

美联储缩表势在必行

2021 年/8 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

摘要：

1. 7 月美联储议息会议出现两点新的变化：一是首次提出“经济已经朝着实现这些目标（即最大就业和物价稳定）的方向取得了进展，委员会将在今后的会议中继续评估该进展”；二是将新设立两项常设回购协议（REPO）安排。虽然没有提出缩减购债规模的计划，但 Taper 的信号已经越来越明确。
2. 目前美国资金市场十分充裕，但信贷市场却持续疲软。巨量资金在金融系统内空转，这样的资金结构一方面造成超低的利率推动美国房地产市场和金融市场出现过度繁荣，另一方面对于工商企业的贷款却相对低迷，表明美联储持续扩张的资产负债表对促进实体经济复苏的作用不大，更多只是起到刺激资产价格上涨的作用。
3. 虽然美联储始终宣称其制定货币政策的出发点是促进就业和维持物价稳定，但事实上的操作方式却是通过采取宽松的货币政策，不断刺激包括股市在内的各类金融资产价格持续上涨。未来一旦真正开启缩表，将很可能刺穿过度膨胀的资产泡沫，并带来较大的波动风险。

图表目录

图表 1: 美国基础货币投放量变化	4
图表 2: 美国货币供应量	4
图表 3: 美联储资产结构	5
图表 4: 美联储负债机构	5
图表 5: 美国财政部在美联储的一般账户余额	5
图表 6: 美国月度财政收支情况	5
图表 7: 商业银行信贷与持有证券	6
图表 8: 商业银行信贷同比增速	6
图表 9: 美国大中城市房价指数	7
图表 10: 美国大中城市房价指数当月同比	7
图表 11: 美国抵押贷款利率	8
图表 12: 原油、黄金价格走势	8
图表 13: 美国股指走势	9
图表 14: 比特币价格走势	9

7月美联储议息会议决定：将基准利率维持在0%-0.25%不变，超额准备金率（IOER）维持在0.1%不变，贴现利率维持在0.25%不变。同时，每月将继续增持至少800亿美元美国国债，以及至少400亿美元MBS，直至在实现最大就业及物价稳定的目标方面取得实质性进展。

对于美国经济未来的发展，美联储的基本判断是：

- 1、随着疫苗接种的进展，经济活动和就业状况将会出现持续复苏，但目前阶段美国经济尚未完全恢复。
- 2、通货膨胀率已经上升，但是近期的上涨很大程度上是暂时性因素的推动。通货膨胀将会逐渐自然回落。
- 3、整体金融环境依然宽松，并在一定程度上反映了支持经济复苏、鼓励信贷资金流向美国家庭和企业的政策措施。
- 4、经济发展路径仍然取决于新冠疫情的走向。疫苗接种可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景仍存风险。

在本次美联储会议中，出现了两点值得注意的地方：

1、会议纪要中**首次**提出“经济已经朝着实现这些目标（即最大就业和物价稳定）的方向取得了进展，委员会将在今后的会议中继续评估该进展”。表明美联储已经开始为后期缩减购债规模进行吹风。

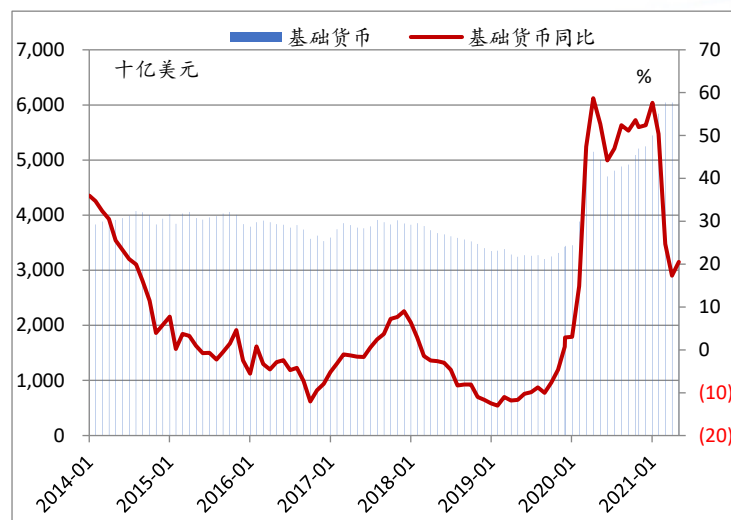
2、美联储将新设立两项常设回购协议（REPO）安排：一是国内常设回购协议SRF；二是针对外国及国际货币当局的回购协议安排FIMA。其中，SRF和FIMA的最低利率均设定为25个基点；SRF最大操作规模为5000亿美元，7月29日生效；而FIMA每个交易对手的上限为600亿美元。这些工具将作为货币市场的后盾，支持货币政策的有效实施和市场的平稳运行。

