

上期我们详细分析了什么是美联储的隔夜逆回购的工具，这期我们进入本系列的核心，什么是缩表

。当然我们还是以一贯的风格，从资产负债表变化的角度切入，近距离观察下缩表的过程。但是在进入主题之前，我们先来看下市面上关于缩表两个相对比较主流的看法：

- 1、美联储持有的国债自然到期比直接抛售对市场的冲击要温和的多。
- 2、美联储有接近2万亿美元的国债逆回购作为缓冲，如果按每月缩表950亿计算，可以消耗两年而不会对市场造成影响。

我们先来看第一个，自然到期和直接抛售具体有啥区别。所谓自然到期，就是国债到期之后，财政部赎回国债，并且支付本金和利息。对财政部来说，用开在美联储的财政部账户中的钱向美联储赎回国债并注销，这样财政部账户余额会减少，同时负债也减少了。对美联储来说，资产项下的国债被注销，负债项下财政部账户余额减少。

| 美联储 |      |       |      |
|-----|------|-------|------|
| 资产  |      | 负债    |      |
| 国债  | -100 | 财政部账户 | -100 |

| 财政部   |      |    |      |
|-------|------|----|------|
| 资产    |      | 负债 |      |
| 财政部账户 | -100 | 国债 | -100 |

这个过程用文字描述比较费力，但是用图来表示就一目了然多了。自然到期之后，美联储和财政部资产负债表双双收缩。对美联储来说，资产缩减的是国债，负债缩减的是财政部账户的余额，但是准备金和隔夜逆回购没有变化。这样看起来好像只影响了财政部账户的余额，对市场确实没有什么冲击，但是别忘了，财政部账户余额减少之后，为了应对财政支出，财政部可能需要新发国债来补充资金。如果我们把国债自然到期的缩表与财政部新发国债两个过程连起来看的话，资产负债表的变化应该如下所示，红字部分表示新发行国债由银行购买时各方所对应的资产负债表的变化。

| 美联储 |      |       |      |
|-----|------|-------|------|
| 资产  |      | 负债    |      |
| 国债  | -100 | 财政部账户 | -100 |
|     |      | 财政部账户 | +100 |
|     |      | 银行准备金 | -100 |

| 财政部   |      |    |      |
|-------|------|----|------|
| 资产    |      | 负债 |      |
| 财政部账户 | -100 | 国债 | -100 |
| 财政部账户 | +100 | 国债 | +100 |

| 银行  |      |    |  |
|-----|------|----|--|
| 资产  |      | 负债 |  |
| 准备金 | -100 |    |  |
| 国债  | +100 |    |  |

对财政部来说，旧国债到期后账户余额减少，赎回国债注销；新国债发行后账户余额又重新增加，当然负债也随之增加，如果自然到期与新增发行数量一致的话，财政部的资产负债表没有任何变化。对银行来说，相当于用准备金购买国债，资产的结构发生变化。对美联储来说，财政部账户余额先减少后增加，但总量不变，而银行的准备金减少。

我们再来看下，如果美联储缩表的方式改为直接向市场卖出国债会有什么不同，还是以卖给银行为例。

| 美联储 |      |       |      |
|-----|------|-------|------|
| 资产  |      | 负债    |      |
| 国债  | -100 | 银行准备金 | -100 |

| 银行  |      |    |  |
|-----|------|----|--|
| 资产  |      | 负债 |  |
| 准备金 | -100 |    |  |
| 国债  | +100 |    |  |

银行用准备金购买国债，准备金减少，国债增加，而美联储国债和准备金同时减少，资产负债表收缩。但这个时候我们发现，这个结果与上面的国债自然到期后财政部新发国债资产负债表最终的变化结果是一样的。这里我们是以银行作为国债承接方为例，如果换成货币市场基金我们也能得到相同的结论。

所以国债自然到期的缩表方式比直接向市场抛售冲击更小这种说法的依据是把财政部在美联储的账户作为一个缓冲垫，但其实际的效果最终还是取决于财政

## 赤字的规模和发债

的节奏。本质上只是把美联储向市场抛售国债的过程延后至财政部向市场新发国债。

但因为美联储缩表是将持续很长一段时间的动态过程，而财政部在美联储的账户如果要起到缓冲垫的作用，可能只能维持很短一段时间，因为当资金耗尽时必须马上新发国债来补充资金，如果这个时候新发国债的速度和节奏超过美联储持有国债自然到期缩表的速度和节奏，不仅不会对市场起到缓冲作用，反而会加大冲击的力度。

