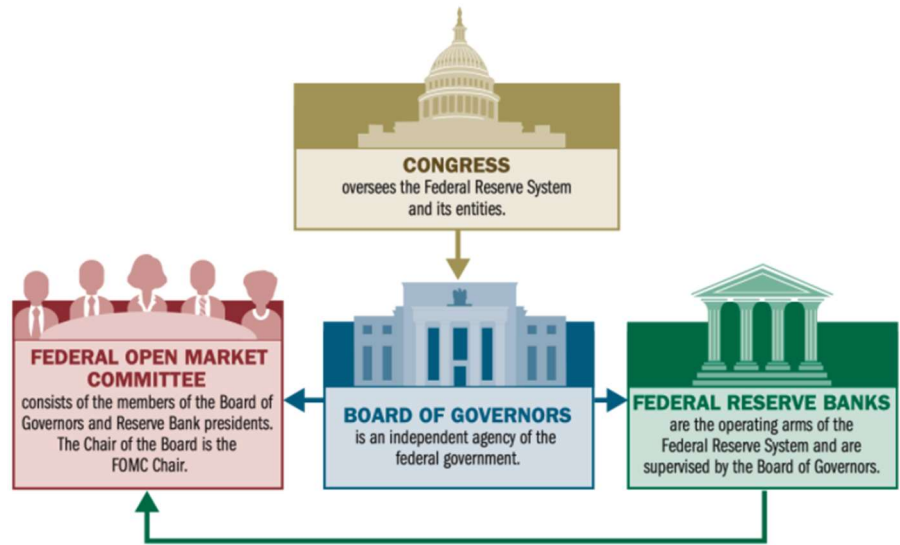
2) 12 家地方联储则为独立组建，兼具政府与私人的特点。本质上而言，地方联储是为其管辖范围内的银行、储蓄公司和信用合作社服务的金融机构——这意味着地方联储实际上扮演着“服务银行的银行”的角色。它向这些存款机构提供服务（会收取费用），如向存款机构提供活期账户、贷款、现金、保管以及支付服务（类似于普通银行为其个人和企业客户提供的服务），帮助银行——最终帮助他们的客户——买卖商品、服务和证券。拥有联邦储备系统成员资格的商业银行，持有它们所在地区联储的股权，并选举出地方联储独立的董事会成员中的 6 个（全部成员为 9 个，另外 3 个由美联储理事会任命）。与私人企业董事会类似，地方联储的董事会负责监督该行的行政治理，审查该行的预算和整体业绩，监督该行的审计过程，并制定相应的战略目标与方针。此外，全美地方联储共拥有 24 家支行，这个是整个美国联邦储备系统的运营部门。因此，地方联储是承载整个美联储系统资产负债的主体。美联储资产负债表详细信息每周都会在其官网上发布²。

3) 联邦公开市场委员会（FOMC）是美联储系统中负责制定货币政策的机构，其成员由 12 位票委组成，包含理事会的 7 位成员、纽约联储主席、其余 11 位地区联储主席中的 4 位（轮值任期一年）。所有 12 位地方联储主席均出席 FOMC 会议并参与相关讨论，但只有是轮值 FOMC 成员的地方联储主席才能对货币政策决定拥有投票权。

