



后疫情阶段中美央行资产负债表展望

——宏观资产负债表观察系列（二）

宏观摘要

中国央行资产负债表短期仍将延续结构变化的过程之中。随着货币政策中关于疫情影响基本已经消退，在货币政策正常空间的“窗口期”，宏观政策将保持从逆周期调节走向跨周期调节的切换。我们认为短期内不会有大范围降准之类的货币政策举措，更多仍将是针对短板领域将采取更多的结构性宽松的定向货币政策工具。

美联储资产负债表的焦点在于对规模边际的收缩定价。由于长时间的量化宽松操作，美国金融市场已经出现流动性过剩现象。因此，市场普遍预期美联储将加快减缓购债规模甚至开启缩表进程。结合目前联储官员讲话和当前美联储货币政策框架，当疫苗接种率达到超 75% 或者失业率达到 5.4% 时或将触发 QE 放缓的讨论，因此 7 月份的美联储议息会议发生变化的概率依然不大，四季度美联储议息会议更值得关注。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[当前宏观关注点问答——美元反弹](#)

2021-03-31

[美元指数与中国利率](#)

2020-09-30

[中国货币发行机制分析与展望](#)

2020-05-18

[美债危机的可能性展望](#)

2020-04-21

[三次危机中美联储政策措施比较](#)

2020-04-07

[COVID-19 冲击下的货币政策](#)

2020-03-24

[定位·重塑·周期](#)

2020-01-10

在《疫情时代中美资产负债表全景分析——央行篇（一）》¹专题中，我们首先分析了近二十年中国央行和美联储资产负债表结构变化；后又对初疫情时代中国央行和美联储资产负债表走势差异进行分析，主要原因由于中国央行和美联储所选货币政策调控工具不同以及两国货币调控环境不同导致。

本文中，我们将对疫情常态化下的后疫情时代中美央行资产负债表走势进行展望。我们认为中国央行已经进入货币政策正常化阶段，针对疫情政策已经退出；而美联储虽然已经向市场释放 Taper 的预期，但是货币政策转向仍需时日。

中国已进入货币政策正常化阶段

初疫情期间（2020年1月至2020年5月）中国央行货币政策包括：

- 开展再贷款再贴现政策累计 8000 亿元，同时下调银行发放贷款的利率上限，规定为贷款发放时最近一次公布的一年期 LPR 减 100BP；
- 下调贷款基准利率 1 年期 LPR 利率共 30BP，5 年期 LPR 利率共 15BP；
- 下调货币流动性投放工具 7 天 OMO 利率 30BP 与 14 天 OMO 利率 10BP，1 年期 MLF 利率 30BP 与 TMLF 利率 20BP；
- 两次降低存款准备金率共释放超过 5500 亿元长期资金，同时罕见下调超额存款准备金利率 37BP 至 0.35%；
- 直达实体货币政策工具：普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划。

由于央行货币政策工具中公开市场操作、再贷款再贴现工具会使央行资产中“对银行债权”科目和央行负债中“商业银行存款准备金”同时扩张；而下调存款准备金率、下调超额存款准备金率工具会使得央行资产中“对银行债权”科目和央行负债中“商业银行存款准备金”科目同时收缩，因此这四大工具对央行资产负债表规模产生对冲效果。而由于降低存款准备金率这一工具对于货币流动性影响更大，因此央行资产负债表规模在初疫情期间最终呈现小幅收缩趋势（37.11 万亿元下降至 36.54 万亿元）。