换句话说，不管是自然到期还是直接抛售，这两种缩表的方式本质上没有任何区别，可能更多的还是心理层面的影响。

我们再来看第二种说法，缩表和隔夜逆回购之间的关系。美联储隔夜逆回购的主要交易对手是货币市场基金，这次我们假设美联储缩表时国债的承接方是货币市场基金，因为我们上面分析了，不管是自然到期还是直接抛售，缩表本质上是一样的，为了简化分析，我们这里就只看美联储卖国债给货币市场基金时各方资产负债表的变化情况。如果货币市场基金用现金购买美联储抛售的国债，看起来应该是这样的。

| 美联储 |      |     |      |
|-----|------|-----|------|
| 资产  |      | 负债  |      |
| 国债  | -100 | 准备金 | -100 |

| 银行  |      |      |      |
|-----|------|------|------|
| 资产  |      | 负债   |      |
| 准备金 | -100 | 客户存款 | -100 |

| 货币基金 |      |    |  |
|------|------|----|--|
| 资产   |      | 负债 |  |
| 国债   | +100 |    |  |
| 银行存款 | -100 |    |  |

因为货币基金在美联储没有账户，只能通过银行作为中介来完成该笔交易。可以理解成美联储先把国债卖给银行，再由银行卖给货币基金，这个场景在本系列的第二篇中有详细介绍，这里不再赘述。我们可以看到，如果货币基金动用现金购买美联储缩表抛售的国债，对隔夜逆回购是没有任何影响的，美联储在负债项下缩减的仍然是银行准备金。

所以如果美联储缩表要缩减负债项下的隔夜逆回购，前提就是货币基金需要先抛售隔夜逆回购的资

产换成现金，然后再购买国债资产。

如果你是货币市场基金的经理，要做出这个决策的唯一依据就是购买国债的综合收益要高于投资隔夜逆回购。

这样这个问题就变成了一个不太复杂的算术题，我们就来简单计算一下。首先，我们都知道

，在目前高通胀下，美联储在6月、7月以及9月各加息50个基点的预期基本已经拉满，当然也有说可能一次加75个基点，但这个不影响我们的判断。6月议息会议是6月16日，会议结束之后，作为政策地板利率的隔夜逆回购利率会当即跳升50个基点。然后我们再看最近一次国债的发行，以1个月期限的短期国债为例，发行时间是6月9日，计息天数为28天，中标收益率是1.04%。但是我们投资隔夜逆回购，从6月9日到6月16日的前7天，收益率是0.8%，但因为6月16日我们知道会加息50个基点（甚至可能更高），所以从6月16日之后的21天，收益率将提高到1.3%。这样简单计算一下，我们会发现投资隔夜逆回购的综合收益更高。美联储网站上隔夜逆回购每日余额的数据也从侧面印证了这一点。

| 日期    | 隔夜逆回购余额 |
|-------|---------|
| 6月1日  | 1.965万亿 |
| 6月2日  | 1.985万亿 |
| 6月3日  | 2.031万亿 |
| 6月6日  | 2.04万亿  |
| 6月7日  | 2.091万亿 |
| 6月8日  | 2.14万亿  |
| 6月9日  | 2.142万亿 |
| 6月10日 | 2.162万亿 |

我们都知道，美联储从6月1日开始缩表，然后从美联储的网站上也可以查到每日隔夜逆回购的余额情况，我把这个余额的数据从6月1日开始到最近的6月10日做了一个简单的统计，可以清楚看到，从缩表的第一天开始，余额不降反增

，而且是每日递增，并且是每日创新高，说明货币市场基金的资金并没有从隔夜逆回购中流出去承接国债。而且，货币基金只能投资货币市场，不能买超过1年期的国债，所以美联储缩表抛售1年期以上的国债时，货币基金也没法承接。而且隔夜逆回购每个交易对手上限是800亿，门槛是300亿以上的基金规模，所以必然有部分货币基金无法投资于隔夜逆回购，只能买短期国债，这样也会压低短期国债的收益率，使得有资格投资隔夜逆回购的货币基金更加不愿意流出。

所以看到这里，我们也能得出一个结论，

**美联储缩表，如果要缩隔夜逆回购，前提是投资短期国债的综合收益率要高于投资隔夜逆回购**

，而且隔夜逆回购的期限更短，只有1天，而短期国债至少也要1个月，资金调配更灵活，面对用户赎回压力也更小。对于没有到期的短期国债，加息之后净值还会减少，作为一名合格的基金经理，这些因素都需要通通考虑进去，而不能简单得出一个结论，因为市场上流动性太过充裕，美联储缩表的时候会优先缩减负债项下的隔夜逆回购。

下期我们讲讲缩表对市场到底会产生哪些影响。