

美联储的SOMA未实现损失意味着什么？

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

摘要：2018年5月，美联储公布了联邦储备银行2018年第一季度的合并财务报告，这是自2013年以来的首次，报告显示系统公开市场账户(System Open Market Account, SOMA)投资组合存在未实现损失，达4.62亿美元。对美联储来说，证券持有的未实现损失意味着什么？

preview：对美联储来说，证券持有的未实现损失意味着什么？

是否会影响美联储实现目标的能力？

是否会影响美联储向财政部的收益转移？

对纳税人有什么影响？

2018年5月，美联储公布了联邦储备银行2018年第一季度的合并财务报告，报告显示，这是自2013年以来的首次，系统公开市场账户(System Open Market Account, SOMA)投资组合存在未实现损失，达4.62亿美元。对美联储来说，证券持有的未实现损失意味着什么？

本文讨论了美联储的证券持有的各种估值方法，这些价值的意义，以及SOMA投资组合价值的预期演变。重要的是，正如下文所讨论的，SOMA投资组合未实现的头寸对美联储作为央行履行其财务义务、实现其价格稳定和最大就业的法定目标的能力没有影响；此外，这对美联储向美国财政部收益转移没有影响，最终证券持有至到期后，对美国纳税人也没有影响。

1. GAAP与美联储会计准则的差异

美联储遵循不同的会计原则，其中包括一种报告SOMA投资组合中所持证券价值的特定方法(有关储备银行会计政策基础的更多信息，请参阅技术附录)。在美联储每周发布的H.4.1报告中，SOMA中直接持有的证券按面值报告，而与这些证券相关的未摊销溢价和折扣则按单独的项目报告。在联邦储备银行的合并财务报告中，SOMA证券以摊销成本法进行报告。摊销成本法基于证券面值，根据购买证券的折价或溢价进行调整。折价或溢价是根据证券的预期寿命进行摊销的，以摊销成本为基础的证券价值等于买价总额减去已冲销的溢价或折价。证券到期时，美联储获得面值，在这一时点上面值等于证券的摊销成本。

在美国，上市公司和许多私人公司的财务报告都遵循美国公认会计准则(GAAP)。在GAAP下，在某些情况下，证券是以“公允价值”报告的。公允价值是指在计量日，即报表中报告的日期，市场参与者之间在有序交易中出售资产将获得的市价。因此，固定收益证券的公允价值是未来预期利率的函数，未来预期利率被用来贴现未来的票息和本金支付。在公允价值法中，证券市场价值的变化被确认为收益或损失，并影响公司的收益和资本状况。对于私人公司，其股权持有人对公司资产的价值有债权，公允价值法确保了财务报表反映公司的预期价值。