虽然本次FOMC会议没有提出缩减购债规模的计划，但Taper的信号已经越来越明确。我们认为目前美联储持续扩张的资产负债表对促进实体经济复苏的作用不大，巨量资金在金融系统内空转，更多只是起到支撑资产价格大幅上涨的作用。目前美联储的鸽派声明大概率是为了稳定资本市场预期，未来缩表势在必行。

1、目前美国资金市场总体依然十分充裕

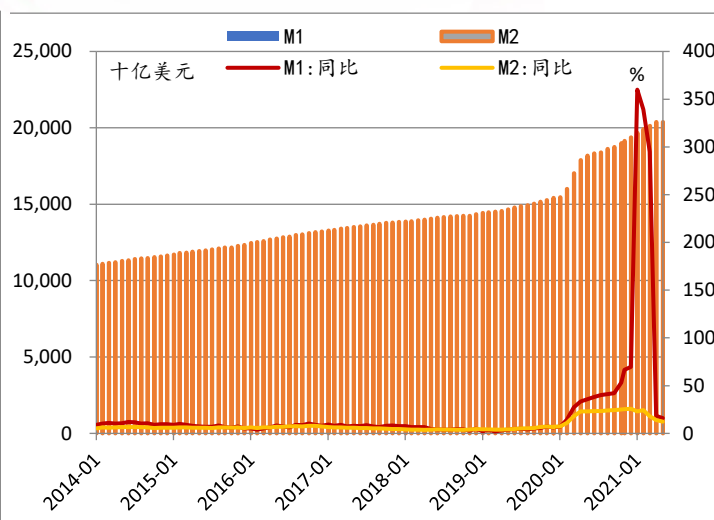
6月基础货币存量为5.027万亿美元，环比减少0.24%，同比增长20.5%。6月M1余额为19.268万亿美元，环比增加0.23%，同比增加16.08%。M2余额为20.389万亿美元，环比增加0.08%，同比增加12.16%。M1和M2同比增速虽然出现回落，但存量仍在持续创历史新高。

图表 1：美国基础货币投放量变化



资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

图表 2：美国货币供应量

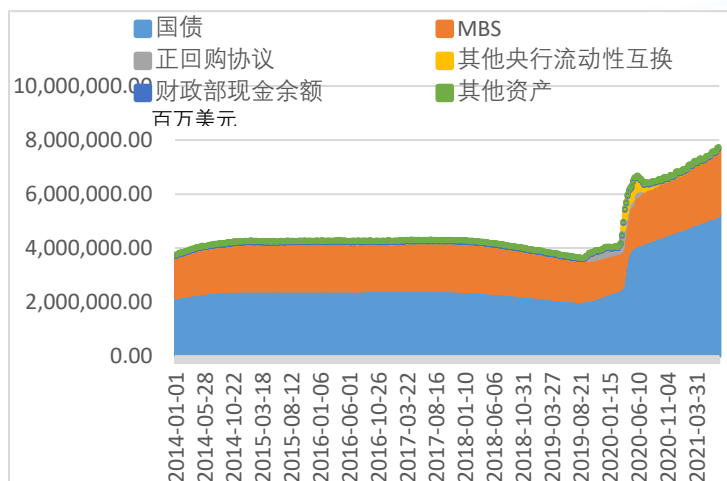


资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

美联储资产负债规模继续创历史新高。截至 7 月 28 日，美联储总资产为 8.27 万亿美元，较 6 月底增加 1432.05 亿美元。根据美联储资产的细分结构，主要来自持有证券增加 1454.97 亿美元。其中，增持国债 803.55 亿美元，增持 MBS 651.42 亿美元。持有证券的增加量超过资产增加总额。此外，其他央行流动性互换减少 9200 万美元，其他资产增加 66.37 亿美元。

