

美联储合意的最终资产负债表规模究竟有多大？

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。

Mikko的导语

我们今天来回顾美联储理事Quales在去年5月的演讲，我认为，这和联储1月议息会议上公布的增补内容紧密相关，当下联储考虑资产负债表最终规模的原因不再是因为QE（或者其他什么非常规货币政策），而是在思考一个基本问题——如果联储维持当前准备金充裕的利率下限体系框架，那么资产负债表的规模和结构就不可能和危机前一致，因为危机前联储通过准备金的供应管理来实施货币政策，目前则不再通过调整供应来实施政策。这才由此带来了缩表的问题——因为缩表的目标不是简单的逆QE进程，回到08年危机前的状态，而是可能与新的常态产生了矛盾。如果新常态就应该是维持一张臃肿的资产负债表的同时通过利率下限体系来实施货币政策，那么缩表就要给新常态让路。请注意，**这不代表回到QE和其他非常规货币政策主导的状态，也和鸽派/鹰派没有关系。**

以下内容为Quales的演讲部分摘录，篇幅比较长。

.....在这样的背景下，货币政策制定者面临的一个相关问题是，**银行可能希望持有的在美联储的准备金余额是多少，以及LCR（流动性覆盖比率）会如何影响银行的准备金需求，从而影响美联储资产负债表的长期规模？**政策制定者早就意识到监管可能对准备金需求以及美联储资产负债表的长期规模产生的潜在影响。当然，监管对银行行为的影响只是影响决策者决定美联储资产负债表的适当长期规模的众多因素之一。特别是，为了强化政策正常化原则和计划，FOMC在2017年6月表示，它目前预计随着时间的推移，**准备金余额的数量将明显低于近几年的水平，但比金融危机爆发前要大；**此外，FOMC还指出，这一水平将反映银行体系对准备金余额的需求，以及FOMC关于如何在未来最有效率地执行货币政策的决定。

*背景及专业词汇信息补充：

流动性覆盖率（LCR-Liquidity Coverage Ratio）。流动性覆盖率旨在确保银行在设定的（30天）严重融资压力情境下，能够将无留置（没有质押）的优质流动性资产（HQLA-high quality liquid assets）维持在适当水平，并通过变现这些资产来满足未来30日的流动性需求。它被定义为优质流动性资产储备（分子）与预期流动性压力期间的现金净流出量（分母）的比率。初始最低要求为60%，自2015年1月开始生效，于2019年前逐步提升至100%。

高质量流动性资产（high-quality liquid assets）的定义将符合条件的资产划归为两个类别（一级和二级）。可以不受限制地纳入一级资产的资产包括巴塞尔II资本计算中那些风险加权系数为零的资产，譬如**现金、中央银行准备金和国债**（可能受制于折价）。二级资产，在资本缓冲中的占比不得超过40%，包括资本风险加权系数低且信用评级高的非金融企业债和资产担保债券，受制于15%的折价。（在特定情况下，监管者可以选择其他资产类型，称作2B级，在高质量流动性资产中的占比不得超过15%，并且其折价为25%或更高。）

有鉴于此，首先检查银行目前的准备金持有量是有助益的。图1描绘了从金融危机前迄今为止的美国银行体系的准备金余额总量。正如你所看到的，目前的准备金余额大约是两万亿美元——比金融危机前的水平高出许多量级，这是美联储大规模资产购买计划和量化宽松（QE）政策的结果；图中的垂直线显示了实施LCR的关键日期，包括巴塞尔III首次在国际上引入监管规定，随后在美国分两步实施。从图中得出的一个关键结论是，在LCR引入实施期间，**美联储正在向银行体系注入大量的准备金，这两个变化基本上同时发生。因此，银行整体目前使用准备金余额来满足相当一部分LCR要求。**此外，由于这些变化一起发生，因此有理由得出这样的结论：当前的环境对银行准备金余额的基本需求可能无法提供太多信息。

*量化宽松，即美联储在危机后实施的非常规货币政策。在实施量化宽松时，美联储在资产端增加国债和MBS（向市场买入），买入的同时，负债端记一笔银行准备金（置入流动性）。美联储购买的国债和MBS越多，其准备金（负债）——对应银行体系的准备金存款就越多。

*准备金的基本需求，这里的基本需求对应上文的监管需求，即HQLA和LCR指标的需求，由于现在准备金的性质出现变化，因此作出这样的区分很重要，以前，银行通过准备金进行银行间的支付和结算，但目前，准备金的性质变了，银行需要贮藏准备金来符合监管要求。基本需求，即银行持有准备金的原生需求，而监管需求，即为了应对监管指标的新增需求。

Figure 1: Reserve Balances



Note: LCR is Liquidity Coverage Ratio.

