



诸建芳：利率上行引起“亏损”是否制约美联储加息？



文/意见领袖专栏作家 诸建芳、崔嵘

核心观点

近期，市场对于利率上行引起的“亏损”能否制约美联储继续加息的关注较多。尽管利率变化会对美联储收入和支出产生显著影响，但是由于利率上行导致的美联储系统公开市场账户未实现亏损并非其实际亏损。我们认为，本轮未实现亏损难以制约美联储加息，预计本轮加息终点或将到达 5% 附近。展望未来，中期选举结束、失业率上行突破 4.5% 以及 CPI 环比增速连续下行或是使美联储本轮货币政策可能转向的影响因素。

摘要

■ 美联储的收入主要来自持有证券的利息收入，支出主要来自其对准备金和逆回购协议的付息。从美联储资产负债表看，在资产端，其直接持有的国债和 MBS 在总资产中占比约 94%，美联储持有国债和 MBS 到期获得的利息是其收入的主要来源；在负债端，美联储的支出主要是对准备金余额和逆回购协议余额付息，此外，包括雇员工资福利、养老服务费用、设备等运营费用也是美联储支出的重要组成部分。

■ 利率变化会对美联储收入和支出产生显著影响。首先，利率变化对于美联储收入和支出的影响具有非对称性。当利率上行时，美联储的实际利息收入并不会马上发生变化，只有当美联储对到期的国债和 MBS 进行再投资时，利率的上行才会为美联储带来更高的利息收入；但美联储加息会

立即调整其管理利率，从而迅速增加美联储的支出。其次，由于付息负债规模的增加也使美联储当前的利息支出规模对利息上行比疫情前更加敏感。

■ 美联储系统公开市场账户的未实现亏损并非实际亏损，从历史上看，未实现的亏损并不会制约美联储加息。首先，美联储系统公开市场账户中的累计未实现收益/亏损是其持有证券的公允价值与摊销成本之间的差值。其次，未实现的亏损并不一定导致实际亏损，只有在美联储主动出售证券时才会形成实际亏损。再次，从历史上看，尽管从 2018 年一季度起，美联储未实现收益即转负，但美联储在 2018 年全年仍加息 4 次，可见未实现的亏损并未对美联储加息形成制约。

■ 本轮未实现亏损难以制约美联储加息，预计本轮加息联邦基金利率终点或将到达 5% 附近。首先，从理论上讲，只要美联储不主动出售未到期的债券，那么未实现的亏损就不会成为实际亏损。其次，当前通胀水平远高于 2018 年且劳动力市场更强劲，继续加息的紧迫性和合理性比 2018 年更高。最后，盈利并非美联储的目标，即便出现实际亏损也并不能影响其履行双重使命的责任和义务。当前时薪增速是支撑美国通胀的重要因素之一，考虑到上世纪 70、80 年代高通胀时期，联邦基金利率与非农时薪增速的关系，预计本轮加息联邦基金利率终点或将到达 5% 附近。

■ 当前或存在三个使美联储本轮货币政策可能转向的因素。首先，从政治层面讲，今年中期选举结束或是观察美联储是否出现政策变化的重要时点。其次，从就业层面讲，失业率上行突破 4.5% 或是美联储停止加息的

可能因素之一。最后，从通胀层面讲，CPI 环比增速连续下行或是美联储停止加息的另一可能因素。



正文

今年以来，随着美国通胀持续高企和美联储不断收紧货币政策，各期限美债收益率悉数上行，其中，2 年期美债收益率从年初的 0.8%附近上行至 4.3%附近，10 年期美债收益率从年初的 1.6%附近上行至高点 3.9%附近。美债收益率的持续上行使美联储未实现亏损快速增长，据 2022 年二季度财务报表，截至 2022 年 6 月 30 日，其国内公开市场账户持有证券组合的累计未实现亏损达到约 7199 亿美元，而截至 2021 年 12 月 31 日，

该账户持有证券组合累计未实现盈利约 1279 亿美元。近期，市场对于利率上行引起的“亏损”能否制约美联储继续加息的关注较多，本篇报告将对这一问题进行分析。

■ 美联储收益与亏损机制

美联储的收入与支出

厘清美联储的收入与支出是理解美联储收益与亏损机制的基础，分析美联储的收入与支出可以首先从美联储资产负债表入手。

美联储的收入主要来自于其资产端，持有证券的利息收入是其主要收入来源。从美联储资产端来看，截至 2022 年 9 月 14 日，约 8.9 万亿美元的美联储资产中有约 8.4 万亿美元为美联储直接持有的证券（占比约 94%），其中美国国债约 5.69 万亿美元、MBS 约 2.71 万亿美元，美联储持有国债和 MBS 到期获得的利息是其收入的主要来源。此外，美联储还会通过贷款工具及其他信贷计划工具等获得收入，但由于以上工具规模远小于美联储直接持有证券的规模（截至 2022 年 9 月 14 日，贷款工具总规模约为 198 亿美元，主街信贷计划便利净组合持仓约为 260 亿美元），因此，其他工具为美联储提供的收入较为有限。根据 2022 年二季度财务报表，美联储今年上半年总利息收入为 834.18 亿美元。

