



宏观研究

【粤开宏观】从放水到收水：美联储未来货币政策转向及影响

2021年08月28日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】万字长文详解基础设施 REITs :全球比较与中国实践》2021-08-10

《【粤开宏观】疫情和暴雨的负面冲击已现：解读7月经济数据》2021-08-16

《【粤开宏观】平台经济与实体经济的关系：利弊分析与发展方向》2021-08-17

《【粤开宏观】向上有希望，向下有保障：简析共同富裕与三次分配》2021-08-18

《【粤开宏观】当前全国及区域财政形势与特征》2021-08-22

摘要

美联储自疫情以来大量“放水”，一方面配合空前的财政刺激有效托底经济，另一方面广泛影响美债、美股等资产价格。但是随着美国经济持续恢复，美联储将收紧货币政策，从“放水”转向“收水”。

8月27日美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行年会上表示，如果经济如期稳步修复，年内开始 Taper 将是合适的。那么 Taper 将会对美国基础货币和资产价格带来什么影响？

1、2020年2月至2021年7月，美国基础货币增长了77.5%，广义货币 M2 增长了33.5%。基础货币增速显著快于 M2，新增基础货币贡献了新增 M2 的51.9%。

2、基础货币是央行的负债，可以通过观察美联储资产负债表各科目的变化，分析基础货币如何增加或减少。**美联储资产端某科目数值增加，会导致负债端的基础货币同向增加；而负债端某其他科目数值增加，则会导致基础货币反向减少，反之亦然。**

3、证券持有在美联储的资产端占据绝对地位，当前占比高达96.9%。因此**购买证券是美联储投放基础货币的最主要方式**。此外，美联储对金融体系等的救助也会投放基础货币，尤其是在金融危机期间。

4、基础货币在美联储的负债端占据绝对地位，当前占比为76.3%。美联储通过资产端放的水可能会被负债端的其他科目截流，主要是财政存款和逆回购。**财政存款具有“抽水”的功能**。财政存款增加，基础货币减少；财政存款减少，基础货币增加。**逆回购具有“蓄水”的功能**。当流动性过度充裕，金融市场无法提供充足的安全资产时，逆回购用量便会显著增加，从而减缓基础货币的上升。

5、货币持续宽松会带来不容忽视的隐患，一是催生资产价格泡沫继而威胁金融稳定，二是引发严重的通货膨胀。随着美国经济持续向好，就业缺口逐步收窄，Taper 渐行渐近。预计2021年底或2022年初正式开始缩减资产购买规模，每次缩减150亿美元，共耗费8次议息会议。若经济稳步复苏，2022年底还将迎来首次加息。

6、Taper 意味着资产端放水速度变慢，未来一段时间我们可能还会看到基础货币上行，但速度将放缓。当然财政存款和逆回购也会造成扰动，具体取决于美国后续财政刺激力度和金融市场演变。而等到几年后美联储开始缩表，也就是卖出所持有的证券时，基础货币将显著下降。

7、Taper 主要通过两个渠道影响资产价格，未来预期和资产组合再平衡，将导致美债收益率上升，美元指数上涨，美股承压。Taper 预热阶段的影响比正



式实施阶段更大，**四季度或将见到美债收益率显著上行。**

8、本轮 Taper 的影响将小于上一轮。2013 年的“缩减恐慌”主要源于美联储未与市场进行有效沟通，市场预期不足；而本轮中市场预期则走在美联储之前，已有所准备。此外，本轮 Taper 还有隔夜逆回购中积蓄的资金和两个新创设的常备回购便利工具提供流动性支持。

风险提示：美国疫情反复、美国货币政策超预期、美国财政刺激超预期



目 录

一、疫情以来美联储大量“放水”	4
二、美联储“放水”和“收水”的机制	4
(一) 从美联储资产负债表入手	4
(二) 资产端导致基础货币同向变动	6
(三) 负债端导致基础货币反向变动	7
三、美国经济持续恢复，美联储未来将逐步“收水”	8
四、Taper 渐行渐近对基础货币和资产价格的影响	9

图表目录

图表 1：美国货币增速远高于中国	4
图表 2：美国基础货币占 M2 比重显著上升	4
图表 3：美联储资产负债表一览（2021 年 8 月 25 日）	5
图表 4：购买证券是美联储投放基础货币的最主要方式	6
图表 5：基础货币还受财政存款和逆回购影响	7
图表 6：美国非农就业缺口已修复 74.5%	8
图表 7：美国非制造业 PMI 连续 5 个月高于 60%	8
图表 8：2017 年 10 月美联储开始缩表后，基础货币显著下降	9
图表 9：2013 年 5 月伯南克意外释放 Taper 信号后引发“缩减恐慌”	10



