



**中信证券**  
CITIC SECURITIES

# 若沃什担任美联储主席，美联储会重启缩表吗？

债市启明系列 | 2026.2.4

中信证券研究部



**明明**  
中信证券首席  
经济学家  
S1010517100001



**王楠茜**  
固定收益分析师  
S1010524020002

## 核心观点

虽然沃什 2025 年多次提及降息+缩表的政策方向，但考虑到 1 月美国资金市场流动性压力才明显有所缓解，当前准备金占 GDP 比重仍为 10%左右，美联储持有资产占 GDP 比重为 20%左右，已接近疫情前 2018 年的水平，整体准备金充裕程度有限。若沃什担任下一任美联储主席，且若沃什上台后快速启动缩表，届时美国资金市场或将再次面临流动性压力问题，因而整体而言，我们认为当前美国金融市场环境不具备缩表的条件。

**2017-2019 年美联储缩表是在美国经济持续复苏的背景下推进的，核心目的是通过逐步退出金融危机后实施的非常规宽松政策，为未来经济下行阶段腾挪政策空间。**在 2008 年金融危机后，美联储通过三轮量化宽松将资产负债表从不足 1 万亿美元扩张至 2017 年初的约 4.5 万亿美元。长期维持超大规模资产负债表被认为可能会加剧金融体系扭曲并积累潜在金融风险，因此在美联储 2015 年 12 月开启加息周期后，美联储于 2017 年 10 月正式启动缩表，并于 2019 年 9 月结束。2017 年开启的缩表采用被动式、定量缩表的方式，即不主动出售资产，而是通过将部分到期的资产本金不进行再投资来实现资产负债表的自然收缩。2017 年 10 月至 2019 年 9 月间，美联储资产负债表总规模从约 4.5 万亿美元降至约 3.8 万亿美元，累计缩减超 6000 亿美元。

**2017-2019 年美联储缩表是导致 2019 年 9 月美国回购市场出现流动性冲击的主要原因之一。**2017 年 10 月启动缩表后，美国银行准备金从约 2.3 万亿美元持续下降，到 2019 年 9 月银行储备降至不足 1.5 万亿美元（准备金占美国 GDP 比重低于 7%），导致回购市场流动性显著收紧。2019 年 9 月中旬，受企业季度缴税（资金流向美国财政部 TGA 账户）和美国国债发行量增加等因素影响，美国资金市场流动性快速下降，隔夜货币市场利率飙升并出现显著波动，隔夜回购利率（SOFR）与政策利率利差飙升超 200 个基点。美联储紧急重启正回购等操作为市场注入流动性，随后回购市场流动性危机逐步解除，利差水平回归常态。

**为应对新冠疫情期间量化宽松政策导致的美联储资产负债表规模高增和货币政策正常化的需要，美联储于 2022 年 6 月启动了新一轮缩表，以配合美联储加息应对持续高通胀的经济环境。**美联储从 2022 年 6 月开始缩表，直至 2025 年 12 月 1 日正式结束这一程序，这一轮缩表也是采用被动式、定量式缩表方式。截至 2025 年 12 月，美联储总资产从 2022 年 6 月的 8.9 万亿美元降至约 6.6 万亿美元左右，总资产规模与美联储持有证券规模削减幅度均超 2.2 万亿美元。

**在经历了持续超过 3 年的缩表后，2025 年 9 月美国资金市场压力开始显现。**此前在美联储持续缩表的背景下，财政部在债务上限增加后不断补充财政部一般账户（TGA）（财政部在美联储的主要现金管理账户）资金，导致资金市场流动性明显收紧，准备金规模、逆回购规模下降。去年 9 月以来，美国担保隔夜融资利率（SOFR）、三方一般担保利率（TGCR）、有效联邦基金利率（EFFR）与准备金利率（美联储支付给银行以持有准备金的利率）利差也有所上升，SRF 工具被更为频繁地使用，并且规模有所抬升，反映出银行准备金正在接近“充足”水平，部分机构阶段性面临融资压力。因而，2025 年 10 月议息会议上，美联储宣布将于 2025 年 12 月 1 日停止缩表，2025 年 12 月为预防市场流动性风险并维持利率在目标区间内运行，美联储启动了新一轮储备管理购债（RMP）。