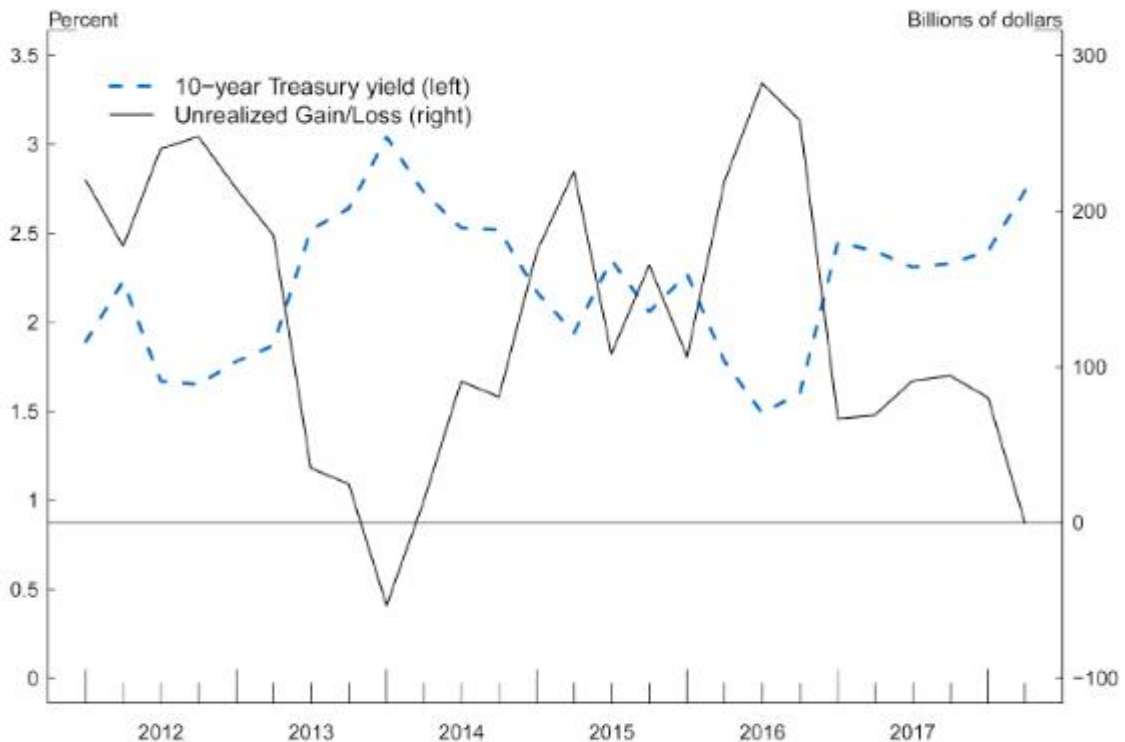
美联储是由国会创建的独特的非盈利实体。根据法律规定，任何美联储收到的超过用来支付费用和股息的、并超过68.25亿美元盈余的收入都将转移至财政部，这并不影响美联储的价值或资本状况。与私人公司不同的是，各成员银行持有美联储的股份，获得固定股息，并且对美联储的资产价值没有债权。使用公允价值法会造成美联储收入产生相当大的波动，因为其证券投资组合的价值随着时间的推移而波动。这一点尤其正确，因为美联储负债的价值与利率的关联程度并不相似。虽然证券的公允价值随利率的变动而波动，但美联储负债的相当一部分的估值却不会。例如，存款机构在美联储的准备金余额占美联储负债的很大比例，同事也对货币政策执行起着重要作用，但是它的价值却不取决于利率。相反，当SOMA证券被购买、出售或最终到期时，准备金余额的水平会发生变化。以摊销成本报告证券价值对央行更有意义，因为它在货币政策目的持有的证券数额与相应的准备金余额之间提供了更透明的联系。

2. 利率和未实现损益

尽管美联储以摊销成本报告SOMA证券持有，但出于信息目的，它也会报告SOMA投资组合的公允价值以及由此产生的未实现损益（指该投资组合的公允价值与摊销成本之间的差额）。如上文所述，SOMA中证券的公允价值随利率的变化而波动。目前，SOMA投资组合主要包括美国国债和机构抵押贷款支持证券(MBS)。因为国债和MBS的市场价格与利率成反比，当利率上升时，其他条件不变，所持SOMA证券的价值就会下降。SOMA证券的公允价值下降意味着未实现的损益头寸也将恶化，导致未实现收益减少或未实现损失增加。当利率下降时，情况正好相反。

下图显示了10年期美国国债收益率与SOMA未实现损益之间的反向关系。一般来说，在金融危机之后的几年里，SOMA投资组合显示出了巨大的未实现收益，这一方面是由历史上规模庞大的投资组合规模所驱动的，另一方面是在SOMA投资组合购买了许多证券后，长期利率已经下降。随后，由于长期利率的提高，SOMA在2013年出现了未实现损失，正如本文开头所指出的，最近一次出现在2018年第一季度。

Figure 1: 10-year Treasury Yield and SOMA Unrealized Gain/Loss Position



Source: Federal Reserve, H.15 Select Interest Rates, <https://www.federalreserve.gov/releases/h15/>; Federal Reserve, Federal Reserve Banks Combined Quarterly Financial Report and Federal Reserve Banks Combined Financial Statements.