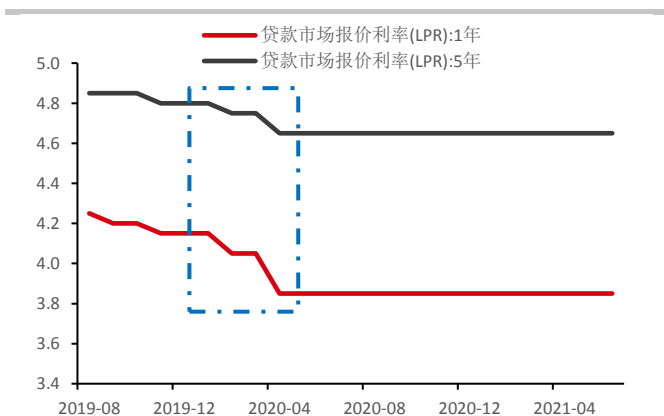
后疫情阶段中国货币政策从逆周期走向跨周期。2020 年年中起，中国疫情已基本得到控制，但受到海外疫情持续扩散拖累部分出口实体企业，同时国内经济也尚未恢复至疫情前水平，货币政策逐步走向稳健。在价格工具上，货币政策延续疫情期间状态，仅在 2020 年 6 月跟随 3 月 7 天逆回购利率对 14 天逆回购利率进行同等幅度下调，其余基本维持不变；在数量工具上，超量续作公开市场操作维持货币流动性充裕合理。当前，2020 年为了应对疫情出台的延期还本付息等各项非常规政策在 2021 年 3 月底逐步退出，货币政策回归常态化，开始进入稳健区间。我们认为未来货币政策将更多体现的结构性货币政策的运用，定向为中

¹疫情时代中美资产负债表全景分析——央行篇（一）<https://www.htfc.com/main/a/20210620/80132055.shtml>

小企业提供扶持，把服务实体放到更加突出的位置。从资产负债表规模上来看，2021 年后总体呈现小幅增长趋势，趋势较缓，从 2020 年 5 月的 36.7 万亿元增长至 2021 年 5 月的 38.7 万亿元，增幅为 5.45%。而从结构上来看，资产端主要增长项目为“对其他存款性公司债权”即对银行债权部分。这是央行持续公开市场操作以及 MLF 等工具向市场投放流动性所致。

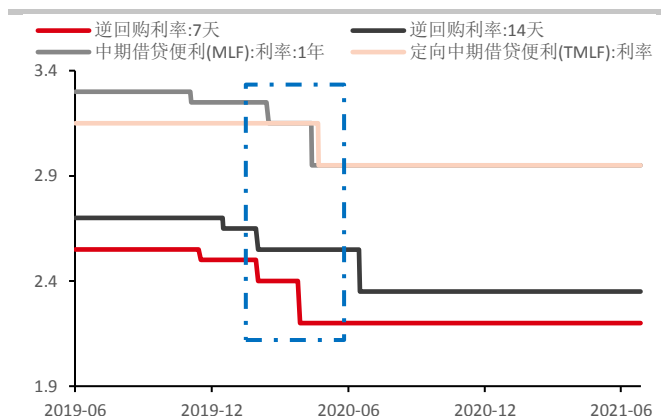
后续我们认为央行货币政策短期内持续稳健，关注和平衡以下四个方面作为主要目标维持货币政策正常化：1、经济增长和就业；2、通货膨胀；3、金融风险；4 内外平衡。同时央行资产负债表将呈现缓慢扩张趋势，以公开市场操作和新型货币政策工具投放流动性导致资产端“对银行债权”项目增长为主。

图 1: LPR 利率在后疫情时代维持此前低位状态 (%)



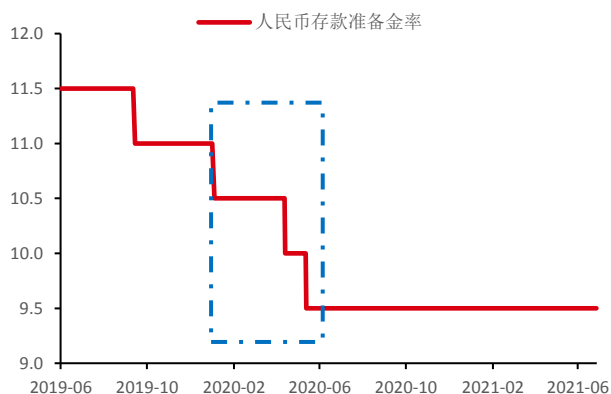
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 2: OMO、MLF、TMLF 等流动性投放价格工具维持低位状态 (%)