**虽然沃什 2025 年多次提及降息+缩表的政策方向，但考虑到当前的金融环境，美联储不具备重启缩表的条件。**考虑到 1 月美国资金市场流动性压力才明显有所缓解，当前准备金占 GDP 比重仍为 10%左右，美联储持有资产占 GDP 比重为

20%左右，已接近疫情前2018年水平，整体准备金充裕程度有限。若沃什担任下一任美联储主席，且若沃什上台后快速启动缩表，届时美国资金市场或将再次面临流动性压力问题，因而整体而言，当前美国金融市场环境不具备缩表的条件。

**风险因素：**美国经济变动超预期；特朗普政府政策超预期；美国货币政策超预期；地缘政治风险超预期；美联储主席人选最终确认存在一定不确定性等。

Ocea98ea24569f8706eb26e1a8273c65

## 若沃什担任下一任美联储主席，会重启缩表吗？

2017-2019年美联储缩表是在美国经济持续复苏的背景下推进的，核心目的是通过逐步退出金融危机后实施的非常规宽松政策，为未来经济下行阶段腾挪政策空间。在2008年金融危机后，美联储通过三轮量化宽松将资产负债表从不足1万亿美元扩张至2017年初的约4.5万亿美元。长期维持超大规模资产负债表被认为可能会加剧金融体系扭曲并积累潜在金融风险，因此在2015年12月开启加息周期后，美联储于2017年10月正式启动缩表，并于2019年9月结束。2017年开启的缩表采用被动式、定量缩表的方式，即不主动出售资产，而是通过将部分到期的资产本金不进行再投资来实现资产负债表的自然收缩。缩表节奏逐渐递进：启动初期每月缩减国债60亿美元、机构债及MBS40亿美元；后续逐步提升规模直至达到国债每月300亿美元、MBS每月200亿美元的最高限额。2017年10月至2019年9月间，美联储资产负债表总规模从约4.5万亿美元降至约3.8万亿美元，累计缩减超6000亿美元。

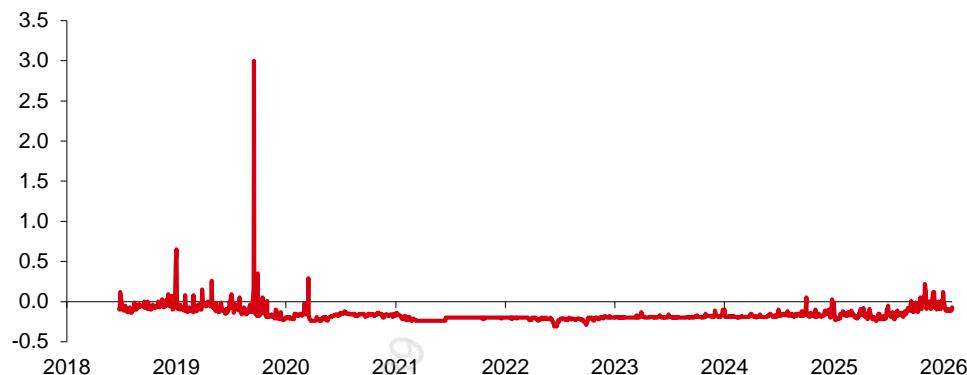
图1：2017年10月至2019年9月间，美联储资产负债表总规模从约4.5万亿美元降至约3.8万亿美元



