

# 类货币资产之供给

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。

纽联储Simon Potter近日在美国经济协会费城会议上发表演说，探讨了与央行的资产负债表、安全资产的短缺及类货币（money-like）资产之供给相关的问题。我们将其精要内容整理如下，欢迎阅读！

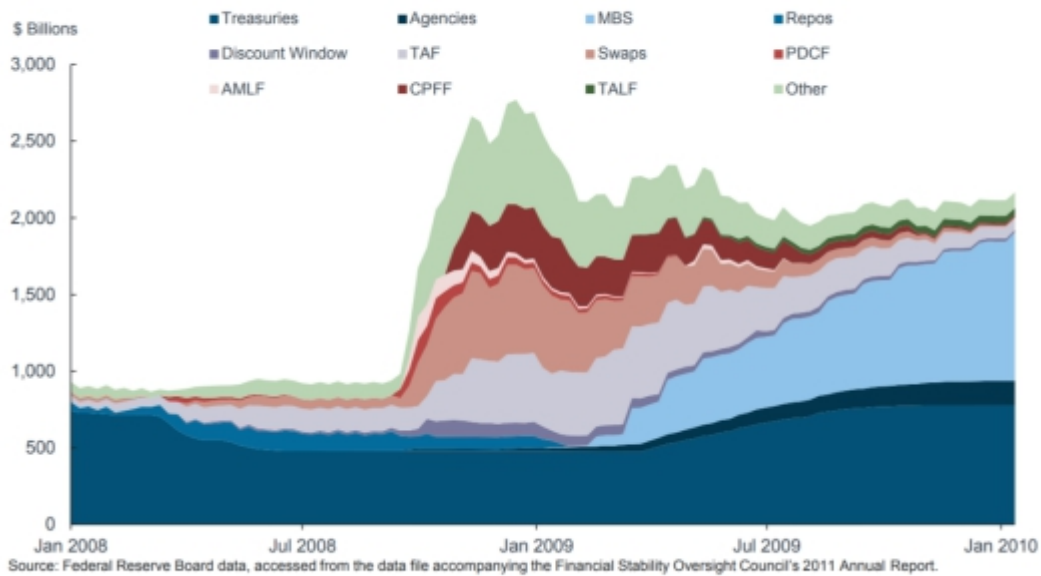
## 一、安全资产VS类货币资产

演说伊始，Potter开宗明义地指出了安全性（safety）与类货币性（money-likeness）之间的区别：

“安全性指某种资产不存在实际的或可感知到的风险敞口，包括信用风险、对手方风险、利率风险与市场风险；而类货币性则意味着某种资产不具信息敏感性，即，当利用该资产进行交易时，经济活动中的代理人不需要担心它的未来价值——至少在短期内及全球大部分国家内是如此。所以，类货币资产往往是不具信用及对手方风险的短期、流动性资产，且承诺以名义固定价值进行支付。”

从Potter的上述定义来看，类货币资产的流动性属性似乎更加重要。而在一国金融体系中，有一个机构具有独一无二地可以迅速创造大规模兼具安全性与类货币性资产之能力，这就是央行，这种能力在危机期间尤显重要，因为在私人供给的流动性降低的同时，出于审慎需求而增加的流动性量显著提高。下图便显示了08危机以来，联储为此进行的资产债务表规模之扩张：