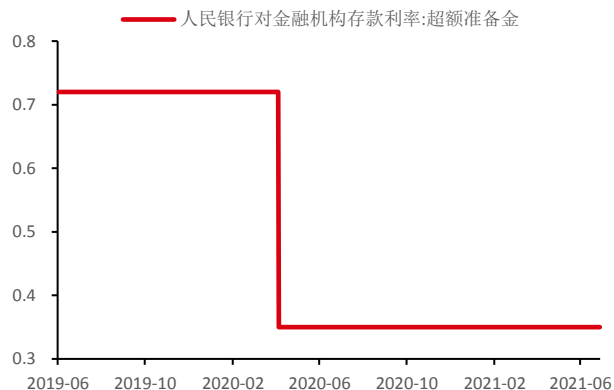
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 3: 后疫情时代存款准备金利率维持在低位



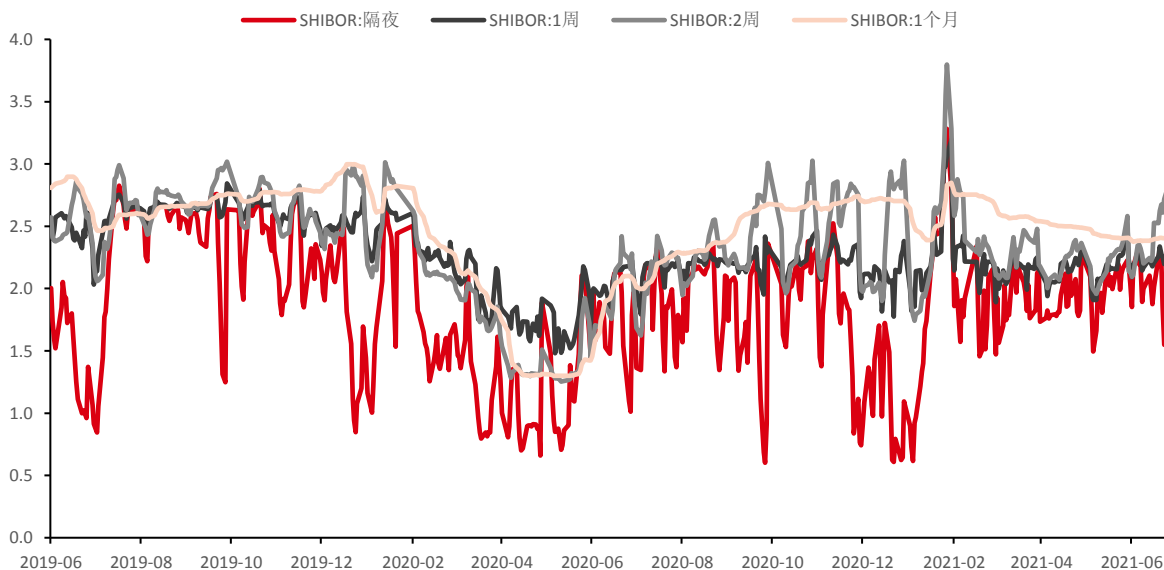
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 4: 超额准备金利率下调至 0.35%, 处于历史低位