¹ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/the-fed-explained.htm>

² <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>

图表 1 美联储系统概况

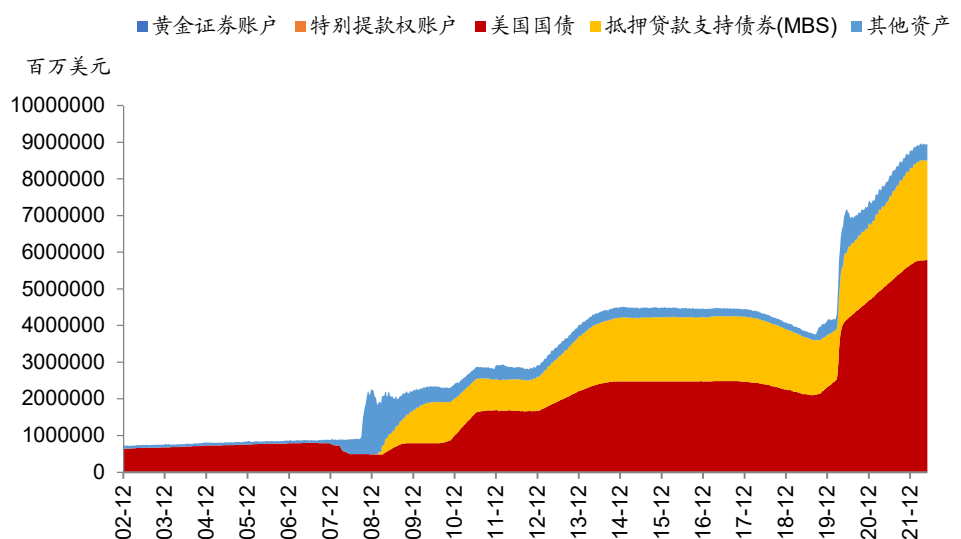


资料来源：美联储，华安证券研究所

1.2 美联储资产负债表分项解构

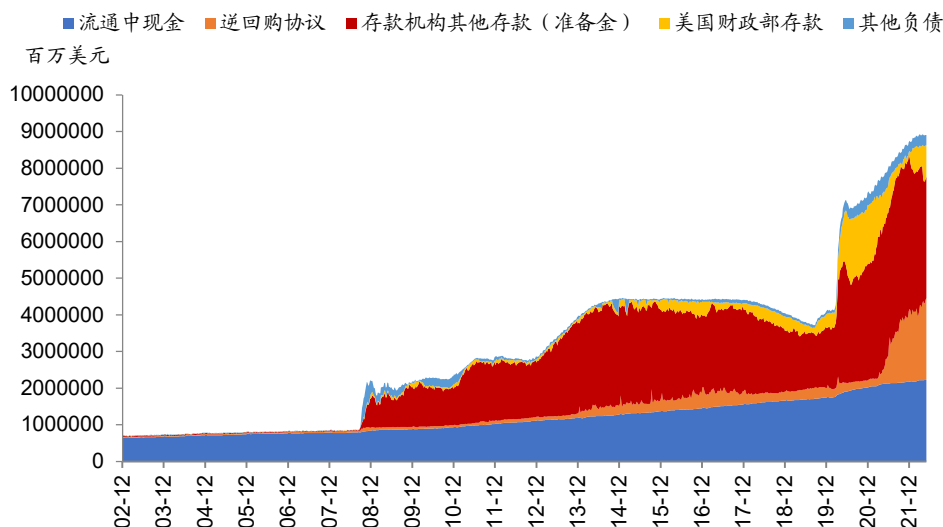
2008 年以前，美联储资产负债表规模不足一万亿美元，资产端主要是国债，负债端主要是现金，构成较为简单。自 2008 年金融危机以来，美联储大规模实施 QE 等非常规货币政策，资产负债表开始迅速扩大，资产负债表的构成也越发复杂。2017 年虽然实施了缩表，但缩表并未达到原先预定目标，其绝对规模仍旧处于 3.8 万亿美元的高位水平。2020 年新冠疫情发生以来，为了支撑经济发展，美联储的资产负债表规模更是在短短 2 年时间内翻倍。

图表 2 美联储资产负债表资产端变化



资料来源：美联储，华安证券研究所

图表 3 美联储资产负债表负债端变化



资料来源：美联储，华安证券研究所

图表 4 美联储资产负债表 (百万美元，截至 2022 年 6 月 2 日)