Source: Federal Reserve Board, Statistical Release H.4.1, "Factors Affecting Reserve Balances," <https://www.federalreserve.gov/releases/h41>.

但现在情况正在改变，尽管变化非常缓慢。去年10月，美联储开始**渐进且可预测地**缩小其资产负债表的规模。缩表政策的实施减少了银行体系内的准备金余额（降低再投资）。到目前为止，在该计划的头7个月之后，美联储已经减少了约1200亿美元的证券持有量，相对于其资产负债表的剩余规模，这一缩减的数额相当有限。因此，银行系统的准备金水平仍然相当丰富。

*再投资：即美联储在量化宽松以后实施的补充政策，由于国债和MBS在偿付后（政策减，负债减，进而缩表），准备金量会下降，因此美联储为了维持资产负债表和银行体系的流动性水平，故不断地对到期的证券进行再投资。当再投资量减少的时候，资产负债表就开始缩减。

那么，还有多少准备金余额可以被消耗，美联储的资产负债表将会变得多小？让我强调，**这个问题具有高度投机性（预测性）**——**我们没有事先决定美联储资产负债表的长期规模，也没有明确掌握银行对准备金余额的长期需求。**事实上，联邦公开市场委员会曾表示，它希望在资产负债表常态化的过程中更多地了解准备金的基本需求。

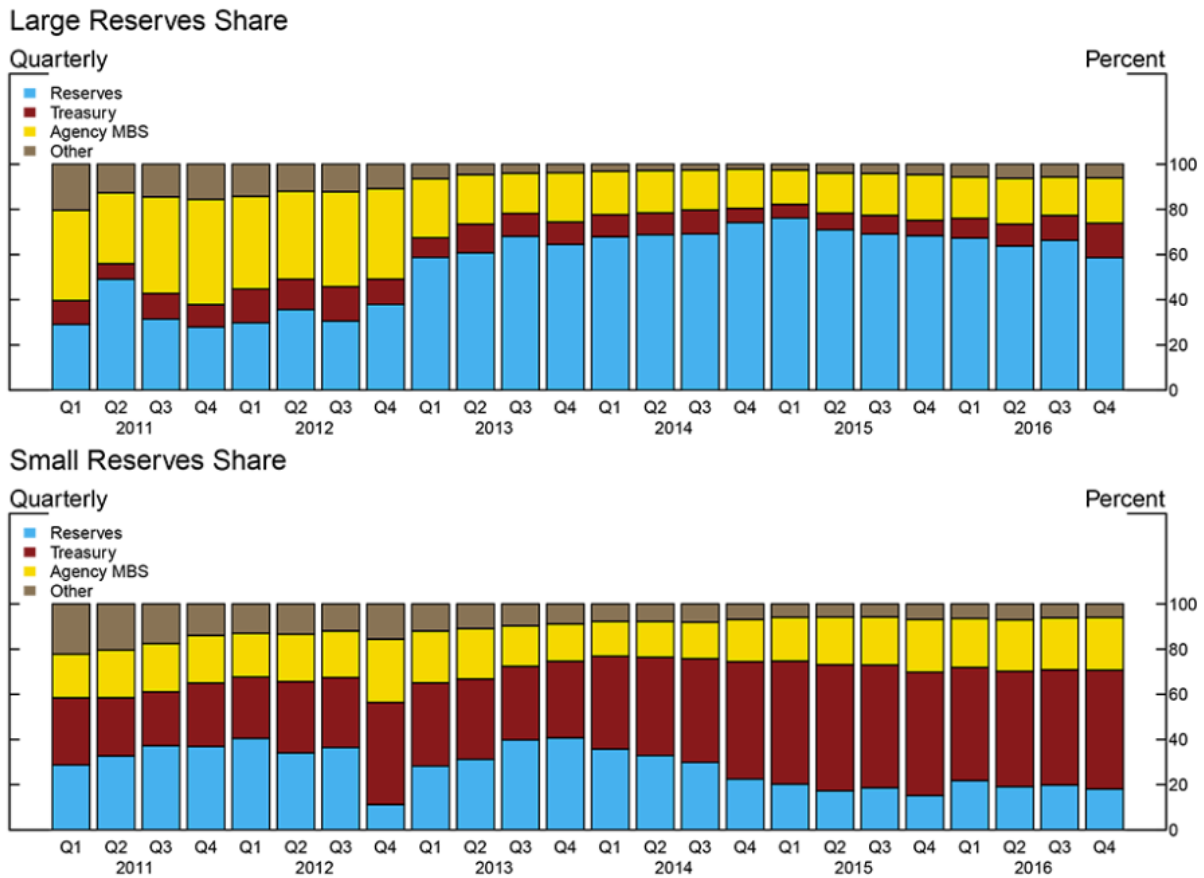
理论上，银行对美联储准备金余额减少的反应可能采取几种不同的形式。随着美联储减少证券持有量，其中很大部分是美国国债，银行可以很轻易地以持有国债来替代准备金余额的减少，从而保持LCR基本不变。根据这一思路，由于央行准备金余额和国债在LCR的地位相同，在满足监管要求方面，银行应该基本上对待这两项资产没有很大区别。在这种情况下，相对收益率鲜有调整，准备金减少且国债持有量相应增加导致。