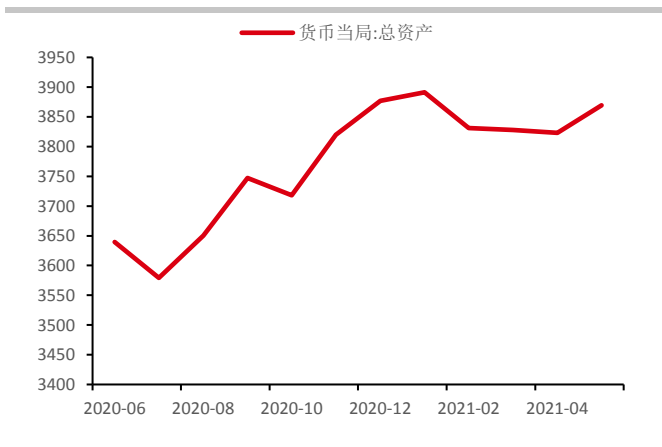
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 5: 2020 年 6 月后流动性较疫情期间略显紧缩, 但总体仍然较为平稳 (%)



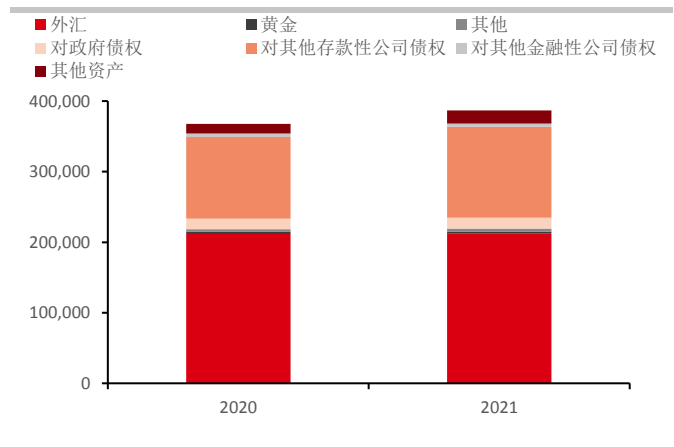
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 6: 2021 年后央行资产负债表规模小幅增长 (百亿元)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 7: 结构上其他存款性公司债权增长较快 (亿元)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

美联储释放 Taper 预期但政策转向尚需时日

初疫情期间（2020 年 1 月至 2020 年 5 月）美联储货币政策包括：

- 下调联邦准备基金利率至 0%-0.25%；
- 将法定存款准备金率下调至 0%，将存款准备金率利率和超额存准备金利率下调至 0.1%；
- 下调贴现率至 0.25%；
- 宣布开启无上限量化宽松政策，美联储将按照市场需求购买美国国债和 MBS；
- 创新政策工具，重启了一级交易商信贷便利 (PDCF)、商业票据融资工具 (CPFF) 工具，创设了一级市场公司信贷工具 (PMCCF)、二级市场公司信贷工具 (SMCCF) 以及其他各类贷款支持计划，通过 SPV 购买企业债券或者贷款的方式为特定群体提供资金支持。
- 与九国签署美元货币互换条例。

零利率背景下的量化宽松操作使得美联储资产负债表快速膨胀，总规模从疫情前（2019 年 12 月）4.2 万亿美元飙升至疫情后（2020 年 5 月）的 7.1 万亿美元，增幅接近 70%，表现为急速扩表趋势。

在后疫情阶段，由于长时间的量化宽松操作导致美国金融市场出现流动性过剩现象。自 4 月下旬以来，美联储隔夜逆回购协议的需求量和成交量均大幅增加，资金重回美联储资产负债表中。截止 6 月 11 日隔夜逆回购数量已经达到 5478 亿美元水平，创近十年历史新高，显示当前美国金融体系流动性处于非常充裕的过剩状态。正回购和逆回购操作是美联储公开市场操作的常见手段，通过与交易对手方协议直接投放或者回收基础货币，不过与中国央行不同，美国正回购是释放流动性，逆回购是回收流动性。由于隔夜逆回购利率有美联储利率走廊下限的作用，当市场流动性过剩时，投资机构将会选择把过剩资金投入风险较小的美国短期国债中，以寻求较为安全的资金庇护场所。但是由于美国国债利率受到市场

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_20471