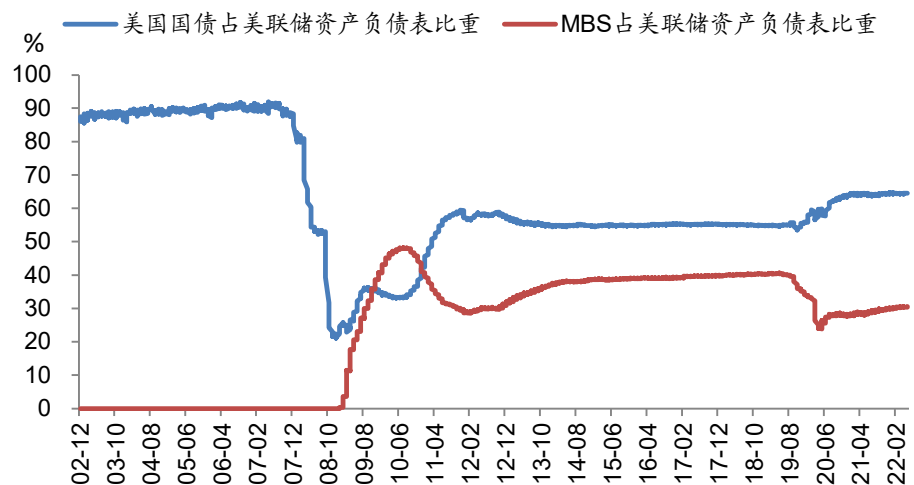
资产端			负债端		
分项	金额	占比	分项	金额	占比
黄金证券账户	11037	0.12%	联储票据、联储银行持有净额 (流通中现金)	2230448	25.02%
特别提款权账户	5200	0.06%	逆回购协议	2230540	25.02%
硬币	1268	0.01%	存款	4385825	49.20%
证券、未摊销证券溢价和折扣、回购和贷款	8813876	98.87%	存款机构定期存款	0	
持有证券	8480572	95.13%	存款机构其他存款	3357395	37.66%
美国国债	5770779	64.73%	美国财政部存款	780575	8.76%
短期国债 (Bills)	326044	3.66%	外国机构存款	7707	0.09%
中长期名义国债	4973358	55.79%	其他存款	240149	2.69%
中长期通胀指数国债	382966	4.30%	延期可用现金项目	285	0.00%
通胀补偿债券	88410	0.99%	美国财政部对信贷部门的注资	17940	0.20%
联邦机构债券	2374	0.03%	其他负债和应计股息	8398	0.09%
抵押贷款支持债券 (MBS)	2707446	30.37%			
持有的未摊销证券溢价	337126	3.78%	总负债	8873436	99.53%
持有的未摊销证券折扣	-24487	-0.27%			
正回购协议	0				
贷款工具	20665	0.23%			
商业票据融资便利工具 ILLC 净组合持仓 (CPFF)	0				
企业信贷融资便利工具 LLC 净组合持仓	0		资本账户		
主街贷款计划便利工具 LLC 净组合持仓	26676	0.30%	实缴资本	34829	0.39%
市政债流动性便利工具 LLC 净组合持仓	5536	0.06%	资本账户结余	6785	0.08%
有期资产支持证券贷款便利工具 ILLC 净组合持仓 (TALF)	2195	0.02%	其他资本账户	0	
托收中项目 (在途资金)	144	0.00%	全部资本	41614	0.47%
银行不动产	633	0.01%			
中央银行流动性互换	183	0.00%			
外币计价资产	18660	0.21%			
其他联储资产	29651	0.33%			
总资产	8915050	100%	总负债和总资本	8915050	100%

资料来源：美联储，华安证券研究所

1. 美联储资产端重要分项

1) 持有证券。作为美联储资产端的最主要内容，持有证券（Securities held outright）占美联储资产端的比重为 95.13%，其主要包含两部分：一是美国国债，截至 2022 年 6 月 2 日，美联储共持有 5.77 万亿美元的美国国债，占比最高的是中长期国债；二是抵押贷款支持证券（MBS），目前规模是 2.7 万亿美元，占比超过 30%。自 2008 年金融危机以后，由于触及零利率下限，传统的货币政策已经到达极限，美联储开启了非常规货币政策，在二级市场上实施大规模资产购买，开启了多轮量化宽松（QE），并将 MBS 纳入购买范围，使这两项最终成为美联储最主要的金融资产。具体来看，在国债中，短期国债占比 5.65%，中长期名义国债占比 86.3%，中长期通胀指数国债占比 6.6%，通胀补偿债券占比 1.48%。MBS 方面，其底层资产是房地美等机构发行的住房抵押贷款。

图表 5 美联储国债与 MBS 占资产负债表比重



资料来源：美联储，华安证券研究所

此外还有一小部分联邦机构债券，该项绝对量比较小，仅有几十亿美元。这些联邦机构债券代表的是政府支持的诸如房利美（联邦国民抵押贷款协会）、房地美（联邦住宅贷款抵押公司）以及吉利美（全国抵押贷款协会）等机构发行的债务。在 2008 年金融危机后美联储购买了较多的联邦机构债券，当前持有的主要是过去购买的剩余。

图表 6 美联储持有的联邦机构债券数量

百万美元
180,000

— 美联储持有联邦机构债券金额

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_42611