*此处的相对收益率指的是国债和准备金的收益率存在差异——虽然两者都是HQLA，但它们存在收益率的差别，准备金的利率是美联储的超额存款准备金利率（IOER）。

另一种说法是，银行可能对其流动资产的构成有特别的偏好。由于银行是利润最大化的实体，**它们可能会比较符合HQLA标准的各种资产的收益率，以确定持有多少准备金**。如果相对资产回报率是准备金需求的主要驱动力，那么HQLA的各类利率将持续调整，直到银行持有了合意的可用准备金。

美联储理事会工作人员的最近研究表明，各银行目前在满足LCR要求的途径中（包括选定的准备金余额数量），**显示出相当程度的异质性**。下图的上下面板代表两个大银行是如何满足HQLA要求的。在每个面板中，蓝色部分表示准备金余额在HQLA的份额，而红色、黄色和棕色分别表示由国债、机构MBS和符合HQLA资格的其他资产的份额。尽管持有的HQLA总额相近，但两个银行的HQLA组成差异非常大，上面板的银行持有了更多的准备金。这一发现表明，**很可能没有一个代表性的银行能够捕捉银行准备金余额需求的行为模式**。

Figure 2: Reserve Balance Concentration in HQLA



Note: Key shows bar segments in order from bottom to top. HQLA is high-quality liquid assets; MBS is mortgage-backed securities; Other is other HQLA-eligible securities.

Source: Jane Ihrig, Edward Kim, Ashish Kumbhat, Cindy M. Vojtech, and Gretchen C. Weinbach (2017), "How Have Banks Been Managing the Composition of High-Quality Liquid Assets?" Finance and Economics Discussion Series 2017-092 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, August; revised February 2018), <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2017092r1pap.pdf>.

我们在银行行为中看到的一些差异可能与银行的流动性需求和偏好有关。事实上，银行通过考虑内部流动性目标来部分地管理资产负债表，而内部流动性目标取决于银行不同业务条线的具体需求与银行管理偏好之间的相互作用。无论如何，这一情况说明了理解**银行对准备金余额的基本需求是复杂的**，对于这个话题，更多的研究对决策者来说是很有价值的。