美联储的支出主要来自于其负债端对准备金和逆回购协议的付息以及运营费用。从美联储负债端来看，截至 2022 年 9 月 14 日，准备金余额规

模约 3.2 万亿美元，逆回购规模约为 2.5 万亿美元。由于美联储并不需要为流通中的货币这一规模约 2.3 万亿美元的负债支付利息，因此，美联储的支出主要是对准备金余额和逆回购协议余额付息。美联储今年上半年总利息支出为 141.76 亿美元。此外，包括雇员工资福利、养老服务费用、设备等运营费用也是美联储支出的一个重要部分，美联储今年上半年总运营费用达到 43.79 亿美元。

表 1：美联储资产负债表部分主要项目

资产端	负债端
储备银行信贷 Reserve Bank credit	流通中的货币 Currency in circulation
直接持有的证券 Securities held outright	逆回购协议 Reverse repurchase agreements
美国国债 US Treasury securities	财政现金 Treasury cash holdings
短期国债 Bills	准备金以外的存款 Deposits with F.R. Banks, other than reserve balances
名义中长期国债 Notes and bonds, nominal	财政部一般存款账户 U.S. Treasury, General Account
通胀连接中长期国债 Notes and bonds, inflation-indexed	外国官方机构存款 Foreign official
通胀补偿 Inflation compensation	其他存款 Other
联邦机构债务证券 Federal agency debt securities	准备金 Reserve balances with Federal Reserve Banks
住房抵押贷款支持证券 Mortgage-backed securities	
贷款 Loans	
一级信贷 Primary credit	
二级信贷 Secondary credit	
季节性信贷 Seasonal credit	
主街信贷计划便利净组合持仓 Net portfolio holdings of MS Facilities LLC	

资料来源：美联储官网，中信证券研究部 注：表中仅列出主要的规模较大项目，完整资产负债表参见美联储官网

影响美联储收入与支出的利率因素

从上述美联储收入与支出的分析中可知，利息是美联储收入和支出的主要内容，因此，利率的变化将对美联储收入与支出产生显著影响。美联

储经济学家 Alyssa Anderson 等在 FEDS Notes 的《美联储资产负债表的利率风险分析》中对该问题进行过详细论述，该研究在分析利率风险时提出两个要点[1]。

首先，利率对于美联储收入和支出的影响具有非对称性。在收入端，当利率上行时，美联储的实际利息收入并不会马上发生变化，只有当美联储对到期的国债和 MBS 进行再投资时，利率的上行才会为美联储带来更高的利息收入。在支出端，美联储加息会立即调整其管理利率，即提升为准备金余额和隔夜逆回购协议支付的利率水平，从而迅速增加美联储的支出。

其次，当前利息支出规模对于利率上行比疫情前更为敏感。利息支出的规模不仅与利率变化有关，还与付息负债的规模有关。疫情发生后，美联储负债端的扩张主要来自于逆回购和准备金规模的增加，逆回购和准备金在总负债中的占比由疫情前 47%左右的中枢水平提升至当前的 65%左右。因此，付息负债规模的增加也使得美联储当前的利息支出规模对利息上行更加敏感。结合利率对于美联储收入和支出非对称影响的特点，美联储净收入受到利率上行的负面影响更大。

图 1: 美联储资产负债表负债端变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

当收入大于支出时，美联储实现净收益，而净收益中的大部分资金将汇入美国财政部，当美联储出现净亏损时，则停止向美国财政部汇款，并计入递延资产项。近年来，随着美联储持有的美国国债和 MBS 持续位于高位，其获得的利息收入也逐渐增加，并持续向美国财政部汇款。以 2022 年上半年为例，尽管美联储大幅加息增加了利息支出规模，但是高达 8.4 万亿美元的直接持有证券还是为美联储提供了丰厚收益，2022 年上半年美联储总利息收入高达 834.18 亿美元，除去利息支出、其他损失、运营费用等，美联储业务净收入为 633.44 亿美元，最终汇入美国财政部 628.09 亿

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_46653