一、疫情以来美联储大量“放水”

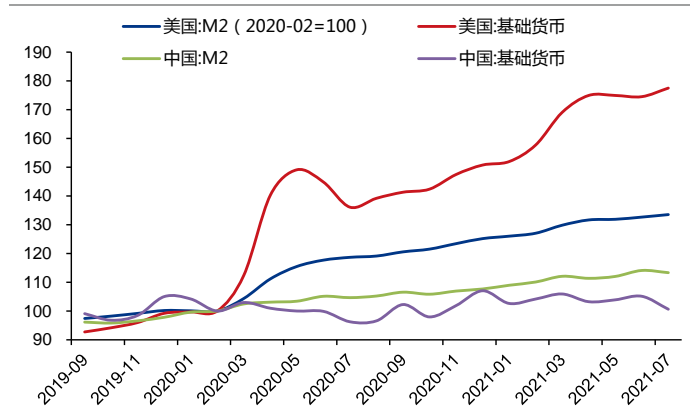
为应对疫情爆发导致的经济金融危机，美联储自 2020 年 3 月以来实施了极度宽松的货币政策，例如将联邦基金目标利率降至 0-0.25%、启动无上限量化宽松（QE）等。其结果便是货币大幅增加，2020 年 2 月至 2021 年 7 月，美国基础货币增长了 77.5%，广义货币 M2 增长了 33.5%。

相较之下，中国的货币政策要稳健得多，同期基础货币只增长 0.6%，M2 也只增长 13.4%。当然，这主要得益于中国更好的疫情防控和更快的经济恢复。

中美货币增速除了总量层面的高低以外，结构上也存在明显差异。美国的基础货币增速显著快于 M2，而中国的基础货币增速却显著慢于 M2。直接原因是中美倚重的货币政策工具不同，根本原因则是中国潜在经济增速更高导致了更大的货币政策空间。大致来说，货币有两大来源，一是央行投放的基础货币，二是商业银行通过“贷款创造存款”生成的派生存款。美国更依赖前者，通过量化宽松等非常规政策刺激经济；而中国更偏重后者，通过降准降息等常规政策来稳增长。

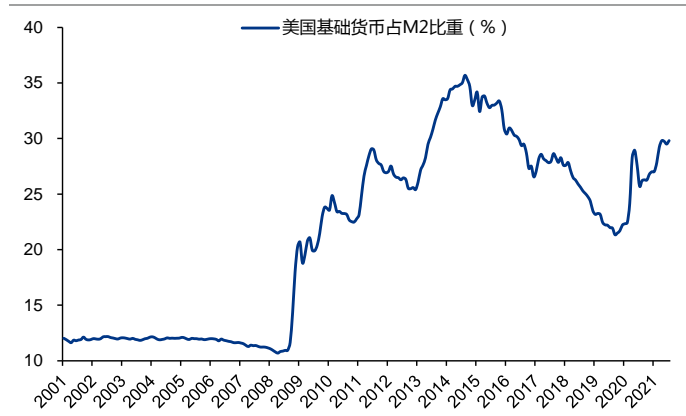
2008 年金融危机是一道分水岭。在此之前，美国也主要依靠常规货币政策工具，基础货币占 M2 比重稳定在 10-13%；在此之后，受名义利率零下限约束，政策利率已降无可降，美联储被迫创设量化宽松等非常规工具，基础货币占 M2 比重迅速上升。本轮疫情中，美国基础货币占 M2 比重从 22.4% 升至近 30%，新增基础货币更是贡献了新增 M2 的 51.9%。

图表1：美国货币增速远高于中国



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：美国基础货币占 M2 比重显著上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、美联储“放水”和“收水”的机制

美联储是通过什么方式投放了这么多的基础货币？除了美联储政策操作以外，是否还有其他因素也会影响基础货币的数量？

（一）从美联储资产负债表入手

基础货币是央行的负债。基础货币包括流通中现金和准备金，其中流通中现金相当于央行对社会公众的有形欠条，而准备金则是商业银行在央行账户上的存款，既可直接转换为现金，也可在央行的不同账户间进行转账，或者用于偿还对央行的债务。