Figure 1: Federal Reserve Assets



## 二、类货币资产供给的两种形态

随后，Potter开始论述类货币资产供给的两个源头，即私人部门与公共部门。

### （一）私人部门：银行存款、货币基金

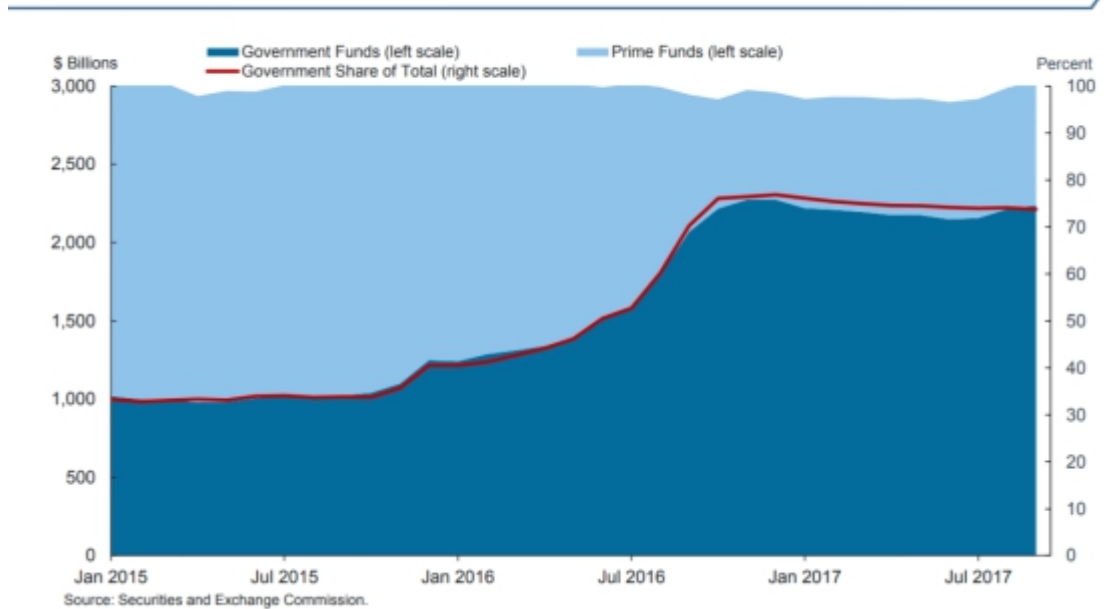
传统上，银行通过发行存款的方式供给私人货币资产。而在当下，非银部门，如主要货币基金（MMFs），亦可供给类货币资产。但是，**由于私人部门供给类货币资产过程中往往涉及期限与流动性转换，因此亦对金融稳定造成了潜在风险。**所以，监管及防范措施（如FDIC、LCR等）在其中发挥了不可或缺的重要作用。

Potter举了一个MMFs监管改革的例子：

“2016年10月起，主要MMFs被要求在特定条件下，在投资者寻求兑付（redemptions）时，须支付一笔流动性费用，或设置门槛（gates）停止兑付。此外，MMFs份额（shares）的定价不再根据固定的净资产值（NAVs），而是根据其投证券的市价。”

**监管部门通过限制主要MMFs的流动性及“以名义固定价值支付”的属性，削弱其“类货币性”以减小风险。**监管启动后，超过1万亿美元由主要MMF部门流向政府MMF部门：

Figure 2: Money Market Fund Assets by Fund Type



不过，Potter指出，这次资金流动与08危机时的流动有3大区别：

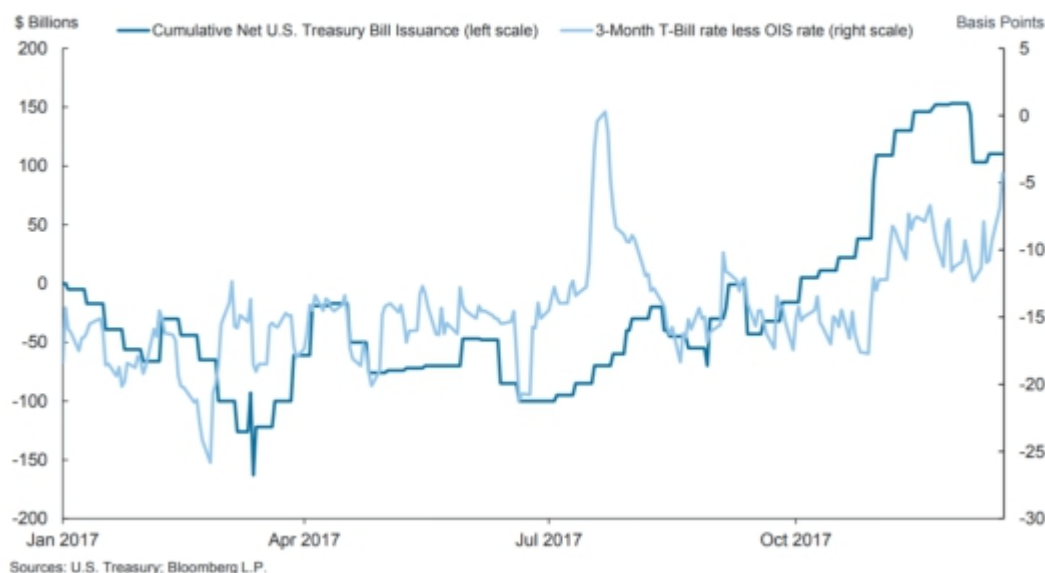
“（08危机时）虽然外流出主要MMFs的资金量很大，但在主要MMFs获得担保后这些资金立刻回流；08年的资金流动多发生在不同共同基金系列（family）之间而非之内——出于对特定对手方风险的担忧；且当时资金多蜂拥流向政府MMF产业下的分支中（投资于最安全的国债及国债抵押回购）。”