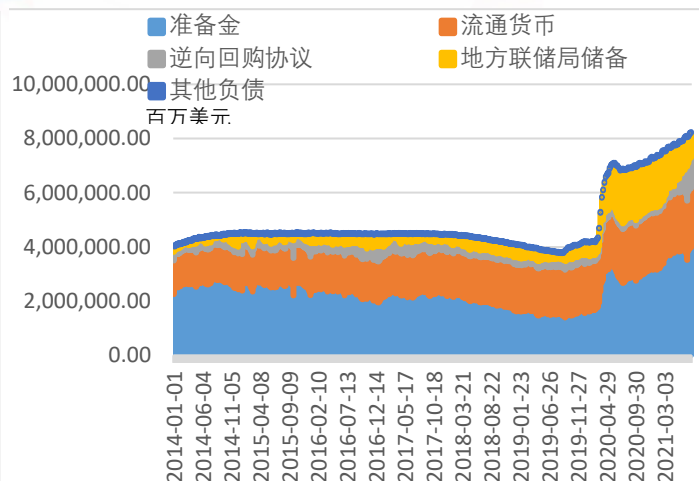
从负债端来看，总负债相比 6 月底增加 1431.97 亿美元。其中，准备金增加 4894.31 亿美元，地方联储局储备减少 3079.31 亿美元（主要原因是美国财政部在美联储的存款变动），流通货币增加 27.74 亿美元，逆向回购协议减少 407.92 亿美元，其他负债减少 2.85 亿美元。在美联储取消法定存款准备要求之后，准备金的增加就全部体现为超额准备金的增加。可见，美联储依旧是采用“通过负债端增加超额准备金，再用相应的超额准备金去购买国债和 MBS”的老套路进行货币政策操作。其结果就导致短期资金市场资金堆积，利率过低，维持金融市场繁荣；而长期信贷市场相对低迷，对于实体经济的支持疲弱。