作为一项负债，基础货币自然被记录在央行的资产负债表中，并与其他科目紧密关联。因此我们可以通过观察美联储资产负债表各科目的变化，分析基础货币如何增加或减少。根据“总资产等于总负债”的会计恒等式，美联储资产端某科目数值增加，会导致负债端的基础货币同向增加；而负债端某其他科目数值增加，则会导致基础货币反向减少，反之亦然。

2008年金融危机以及本轮疫情中，美联储创设了许多新的政策工具，使其资产负债表变得更加复杂。新工具基本集中反映在美联储的资产端，为国内外各部门提供必要的流动性支持。负债端新增的财政部注资也是为资产端的这些新工具服务，使其符合法律规定，作为美联储相关项目的风险缓冲。

图表3：美联储资产负债表一览（2021年8月25日）

资产端	占比 (%)	负债端	占比 (%)
储备银行信贷	98.9	基础货币	76.3
直接持有的证券	92.9	流通中现金	26.1
美国国债	63.8	准备金	50.1
联邦机构债务证券	0.0	逆回购协议	16.8
住房抵押贷款支持证券	29.1	海外官方与国际账户	3.1
持有证券的未摊销溢价	4.2	其他	13.7
持有证券的未摊销折价	-0.2	财政部现金储备	0.0
正回购协议	0.0	存放在联邦储备银行的存款（除准备金以外）	5.9
海外官方	0.0	存款性机构的定期存款	0.0
其他	0.0	财政部一般账户	3.1
贷款	0.9	海外官方	0.1
优先信贷	0.0	其他	2.8
次级信贷	0.0	财政部对信贷便利工具的注资	0.5
季节性信贷	0.0	其他负债与资本	0.6
一级交易商信贷便利工具	0.0		
货币市场共同基金流动性便利工具	0.0		
薪资保护计划流动性便利工具	0.9		
其他信贷扩展工具	0.0		
商业票据融资便利工具 II LLC 的净组合持仓	0.0		
企业信贷便利工具 LLC 的净组合持仓	0.2		
主街贷款计划便利工具 LLC 的净组合持仓	0.4		
市政债流动性便利工具 LLC 的净组合持仓	0.1		
定期资产支持证券贷款便利工具 II LLC 的净组合持仓	0.1		
浮存项	0.0		
中央银行流动性互换	0.0		
其他联邦储备资产	0.3		
外币计价的资产	0.3		
黄金储备	0.1		
特别提款权凭证账户	0.1		
财政部发行的硬币	0.6		
总资产	100.0	总负债	100.0

资料来源：美联储、粤开证券研究院

注：标红部分为2021年8月相较2007年12月的新增科目



（二）资产端导致基础货币同向变动

证券持有在美联储的资产端占据绝对地位。2021年8月25日，美联储持有的美国国债、MBS以及未摊销溢价/折价占总资产比重合计高达96.9%。2008年之前，该比重维持在85-90%之间，量化宽松政策使其进一步上升。

购买证券是美联储投放基础货币的最主要方式。目前美联储仍在实施量化宽松，以每月1200亿美元（800亿国债和400亿MBS）的速度购买证券，也就意味着每月要投放1200亿美元的基础货币。

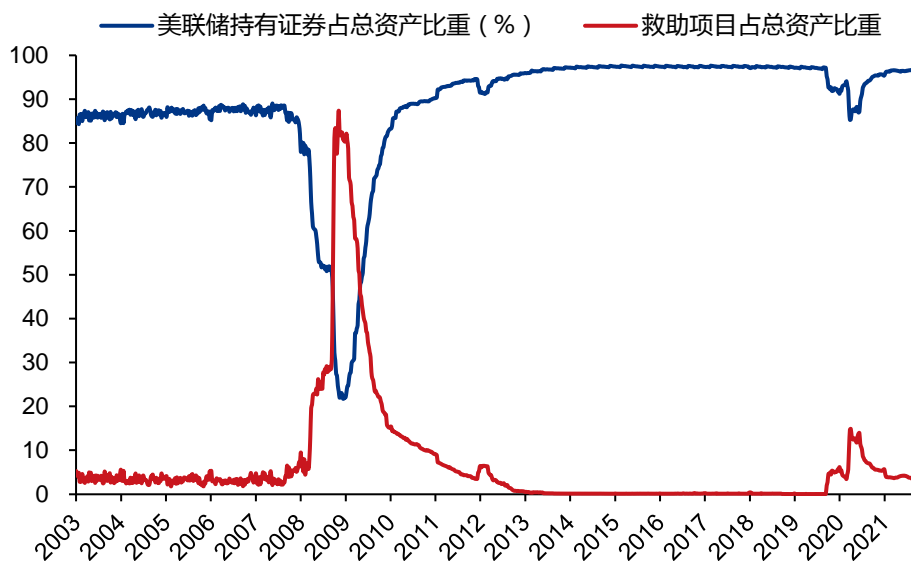
根据规定，美联储需在二级市场上购入证券，如果是向商业银行购买，则直接在其准备金账户上增加相应金额。如果是向非银行金融机构、企业、居民等私人部门购买，则要稍微复杂一些，因为私人部门在美联储没有存款账户，需通过商业银行作为中介。美联储在商业银行的准备金账户上新增一笔准备金，同时商业银行在私人部门的存款账户上新增一笔对应金额的存款。