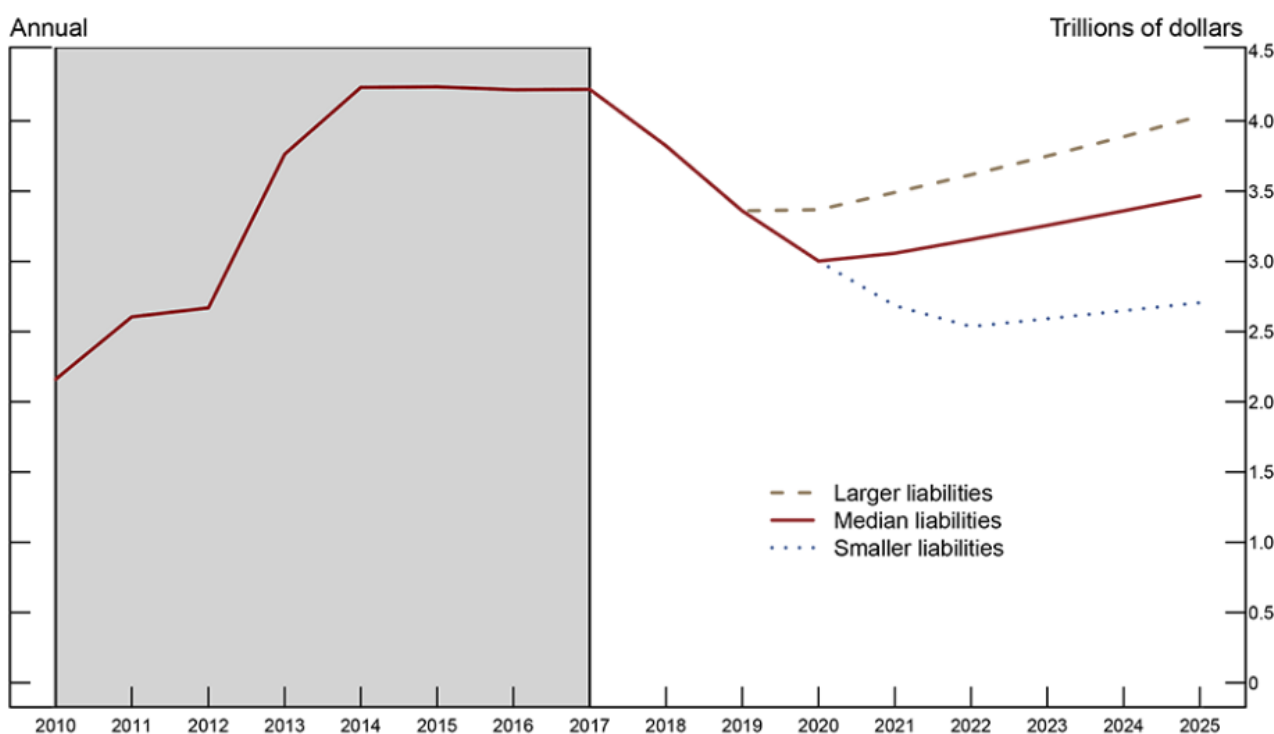
那么，这一发现对银行需求的长期准备金余额水平有何影响？答案是存在很大的不确定性。事实上，2017年12月，纽约联储对一级交易商和市场参与者进行了调查，征求他们对预计2025年会达到的准备金水平的看法。所有受访者都认为，长期的准备金余额水平将远远低于目前超过2万亿美元的水平。此外，人们似乎普遍认为，长期的准备金水平将大大高于金融危机之前的水平。但即便如此，受访者看法的差异较大，**约有半数受访者预计这个水平在4000亿美元到7500亿美元之间**。

还必须指出的是，即使不考虑银行对准备金的长期需求，美联储的资产负债表也将比危机前还要大。原因在于，美联储资产负债表的最终规模也取决于美联储一系列更广泛的负债项的发展情况。其中一项负债是流通中的美钞（即纸币），在过去十年里，这一项的规模翻了一番，达到1.6万多亿美元，其增长速度总体上反映了名义上经济活动的扩张速度。相比之下，当我2006年离开财政部时，纸币总额还不到8000亿美元。自危机以来，其他非准备金金负债也有所增加，包括财政部在美联储的账户，即财政部一般账户（Treasury's General Account, TGA）。近期此类项目的增长意味着，美联储资产负债表的长期规模将明显大于危机之前，不管最终准备金余额数量如何。

*财政部的账户通常反映了美国的财政资金需求，作为公共部门，美国财政部的支出义务是已经被确定了，因此，一旦财政部的支出扩张，那么就会从银行体系内虹吸走流动性——即发行国债以吸走准备金，转变为财政部在美联储的存款。财政部的存款来源可能是存量的——来自于银行体系的准备金，也可能来自增量（直升机撒钱）。