图表 3：美联储资产结构



资料来源：美联储、致富研究院

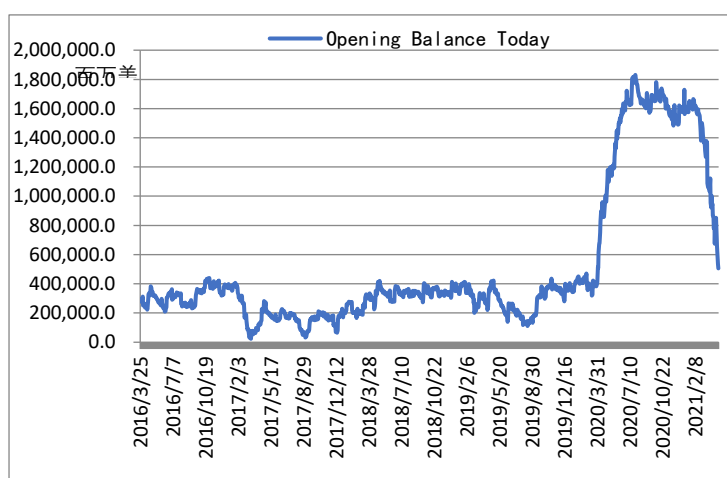
图表 4: 美联储负债结构



资料来源：美联储、致富研究院

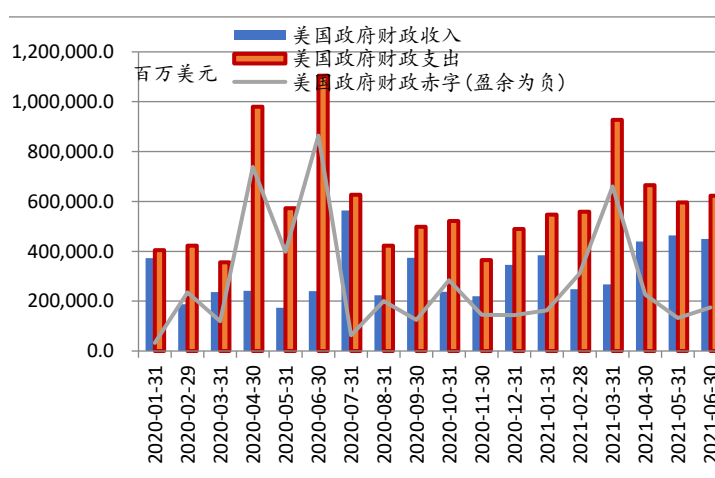
美联储资产负债表的另一个值得注意的变化，是美国财政部在美联储一般账户的余额从今年1月开始大幅缩水。截至8月5日，财政部在美联储的TGA账户已经快速缩减至5058.71亿美元。TGA账户下降的主要原因是维持政府财政支出。从美国政府财政收支情况来看，去年10月至今，政府财政赤字大幅增加2.238万亿美元，其中相当一部分来自TGA账户。而随着2021年8月1日美国债务上限再度生效，政府支出短期无法通过新发债券获得，TGA账户仍有下降空间。

图表 5：美国财政部在美联储的一般账户余额



资料来源：美联储、致富研究院

图表 6: 美国月度财政收支情况



资料来源：同花顺iFind、美国财政部、致富研究院

2、美国信贷市场持续疲软，巨量资金并没有流入实体经济

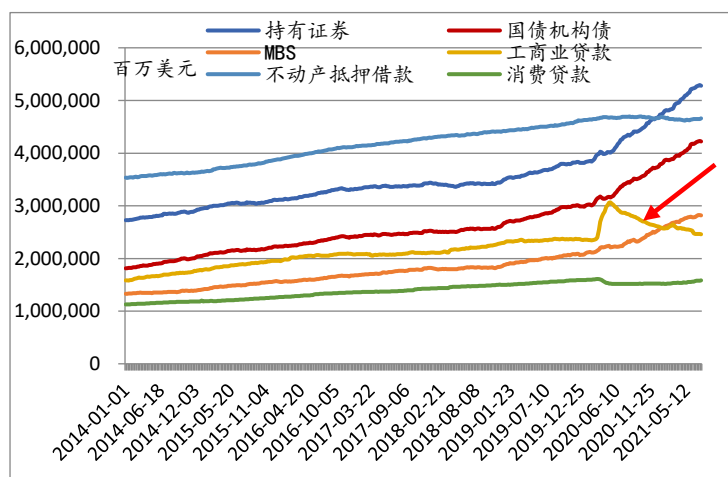
为了更加清楚地分析美国金融体系的情况，我们将研究的视野扩展到美国的商业银行资产负债表。

在美国商业银行的资产负债表中，最大一项是“信贷和持有证券”。目前这一项的总规模持续创历史新高。截至7月21日的最新数据表明，美国商业银行“信贷和持有证券”规模为15.658万亿美元，较上月增加831.33亿美元。

但是，对于这一项进一步的结构分析表明。一方面，持有证券规模持续创新高。截至7月21日，持有证券规模为5.28万亿美元，较上月增加347.11亿美元，同比增长22.39%。（持有国债、机构债为4.224万亿美元，较上月增加329.2亿美元，同比增长23.59%；持有MBS为2.817万亿美元，较上月增加270亿美元，同比增长23.73%）。另一方面，信贷规模则持续疲弱。其中，工商业贷款为2.461万亿美元，较上月继续减少14.87亿美元，相比去年5月3.065万亿美元的规模，大幅减少超过6000亿美元；不动产抵押借款为4.658万亿美元，相比上月增加104.09亿美元；消费贷款为1.583万亿美元，较上月增加141.79亿美元。