一般而言，计算证券组合的公允价值以及由此产生的未实现损益头寸，可能需要对标的证券的预期支付流进行一定程度的估计。由于美国国债是一种流动性很强的资产，因此能够获得每一个国债的市场价格。然而，为了计算SOMA投资组合中机构MBS的公允价值，基于模型的估值是必需的，因为基础抵押贷款中嵌入了预付款期权。不同的预付模式结构和假设可能导致不同的基于模型的估计。这意味着不同来源计算的公允价值可能不同。

3. 货币政策和SOMA损益

当证券被出售或收到MBS偿付款时，这些交易的收益或损失就会实现，并影响美联储的净收入和汇入国库的款项。任何已实现的收益和损失都记录在美联储财务报告的合并经营报表的非利息收入部分。近年来，操作台进行的仅有的SOMA证券出售是出于小规模测试目的，其产生的任何收益或损失都不会对净利润产生重大影响。然而，在一些案例中，SOMA有大量证券在到期前被出售，这些出售影响了美联储的净收入和向财政部的汇款。其中一个例子就是展期计划(Maturity Extension Program, MEP)，根据该计划，美联储在2011年9月底至2012年底期间出售或赎回了近7000亿美元的短期美国国债。由于当时的利率低于最初购买这些证券时的水平，美联储因此在2011年和2012年分别录得23亿美元和133亿美元的净收益。

展望未来，联邦公开市场委员会表示，预计证券销售不会成为资产负债表正常化计划的一部分。特别值得一提的是，在2014年公布的政策正常化原则和计划中，FOMC宣布，它打算“以循序渐进和可预测的方式减少美联储的证券持有量，主要是通过停止对SOMA中持有的证券的本金再投资。”因此，这种策略意味着美联储的国债将一直持有到到期，届时美联储将获得这些证券的面值，从而不会实现任何收益或损失。与持有美国国债不同，美联储持有的MBS存在提前偿付风险（prepayment risk）。MBS本金的提前偿付可能导致较小的已实现收益或损失，因此，与SOMA投资组合中价值较小的证券出售类似。在利率下降的环境下，本金提前偿付很可能会增加，但由于提前偿付而产生的损失不太可能严重影响美联储的整体净收入。在利率不断上升的环境下，提前偿付将受到抑制，导致MBS已实现损失减少，即便MBS的公允价值将下降。然而，该原则和计划也指出，对于机构MBS，“从长期来看，可能会保证有限的出售，以减少或消除剩余持有。”如果在这种情况下发生出售，那么与任何出售相关的已实现收益或损失将影响净利润。

即使在美联储在到期日之前出售大量证券并因此造成相当大的实际损失这一极不可能发生的假设情况下，美联储仍有能力履行其职责和财务义务。特别地，从货币政策的观点来看，损失本身不会影响存款机构在美联储的准备金数量，也不会影响货币政策的执行。此外，在不太可能发生的情况下，即已实现的损失大到足以导致储备银行的总体净收入损失，美联储仍将履行其财务义务以支付运营费用。在这种情况下，向财政部的汇款将被暂停，一项递延资产将被记录在美联储的资产负债表上，这代表了储备银行在恢复向财政部汇款之前需要实现的对未来净收益的要求。因为大部分的美联储负债是由联邦储备券组成的，其不产生利息费用，并以生息国债和机构MBS为抵押，美联储不太可能将总体净亏损头寸维持很长时间。

重要的是，我们最后强调，没有理由相信政策行动会受到美联储净收入的影响。事实上，美联储投资组合的公允价值及其收益或损失，并不影响其作为国家中央银行履行职责的能力。中央银行的职责是执行货币政策，以实现其法定的最大就业和稳定物价目标。

技术附录

公认会计准则(GAAP)的会计原则是由会计标准制定机构(如财务会计准则委员会)制定的。然而，这些机构并没有制定具有国家央行独特权力和责任的实体的会计准则。有鉴于此，美联储理事会制定了专门的会计原则和做法，认为这些原则和做法适合中央银行。这些会计原则和惯例被记录在由理事会发行的联邦储备银行财务会计手册(<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/financiaccounting-manu-federalreserve-banks.htm>)中。所有12家区域储备银行都必须采用和采用与该手册一致的会计政策和做法。各个储备银行的财务报表被合并成联邦储备银行的财务报表。12家储备银行独立运作，但在美联储理事会的监督下。

来源：Bonis, Brian, Lauren Fiesthumel and Jamie Noonan (2018). "SOMA's Unrealized Loss: What does it mean?," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, August 13, 2018, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2234>.