综合各种因素，图3说明了美联储资产负债表的整体规模可能如何演变。鉴于我所描述的不确定性，我选择了三种不同的情景，取自纽约联储公布的最新年度报告。这些情景突显出美联储的国内证券投资组合的长期规模——也称为系统公开市场账户（System Open Market Account, SOMA，占美联储资产的绝大多数）——将如何受未来准备金水平和非准备金负债演变的影响。这些假设基于我刚才描述的调查结果，因为这些调查还要求受访者预测美联储资产负债表上除准备金以外的若干负债的可能的较长期水平。图中红色(中间)线所表示的“中位数”情景，是基于第50百分位的调查结果，而金色虚线(顶部)和蓝色虚线(底部)所表示的“较大”和“较小”情景，则分别基于第75百分位和第25百分位。

Figure 3: Projected SOMA Domestic Securities Holdings: Alternative Liabilities Scenarios



Note: Figures are as of year-end. Figures for 2010 to 2017 (shaded area) are historical settled holdings. Smaller and larger liabilities are based, respectively, on the 25th percentile and 75th percentile responses to a question about the size and composition of the Federal Reserve's long-run balance sheet in the Federal Reserve Bank of New York's December 2017 Survey of Primary Dealers and Survey of Market Participants. Projected figures are rounded. SOMA is System Open Market Account.

Source: Federal Reserve Bank of New York (2018), *Open Market Operations during 2017* (New York: FRBNY), <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/omo/omo2017-pdf.pdf>.

这表明，随着国债和机构证券继续从美联储的投资组合中到期，美联储的证券持有量预计今年（2018年）将下降约4000亿美元，明年还将下降4600亿美元。上图反应了联邦公开市场委员会（FOMC）所预计的资产负债表重新开始扩张的节点，以支持纸币等负债项目的基本增长。

随着准备金因缩表的消耗和资产负债表的萎缩，美联储将监控什么？我首先要强调的是，美联储监控金融市场的原因有很多，所以我无意暗示我们会采取与我们通常做法迥然不同的行动。**随着准备金的消耗，我们将要评估银行如何管理资产负债表并满足LCR、观察准备金在银行体系内分布的演变，以及任何银行持有的HQLA合格资产的大规模变化（包括美国国债和机构抵押贷款支持证券）。**

在银行负债方面，我们将密切关注**存款的数量和构成**，因为银行有理由随时间推移，逐步比其他银行持有更多某些类型的存款。特别是，银行对零售存款的需求尤其大，因为它们在LCR下得到了最优惠的待遇，而且往往成本相对较低。

自危机以来，零售存款增长相当可观，特别是考虑到长期实行低利率和宽松的货币政策，限制了银行争夺这种最稳定的存款形式的竞争力。然而，利率上升和美联储不断萎缩的资产负债表，加上银行持续满足LCR的需要，可能会改变这些竞争态势。

当然，重要的是，随着美联储资产负债表的缩减，存款不一定会随着准备金余额一比一地减少。美联储资产负债表缩水的总体影响将取决于谁最终取代美联储来持有这些证券，也取决于其他经济主体最终作出的全方位投资组合调整。

我们还将监测利率的变动。在某种程度上，我们将追踪银行用于满足LCR要求的各种资产的收益率和利差是如何变化的。**例如，如果一些银行希望继续用准备金来满足相当一部分LCR要求，那么美联储资产负债表的减少以及相应的总准备金减少最终会给有效的联邦基金利率和国债收益率带来上行压力。**如果某些银行最终发现，他们在某一特定利率下持有的准备金少于预期，并因此开始竞购更多联邦基金，同时出售美国国债或其他资产，这种情况就可能发生。利率将进行上行调整，直到银行对持有银行系统中相对较少的准备金不再敏感。

总体而言，我们将进行监测，以确保美联储向银行体系提供的准备金水平——影响银行资产和负债的构成和市场利率——提供了理想的货币政策立场，以实现我们的双重目标：最大化就业和价格稳定。当然，我们需要非常仔细地了解这些领域任何重大变动背后的确切因素，因为与美联储资产负债表政策无关的因素也可能导致此类调整。

原文：[Liquidity Regulation and the Size of the Fed's Balance Sheet](#)