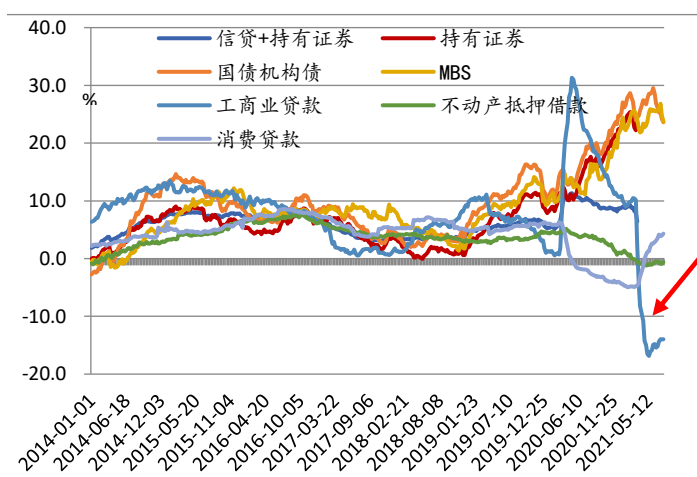
通过这一结构分析，我们看到：在货币总量持续上升的表面现象下，不仅美联储主要在增持国债和MBS，与此同时，美国商业银行也同时增持美国国债和MBS；相反的是，商业银行的工商业贷款的却持续减少，表明商业性金融机构对美国实体经济前景并不乐观，美联储释放的巨量资金并没有流入实体经济。

图表 7：商业银行信贷与持有证券



资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

图表 8：商业银行信贷同比增速



资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

3、美国房地产市场表现火爆，美联储继续购买 MBS 意义不大

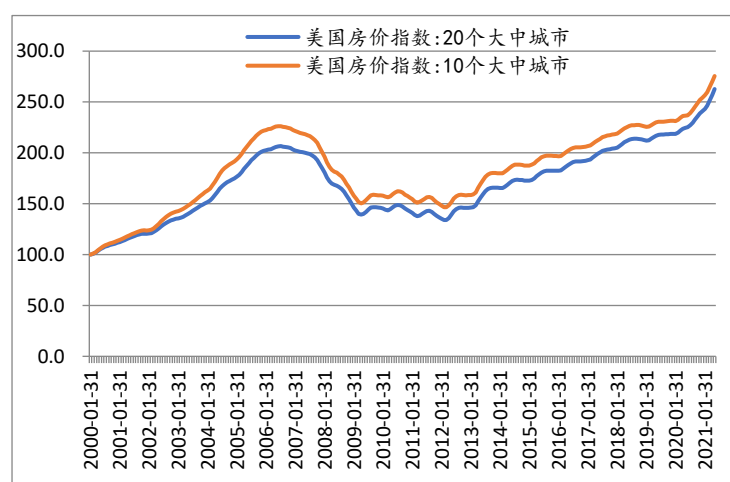
在美联储宽松的货币政策刺激下，不仅美国股市迭创新高，而且资金外溢到美国房地产市场。

2021 年 5 月，美国大中城市的房价指数创下有统计数据以来的新高。尤其是今年以来，房价指数同比涨幅更是呈现出加速增长的态势，仅 4 月一个月，该指数同比涨幅就超过 14%！