美联储在记录购买的美国国债和MBS时，采用的是摊余成本法而非市值法。在资产负债表中，美债和MBS均以面值计入各自科目，购买时发生的相较面值的溢价或折价则计入对应的“未摊销溢价/折价”科目，在其剩余期限内平均摊销。摊余成本法下，利息收入按购买时的实际利率进行计算。因此只要美联储将美债和MBS持有至到期，期间的证券价格波动不会对其资产负债表及利润产生任何影响。

美联储对金融体系等的救助也会投放基础货币，尤其是在金融危机期间。在传统的银行业危机中，美联储承担商业银行的“最后贷款人”职责。2008年金融危机后，这一职责扩展至整个金融体系和国外央行；本轮疫情中，更是进一步扩展到了实体部门。图表3中，美联储资产端中标红的各项“便利工具”就是针对不同市场和部门的救助。同样地，基础货币直接投放至商业银行的准备金账户，或者以商业银行为中介投放给需要救助的非银行部门。

临时性救助政策的规模可能会很大，但持续时间相对较短，危机过后便会陆续退出。美联储持有证券占总资产比重在2008年金融危机和本轮疫情中都曾出现显著下降，原因便是临时性救助占比在短期内快速上升。

图表4：购买证券是美联储投放基础货币的最主要方式



资料来源：Wind、粤开证券研究院



(三) 负债端导致基础货币反向变动

基础货币在美联储的负债端占据绝对地位，毕竟投放经济金融所需的基础货币是央行的最主要职能之一。2021年8月25日，美联储基础货币占总负债的比重为76.3%，处于历史相对低位，正常年份该比重都在80%以上，2008年金融危机之前则超过90%。

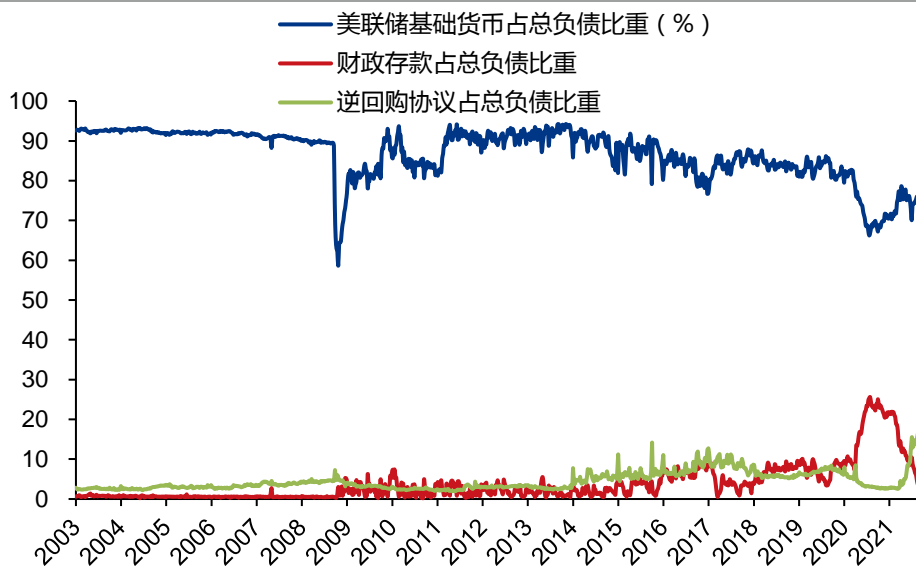
市场经常会用美联储资产负债表的扩张或收缩来观察美国流动性的变化，原理便是我们上面介绍的资产端导致基础货币同向变动，但这有时并不准确。基础货币占总负债的比重并不稳定，**美联储通过资产端放水可能会被负债端的其他科目截流，主要是财政存款和逆回购。**