**这3大区别亦表明，常态下，投资者对类货币资产需求更旺；而在危机中，投资者则对安全性要求更高。**

## （二）公共部门：中央银行

有观点认为，公共部门也应介入提供更多类货币资产，但亦有质疑声称这会压低短期证券收益率，继而削弱私人部门发行类货币资产之激励，这从下图2017年底，随着美债供给之增加，3月期美债与OIS利差之缩窄可见一斑：

### Figure 4: Cumulative Bill Issuance and Bill/OIS Spread



不过Potter本人偏向于认为，央行（公共部门）有责任在常态下利用其资产负债表抚平类货币资产供需之波动，他以联储为例，首先表明：

“2008年10月引入的IOR（准备金利息）与2013年创设的ON RRP（隔夜逆回购）非常关键，因为它们使联储在不顾资产负债表规模的同时可以对隔夜利率实行控制。”

下表5显示了2007、2017年与2025年（预期）中联储的资产负债表规模及结构：

### Figure 5: Federal Reserve Liabilities

| Date                      | \$ Billions      |                       |                                |                       |                          |
|---------------------------|------------------|-----------------------|--------------------------------|-----------------------|--------------------------|
|                           | Reserve Balances | Federal Reserve Notes | RRPs (foreign official sector) | RRPs (private sector) | Treasury General Account |
| August 01, 2007           | 17               | 777                   | 32                             | 0                     | 5                        |
| December 27, 2017         | 2,176            | 1,569                 | 239                            | 148                   | 186                      |
| Expected Average in 2025* | 600              | 2,200                 | 200                            | 100                   | 300                      |

\*Based on median responses to the December 2017 Survey of Primary Dealers and Survey of Market Participants, conditional on not moving to the zero lower bound before the end of 2025.

Sources: Federal Reserve Board; Federal Reserve Bank of New York.

Potter继而论述道：

“危机前，联储供给的除了通货（currency）外的类货币型资产在当时的货币政策框架下对短期利率的控制力上无足轻重。银行系统内的准备金，以及其他负债——比如财政部账户余额及外国央行的隔夜投资，都非常有限，且日间数量之变化被严格管控。而在现行框架下，联储的非通货型隔夜负债数量庞大，且联储允许数量大幅波动，以调和（accommodate）私人部门内的供需波动。”

接着，Potter对当下联储主要的三种类货币型资产（银行准备金、隔夜逆回购、财政部账户）分别作了分析，首先是银行准备金：

“当下，银行准备金十分充裕，这有利于批发支付系统的效率及安全……**通过大量的准备金余额满足了LCR监管要求的银行，相当于将高质量流动性资产‘释放’了出来以供私人部门的其他主体使用。**”

其次是隔夜逆回购：

“近年来，与外国央行有关的隔夜逆回购数量猛增，这部分是由于投资限制解除后对ONRRP的强劲需求所致，部分则是因为新的监管条件下私人部门持有即时可兑存款付出的代价更大。”

“此外，作为新工具的ON RRP亦对非银部门开放。该项工具在支持利率控制之外，**还可以给私人部门在因应新的监管条件时提供一定的缓冲空间。比如，货币市场基金改革期间，随着资金从主要货币基金流向政府货币基金，主要货币基金往往利用ON RRP在投资者要求兑付之前将资金投放在此以获得较高流动性，而政府基金亦利用ON RRP临时性地吸收新投资。**”

再次是财政部一般性账户（Treasury General Account, TGA）：

“近年来，由于美国财政部出于审慎考量希望积攒一个更稳健的资金缓冲垫（覆盖5个工作日的资金外流，至少1500亿美元），TGA余额也在迅速增长……**由于这些资金大都靠增发的短期国债融资，所以这也增加了面向私人部门的类货币资产之供给。**”

最后，Potter总结道：

“在非常时刻，央行具有独一无二地创生被视为安全资产的类货币资产之能力。**在常态下，金融监管乃是管控私人部门类货币资产创生中的附带风险之最好工具，但央行在此中也应当发挥利用其资产负债表发挥平抑由类货币资产之供需冲击带来的波动之职责。**”

翻译：张纬杰

## 参考资料：

---

Simon Potter, The Supply of Money-Like Assets, Federal Reserve Bank of New York, 2018.01.06.