资料来源：Wind，中信证券研究部

2017-2019年美联储缩表是导致2019年9月美国回购市场出现流动性冲击的主要原因之一。2017年10月启动缩表后，美国银行准备金从约2.3万亿美元持续下降，到2019年9月降至约1.5万亿美元（准备金占美国GDP比重低于7%），导致回购市场流动性显著收紧。2019年9月中旬，受企业季度缴税（资金流向美国财政部TGA账户）和美国国债发行量增加等因素影响，美国资金市场流动性快速下降，隔夜货币市场利率飙升并出现显著波动，隔夜回购利率（SOFR）与政策利率利差飙升超200个基点。美联储紧急重启正回购等操作为市场注入流动性，随后回购市场流动性危机逐步解除，利差水平回归常态。

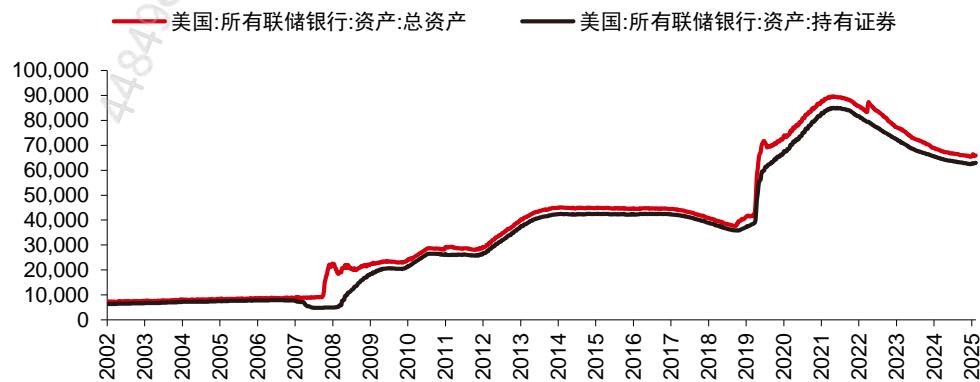
图 2: 2019 年 9 月美国回购市场出现流动性冲击 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

为应对新冠疫情期间量化宽松政策导致的美联储资产负债表规模高增和货币政策正常化的需要，美联储于 2022 年 6 月启动了新一轮缩表，以配合美联储加息应对持续高通胀的经济环境。美联储从 2022 年 6 月开始缩表，直至 2025 年 12 月 1 日正式结束这一程序，这一轮缩表也是采用被动式、定量式缩表方式。缩表节奏也是温和增加缩表规模，2022 年 6 月起国债每月缩减 300 亿美元、机构债及 MBS 每月 175 亿美元；2022 年 9 月起上调至国债每月 600 亿美元、MBS 每月 350 亿美元。截至 2025 年 12 月，美联储总资产从 2022 年 6 月的 8.9 万亿美元降至约 6.6 万亿美元左右，总资产规模与美联储持有证券规模削减幅度均超 2.2 万亿美元。

图 3: 美联储于 2022 年 6 月启动了新一轮缩表，推动美联储总资产规模下降 (亿美元)

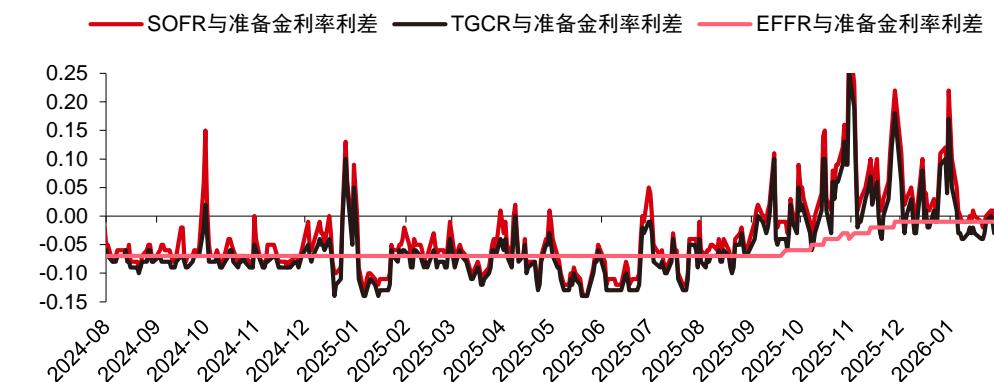


资料来源: Wind, 中信证券研究部

在经历了持续超过 3 年的缩表后，2025 年 9 月美国资金市场压力开始显现。此前在美联储持续缩表的背景下，财政部在债务上限增加后不断补充财政部一般账户 (TGA)（财政部在美联储的主要现金管理账户）资金，导致资金市场流动性明显收紧，准备金规模、逆回购规模下降。去年 9 月以来，美国担保隔夜融资利率 (SOFR)、三方一般担保利率 (TGCR)、有效联邦基金利率 (EFFR) 与准备金利率（美联储支付给银行以持有准备金的利率）利差也有所上升，SRF 工具被更为频繁地使用，并且规模有所抬升，反映出银行准备金正在接近“充足”水平，部分机构阶段性面临融资压力。因而，2025 年 10 月议息

会议上，美联储宣布将于 2025 年 12 月 1 日停止缩表，2025 年 12 月为预防市场流动性风险并维持利率在目标区间内运行，美联储启动了新一轮储备管理购债（RMP）。

图 4：美国 SOFR 等与 IORB 利差近期有所回落（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**美联储在 2025 年 12 月 10 日宣布，12 月将启动规模达 400 亿美元的证券购买计划，储备管理购债行动将于 12 月 12 日开始。纽约联储表示 RMP 的规模将在未来数月内保持较高水平，以抵消 4 月美联储非准备金负债的大幅增加（税收原因）。此后，纽约联储预计总购债规模将大幅放缓，以符合美联储负债的预期季节性模式。鲍威尔也在 12 月议息会议上表示“美联储必须保持准备金，与银行系统、整个经济保持一致。仅此一项就要求美联储每月增加约 200-250 亿美元。”**

**虽然沃什 2025 年多次提及降息+缩表的政策方向，但考虑当前的金融环境，美联储不具备重启缩表的条件。考虑到 1 月美国资金市场流动性压力才明显有所缓解，当前准备金占 GDP 比重仍为 10% 左右，美联储持有资产占 GDP 比重为 20% 左右，已接近疫情前 2018 年水平，整体准备金充裕程度有限。若沃什担任下一任美联储主席，且若沃什上台后快速启动缩表，届时美国资金市场或将再次面临流动性压力问题，因而整体而言，当前美国金融市场环境不具备缩表的条件。**

## 风险因素

美国经济变动超预期；特朗普政府政策超预期；美国货币政策超预期；地缘政治风险超预期；美联储主席人选最终确认存在一定不确定性等。



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准；西班牙市场以西班牙 IBEX35 指数为基准；印度市场以印度孟买 SENSEX30 指数为基准；沙特市场以沙特全股指数为基准；阿联酋市场以阿联酋 DFM 综合股票指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5% 之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10% 之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上



## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA Americas, LLC 或 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamat House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA Americas, LLC 按照第三方研究分发或由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（2001）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MDDI (P) 018/11/2024。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd (“CAPL”)（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及芝加哥期权交易所澳大利亚公司的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。由印度证券交易委员会（SEBI）授予的注册和由印度国家证券市场研究所（NISM）颁发的认证并不能以任何方式保证 CLSA India Private Limited 的表现或向投资者提供任何回报的保证。合规官及投诉官：Neeta Sanghavi，电话：22 6650 5050。合规官和投诉部门的电子邮件地址：compliance-india@clsa.com。

**马来西亚：**本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**韩国：**本研究报告仅为提供信息之用；不构成买卖任何证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告中包含的信息和数据来自我们认为可靠的来源；但是，我们不对本报告中提及信息的准确性或完整性作出任何保证，因此不应予以信赖。本报告接收者应自行独立判断是否买卖本报告中提到的任何证券或金融工具。我们对因使用本报告或其内容而引起的任何直接或间接损失不承担任何责任。本报告仅供我们的客户使用。本报告为版权材料，未经中信证券事先书面同意，不得以任何方式复制、传输、引用或分发。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2026 版权所有。保留一切权利。**