财政存款具有“抽水”的功能。财政部在美联储同样设有账户（财政部一般账户，TGA），当其发行国债或征缴税费时，私人部门在商业银行的存款减少，同时商业银行将资金从美联储的准备金账户划转至财政存款账户。于是财政存款增加，基础货币减少。反之，当财政部加大支出时，财政存款减少，基础货币增加，此时又相当于“放水”。

逆回购具有“蓄水”的功能。美联储的逆回购和中国央行相反，中国是投放基础货币，美联储则是回笼基础货币。美联储的逆回购协议有些类似于境内非银行金融机构或海外央行在美联储的存款账户。当流动性过度充裕，金融市场无法提供充足的安全资产时，逆回购用量便会显著增加，从而减缓基础货币的上升。

2021年4月以来美国流动性的异常充裕，充分反映了财政存款和逆回购的作用。一方面，美联储持续QE，每月投放1200亿美元基础货币；另一方面，财政部面临8月1日债务上限重启，不得不加快支出并减少发债，进一步增加基础货币。与此同时，商业银行在监管约束下，不愿持有过多存款，便将资金挤入货币基金等非银机构。然而财政部加快还债并减少发债，使得短期国债大幅减少，货币基金面临“资产荒”，于是只能将资金通过隔夜逆回购的形式回流到美联储。

图表5：基础货币还受财政存款和逆回购影响



资料来源：Wind、粤开证券研究院



三、美国经济持续恢复，美联储未来将逐步“收水”

美联储极度宽松的货币政策配合联邦政府空前积极的财政刺激，在严峻的疫情形势下，有效避免了美国经济陷入长期衰退的泥潭。但是**货币持续宽松也会带来不容忽视的隐患，一是催生资产价格泡沫继而威胁金融稳定，二是引发严重的通货膨胀。**因此随着美国经济持续修复，美联储将逐步收紧货币政策。

参照上一轮 2013 年后政策收紧的经验，美联储将遵循先缩减购债规模、结束量化宽松 (Taper)，后加息，再缩表的顺序。Taper 具体是指美联储放缓证券购买速度，将每月资产购买规模从 1200 亿美元逐渐削减至 0，资产端放水速度变慢。

今年 4 月以来，市场对于美联储何时 Taper、节奏如何、有何影响极为关注，进行了热烈讨论，因为其直接关系到美国乃至全球资产价格的变动。甚至早在 1 月 6 日，仅因当日公布的 2020 年 12 月美联储议息会议纪要中出现了 Taper 字眼，10 年期美债收益率便在随后 4 个交易日中大幅上升 19BP。

美联储对于 Taper 设置了明确的前提条件，即最大化就业和价格稳定要实现“实质性的进一步进展”。在 8 月 18 日公布的 7 月美联储议息会议纪要中，与会官员们判断，当前通胀目标已达到标准，而就业目标尚未完成。不过大多数官员认为，如果经济按预期稳步恢复，那么年内开始 Taper 是合适的。美联储主席鲍威尔在 8 月 27 日的 Jackson Hole 全球央行年会上又再次传达了上述观点。

美国经济持续恢复，从工业生产扩展到线下服务业。截至 8 月 26 日，美国成年人中至少一针的疫苗接种率已达 73.5%，美国各州也已全面开放经济活动。受疫情冲击最严重的线下服务业快速修复，7 月休闲和酒店业新增就业 38 万人，连续 4 个月贡献了一半以上的私人部门新增非农就业。非制造业 PMI 也连续 5 个月处于 60% 以上的高位。

虽然 Delta 变种病毒导致美国疫情反弹，但美国经济恢复动力仍强。美国居民部门积累了大量储蓄，同时又有强烈的出行消费意愿；汽车销售生产和房地产销售投资受短期供给约束影响，一旦供应链恢复便能快速释放；基建投资法案有望顺利通过并实施；劳动力市场需求旺盛，出现雇工短缺。短期来看，美国经济或仍受制于疫情反复和全球供应链紧张，但上述内在动能将支撑美国经济稳步恢复。

随着美国经济持续向好，就业缺口逐步收窄，Taper 渐行渐近。预计 2021 年底或 2022 年初正式开始缩减资产购买规模，每次缩减 150 亿美元，共耗费 8 次议息会议。若经济稳步复苏，2022 年底还将迎来首次加息。

图表6：美国非农就业缺口已修复 74.5%

图表7：美国非制造业 PMI 连续 5 个月高于 60%

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_25577