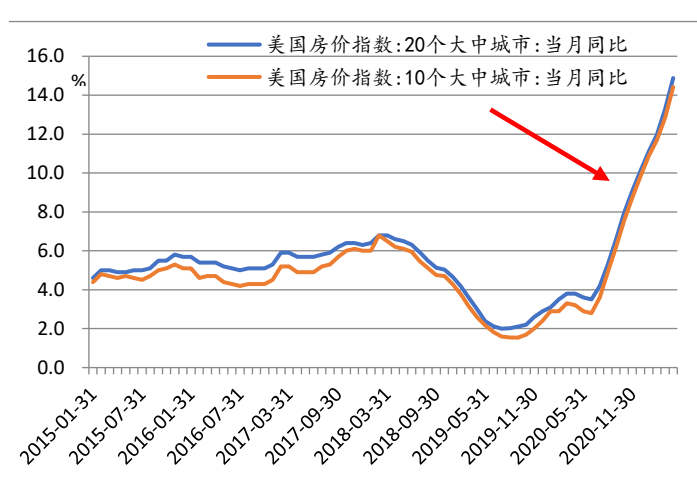
支撑美国房地产表现火爆的主要原因极度充裕的资金和超低的房贷利率。7 月 30 日的数据显示，美国 15 年期抵押贷款固定利率仅为 2.1%，5 年期抵押贷款浮动利率为 2.45%，均创下 1991 年有数据记录以来的新低。目前美国房地产市场的资金极度宽裕。

面对过度繁荣的房地产，美联储原本应当吸取 2008 年金融危机的教训，及时遏制房地产市场的泡沫继续膨胀，但是，目前的美联储不仅没有采取有效措施控制过度膨胀的房地产市场，而是继续像房地产市场注入资金，每个月购买 800 亿美元 MBS 支持房地产市场。这一行为不仅对于实体经济发展没有实际意义，而且正在推波助澜地创造一个新的泡沫。

图表 9：美国大中城市房价指数



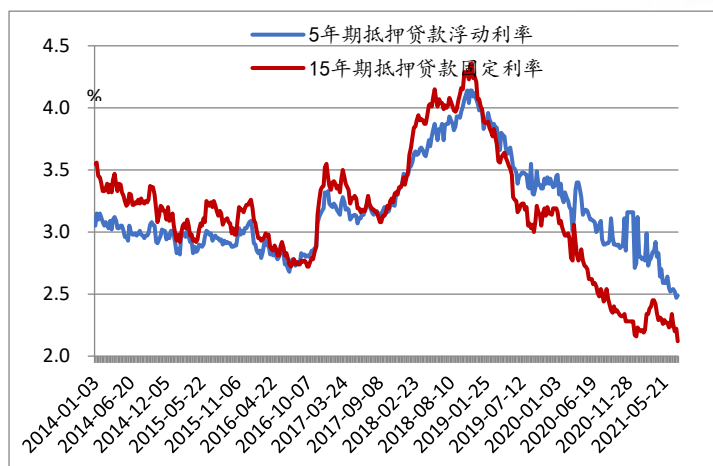
图表 10：美国大中城市房价指数当月同比



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

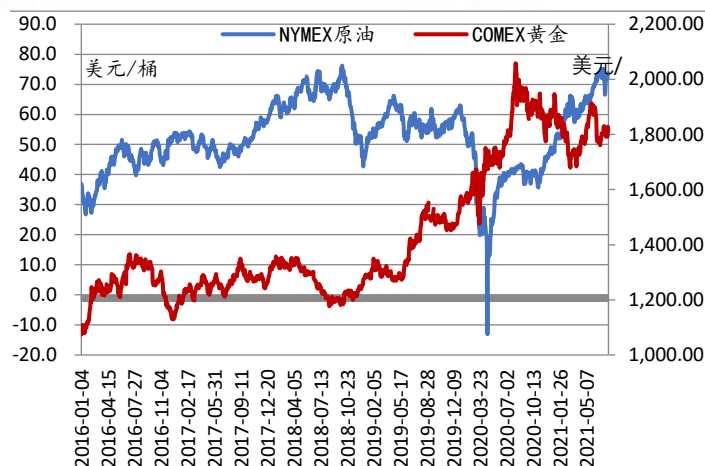
资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 11: 美国抵押贷款利率



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

图表 12: 原油、黄金价格走势



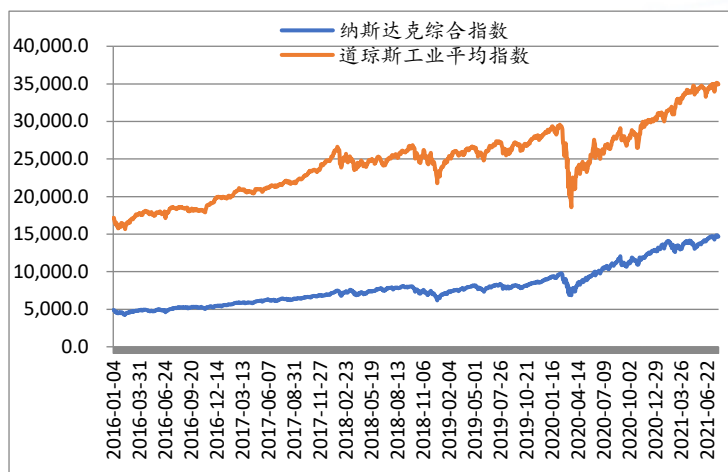
资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

4、美联储宽松货币政策的结果是造成金融市场价格大幅上涨

美联储采取极度宽松的货币政策，事实上造成金融市场价格的大幅上涨。今年以来，美国原油、股市、比特币等资产均表现抢眼。截至 2021 年 7 月 30 日，纳斯达克综合指数年内涨幅为 15.5%，道琼斯指数涨幅为 15.6%，比特币涨幅为 46%，而 NYMEX 原油价格涨幅更是高达 56%。

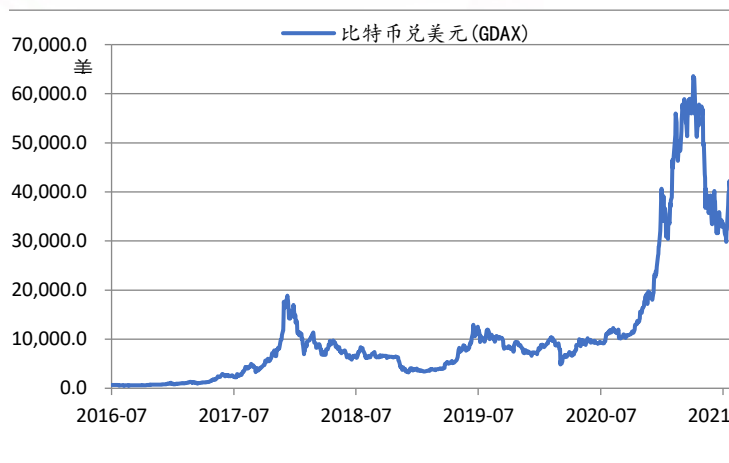
虽然美联储始终宣称其制定货币政策的出发点是促进就业和维持物价稳定，但事实上的操作方式却是通过采取宽松的货币政策，不断刺激包括股市在内的各类金融资产价格持续上涨。未来一旦真正开启缩表，将很可刺穿过度膨胀的资产泡沫，并带来较大的波动风险。

图表 13: 美国股指走势



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

图表 14: 比特币价格走势



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

5、结论

1、7月美联储议息会议出现两点新的变化: 一是首次提出“经济已经朝着实现这些目标(即最大就业和物价稳定)的方向取得了进展, 委员会将在今后的会议中继续评估该进展”; 二是将新设立两项常设回购协议(REPO)安排。虽然没有提出缩减购债规模, 但Taper的信号已经越来越明确。

2、目前美国资金市场十分充裕, 但信贷市场却持续疲软。同时, 超低的利率造成美国房地产市场和金融市场价格大幅上涨。美联储持续扩张的资产负债表对促进实体经济复苏的作用不大, 巨量资金在金融系统内空转, 更多只是起到刺激资产价格上涨的作用。

3、虽然美联储始终宣称其制定货币政策的出发点是促进就业和维持物价稳定, 但事实上的操作方式却是通过采取宽松的货币政策, 不断刺激包括股市在内的各类金融资产价格持续上涨。未来一旦真正开启缩表, 将很可能刺穿过度膨胀的资产泡沫, 并带来较大的波动风险。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是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。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555102	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk