

交銀金融

2023 年 10 月號 第 183 期

環球金融市場部研究組

美聯儲貨幣政策執行情況及美國金融環境簡析

摘要

- 美聯儲貨幣政策目標是實現「最大就業、價格穩定及適度的中長期利率」，其貨幣政策執行框架包括設定政策利率及進行公開市場操作。
- 2008 年金融危機之後，美聯儲大規模量化寬鬆及迅速擴充資產負債表，準備金由稀缺轉變為充裕，美聯儲構建了新型利率走廊機制。
- 本輪加息周期的緊縮效應主要體現在隔夜逆回購操作規模的下降，銀行體系準備金餘額反較年初有所上升。
- 截止 2023 年 9 月底，美聯儲實際縮表規模低於計劃上限，但未來美聯儲採取主動縮表的可能性較低。
- 美國商業銀行資金來源總量較穩定，流動性情況較去年更寬鬆，信貸投放雖然初步呈現降速換擋勢頭，但整體滯後於美聯儲貨幣政策。
- 芝加哥聯儲金融環境指數反映當前美國金融環境與本輪緊縮周期之初期相若，且比 1973 年以來的歷史平均狀況更寬鬆。

一、美聯儲貨幣政策執行情況簡析

1、美聯儲貨幣政策總體框架

- 美聯儲貨幣政策目標是實現「最大就業、價格穩定及適度的中長期利率」：美聯儲公開市場委員會根據宏觀經濟具體情況決定其貨幣政策立場將是「鼓勵性的」或「限制性的」，並將決策交由紐約聯儲的公開市場交易台執行。美國的貨幣政策主要是通過調整聯邦基金目標利率來影響實體經濟的融資成本，並傳導至企業與家庭的經濟決策中，最終通過鼓勵或抑制總需求，來完成其維持價格穩定與實現最大就業的雙重使命。
- 具體來看，美聯儲貨幣政策的執行框架包括以下兩大方面的內容：一是設定聯邦基金利率區間，通過設定政策利率上下限（準備金餘額利率及隔夜逆回

購利率)來確保實際有效聯邦基金利率處於目標區間內。二是通過紐約聯儲的公開市場交易台交易有價證券(停止 SOMA 持有證券本金再投資、直接買賣有價證券或附回購協議)，調控美聯儲資產負債表的結構與規模。

2、美聯儲利率政策具體執行情況

- **金融危機之後，美聯儲開啟無限量寬並迅速擴表，由「準備金稀缺」轉向「準備金充裕」：**2008年金融危機前，準備金相對稀缺，美聯儲主要通過公開市場操作來實現政策目標。2008年美國次貸危機引發全球金融海嘯，為維持市場穩定、幫助金融體系修復信心，美聯儲開啟了無限量化寬鬆政策(簡稱QE，即大規模資產購買計劃)，令準備金餘額從之前平均的數十億美元迅速擴大到萬億規模。2020年，為緩解新冠疫情給經濟帶來的嚴重衝擊，美聯儲再次開展大規模QE，令準備金餘額在2021年底升至創紀錄新高的4.276萬億美元，這令美聯儲在傳統政策框架下通過公開市場操作影響拆借利率變得較為困難：小規模公開市場操作難以影響市場利率，大規模市場操作容易對國債及按揭抵押證券(MBS)市場整體供求造成較大衝擊，為適應準備金充裕的新情況，需要構建新型的政策利率框架以維持貨幣政策的有效性。
- **美聯儲構建了新型利率走廊機制，令存款準備金餘額利率及隔夜逆回購利率成為政策利率的實際上下限：**首先，美聯儲自2008年10月起對銀行體系法定及超額準備金餘額進行付息(IORR與IOER)，其後在2021年最新修訂的《條例D》中該兩項被合併為單一的存款準備金餘額利率(IORB)。作為無風險的生息選擇，IORB理論上是政策利率的下限，因為當市場利率低於IORB，銀行便缺乏動力拆出準備金。但在實際操作中，由於貨幣市場基金、政府支持企業等無法從美聯儲獲得存款準備金利息的非銀行金融機構仍會以低於IORB的利率拆出資金，並為銀行等機構帶來套利的機會，所以IORB在實際操作中成為了政策利率的上限。
- **其次，在2014年9月宣佈的《貨幣政策正常化原則及計劃》中，美聯儲公開市場委員會稱將運用隔夜逆回購工具(0/N Reverse Repo, RRP)作為調控聯邦基金利率的輔助工具。**隔夜逆回購是美聯儲與合資格機構進行隔夜附買回證券操作，回收市場短期過剩的流動性並支付隔夜利息。由於隔夜逆回購對大多數金融機構開放，因此當聯邦基金利率低於隔夜逆回購利率時，機構便缺乏動力將資金在市場拆出，從而為聯邦基金利率提供了向上壓力。因此，隔夜逆回購利率形成了聯邦基金利率的政策利率下限。
- **從政策利率變動情況來看，本輪加息周期開啟以來，有效聯邦基金利率累計上升了529個基點：**2021年至2022年間，美國通脹持續飆升，CPI同比升幅在2022年6月達到四十年高位9.1%。為壓抑通脹，自2022年3月初至2023年9月底，美聯儲已累計加息11次共計525個基點。截止2023年9

月末，聯邦基金目標利率區間已從 0%-0.25%提升至 5.25%-5.50%。隔夜逆回購利率、存款準備金利率同期均提高了 530 個基點，分別從 0%與 0.1%升至 5.3%與 5.4%。二者差值即利率走廊寬度穩定在 10 個基點左右，而聯邦基金有效利率 (EFFR) 也自 2020 年 4 月的低位 0.04%升至當前的 5.33%，累計升幅達到 529 個基點。

- ❹ 從利率型工具實際交易情況來看，美聯儲隔夜逆回購交易量創歷史新高後有所回落：自疫情爆發以來，紐約聯儲隔夜逆回購工具使用量開始迅速增長，其規模在 2021 年 7 月突破萬億，並在 2022 年底升至創歷史新高 2.55 萬億後持續回落至 9 月底的約 1.5 萬億美元。整體來看，隔夜 RRP 工具使用量的擴張早於美聯儲的加息周期，而達峰值時間則晚於美聯儲開啟縮減資產負債表約半年。原因之一在於，美聯儲在 2021 年下半年已開始釋放出政策轉向信號，面對利率即將快速上升的前景，投資者盡可能縮短所持資產的到期期限，導致前期量化寬鬆釋放的大量流動性在避險情緒驅動下湧入隔夜逆回購市場，以便在未來利率上升時投資者可以更靈活地配置現金；二是 2022 年美國國債供應較為短缺，貨幣市場基金通常將流動性大量配置在短期國債上，但有限的供應把資金推向 RRP 市場。除此以外，今年 3 月起，美聯儲為緩解地區性銀行業風險，擴大了對商業銀行的信貸支持，這在某程度上也減慢了今年的縮表節奏。
- ❺ 今年以來美聯儲持續量化緊縮 (QT) 及國債增發帶來的緊縮效應主要體現在隔夜逆回購操作規模的下降上，銀行體系準備金餘額反較年初有所增加：自美聯儲開啟本輪政策緊縮以來，銀行準備金餘額已從 2021 年底的峰值 4.276 萬億美元回落至 2022 年底的 3 萬億美元水平。不過該指標在 2023 年 3 月美聯儲因銀行危機而放鬆信貸後一度回升至 3.44 萬億美元，其後大部分時間徘徊在 3.1 至 3.4 萬億區間反覆波動。但值得注意的是，今年 3 月以來的銀行業危機令商業銀行存款持續流失，並湧入回報率較高的貨幣市場基金，前者的存款餘額今年以來累計下降了 6,354.82 億美元至 17.29 萬億美元，相反貨幣市場基金資產餘額截止九月底增長了約 9,118.5 億美元至 5.64 萬億美元，顯示美聯儲持續緊縮、客戶存款流失及貨幣市場基金配置國債意願不足這三重因素或將導致未來銀行體系流動性面臨更大壓力。

圖 1-1：2019 年以來美國政策利率走勢

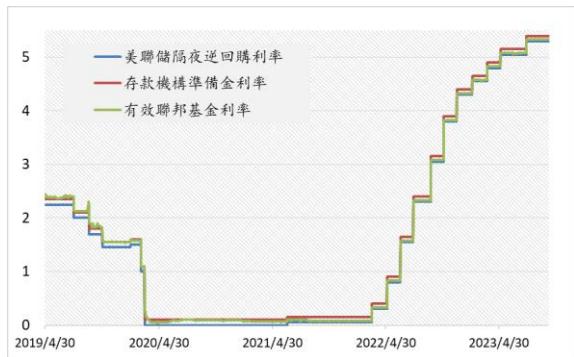
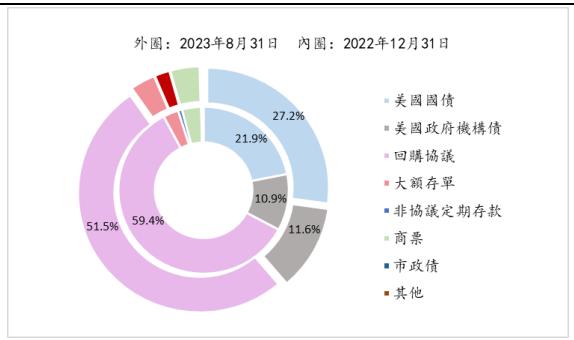


圖 1-2：2020 年以來美國國債月度淨發行額變動



數據來源：Bloomberg

圖 2-1：貨幣市場基金資產配置變化



數據來源：Bloomberg

圖 3-1：美國銀行存款與貨幣市場基金資產餘額變動

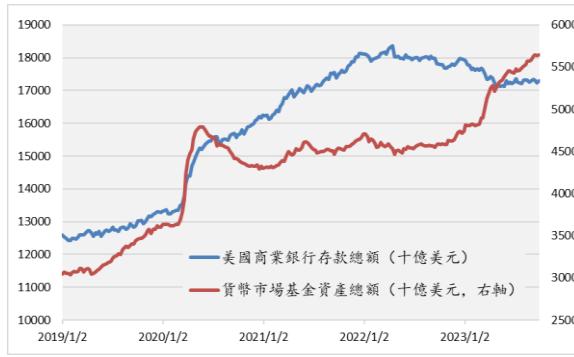
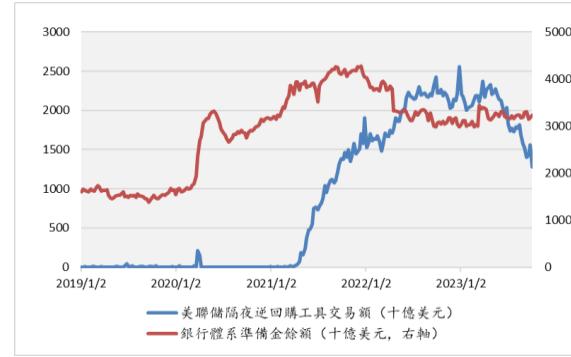


圖 3-2：美國銀行存款準備金及隔夜逆回購工具餘額變動



數據來源：Bloomberg, Investment Company Institute

3、美聯儲公開市場操作執行情況

對資產負債表總量的調整同樣也是美聯儲貨幣政策框架的重要組成部分：在聯邦公開市場委員會指示下，紐約聯儲公開市場交易台代表系統公開市場賬戶（System Open Market Account，SOMA，即美聯儲證券組合賬戶）在公開市場直接買賣證券。對美聯儲證券組合賬戶的調整是為了在準備金充足的環境下，實現對銀行體系流動性的管理，繼而直接影響金融環境（例如通過購

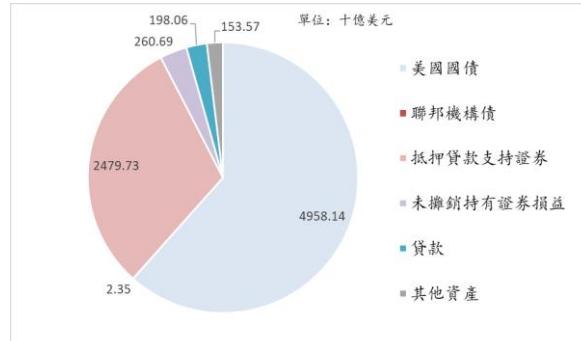
買國債來減少市場的國債供應量，為中長期利率施加向下壓力）。當美聯儲公開市場委員會考慮貨幣政策緊縮時，除加息之外，也可以指導紐約聯儲交易台進行縮表操作，包括停止對賬戶內到期證券的本金再投資（被動縮表）及主動賣出所持有的證券（主動縮表）。

- ❹ **2022年1月，美聯儲在其《貨幣政策正常化原則》中聲明，將先加息後縮表；其後美聯儲於2022年6月1日正式開啟量化緊縮(QT)，縮減資產負債表：具體安排為首三個月每月縮減300億美元國債(Treasury)與175億美元機構抵押貸款支持證券(Agency MBS)，合共475億美元；並在三個月後提升縮減規模至每月600億美元國債及350億美元機構抵押貸款支持證券，共計950億美元。根據美聯儲的縮減資產負債表計劃，主要通過停止對到期證券本金的再投資來縮表，而非通過主動拋售證券的方式來進行。按這計劃，2022年美聯儲縮表規模上限可達到5,225億美元，2023年截至9月底的縮表規模上限也可高達8,550億美元，合計應可高達13,775億美元，佔縮表開啟時美聯儲資產負債總額的約15.4%。**
- ❺ **截止2023年9月末，美聯儲實際縮表規模少於計劃上限：截至2023年9月末，美聯儲總資產約為8.05萬億美元，較開啟縮表時的8.96萬億下降了約9,100億美元，僅佔縮表計劃上限的66%左右。實際縮表規模低於計劃上限，主要原因有兩方面：一是從實施縮表的分項來看，由於在美聯儲資產期限結構中短債比重較小，因此在執行暫停到期證券本金再投資時，實際縮減規模偏小：美國國債累計減持額達到8,126.41億美元，平均每月減持507.05億美元；機構抵押貸款支持證券累計減持2,277.2億美元，平均每月減持142.33億，兩者減持幅度均少於計劃上限。二是今年3月由矽谷銀行破產引發的美國地區性銀行業危機，美聯儲為穩定市場信心將大量流動性注入銀行體系。截止今年9月，美聯儲資產負債表中貸款項目較去年6月初增加了1,972億美元，特別是新增的銀行定期融資計劃(BTFP)及其他信貸展期工具合計增量超過1,896億美元，部分對沖了縮表的效果。**
- ❻ **雖然縮表進程不及預期，但美聯儲主動加快縮表進程可能性不大：考慮到當前美國財政赤字持續擴大、國債供需失衡及美聯儲持續收緊貨幣政策，當前美國國債市場正遭受2007年以來最嚴重的拋售潮，即使10年期美債實際收益率(名義收益率-通脹率)已經超過2%，拋售潮仍在持續並已形成慣性驅動，帶動美債利率持續升高。當前10年期及30年期美債收益率已達到2007年以來最高水平，後者自2020年3月見底以來累計升幅超過600個基點。由於美債拋售浪潮持續，其效果相當於令金融環境進一步緊縮，所以美聯儲年內採取主動縮表的可能性仍然較小。**

圖 4-1：美聯儲縮表實際資產減持額與計劃上限對比



圖 4-2：2023年9月末美聯儲資產結構



數據來源： Bloomberg, FED

圖 5-1：縮表前後美聯儲資產項目餘額變化

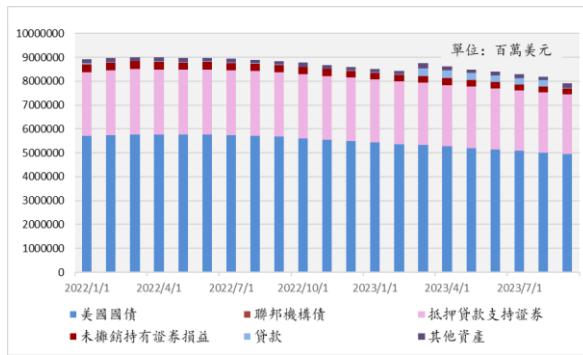
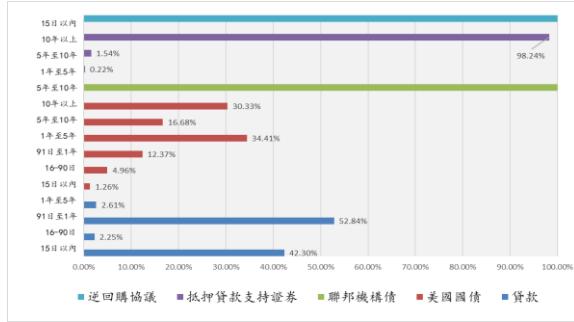


圖 5-2：縮表前後美聯儲負債項及準備金餘額變動情況



數據來源： Bloomberg

圖 6-1：當前美聯儲主要資產期限結構情況



數據來源： Bloomberg

二、美國商業銀行資產負債總體情況

1、美國商業銀行資金來源情況

- 截至今年第三季度，美國商業銀行資金來源基本維持穩定：雖然商業銀行存款累計下降了約 3.35%，但美聯儲今年第一季度以來的信貸寬鬆、貨幣市場基金縮減隔夜逆回購操作規模以吸收國債，加上美聯儲前期貨幣超發帶來的超額流動性，仍在支撐存款機構的準備金餘額持穩於與本輪加息周期相

若的水平。截至今年9月末，美國存款機構準備金餘額約為3.2萬億美元，規模相當於2022年4月時的水平，今年以來增幅達到4%；存款總額為17.3萬億美元，較年初下降3.5%；但相對的，總負債為20.66萬億美元，較年初僅僅縮減0.88%，總體降幅不大，這主要是因為負債中的借款項增加了21%，對沖了部分存款下降的影響。

但是，若美聯儲維持當前縮表進程不變，那麼今年第四季度開始美國商業銀行體系或將面對更強的流動性緊縮壓力：美國財政部年內計劃加大淨融資規模以補充近乎耗盡的財政部一般賬戶（TGA，Treasury General Account）資金。目標是到今年年末，TGA賬戶餘額達到7,500億美元。而該指標在9月底約為6,800億美元，加上美聯儲每月950億美元的縮表計劃，第四季度總共有近3,600億左右的資金缺口。如上文分析所示，在財政部擴大債券發行規模後，市場投資者如貨幣基金仍有較強意願將資金留在RRP工具中而非轉向購買美債，若該趨勢保持不變，那麼在TGA賬戶擴容時，市場主體或更多的動用銀行存款購買美債，繼而造成商業銀行負債端的收縮。另一方面，自今年3月起，貨幣市場基金已成為銀行存款流向的安全港。截止2023年第二季度美國商業銀行平均負債成本在2.05%水平附近，而前文已提到貨幣基金投放50%以上為逆回購工具，剩餘近40%為國債與聯邦機構債券，剩餘10%為銀行存款，由此可估算出當前貨幣基金的平均回報率約為4.89%左右，由於與貨幣市場基金回報利差明顯，儲戶存款轉移至貨幣基金的趨勢或將為商業銀行資金來源帶來持續壓力。

圖7-1：美國商業銀行資金來源結構

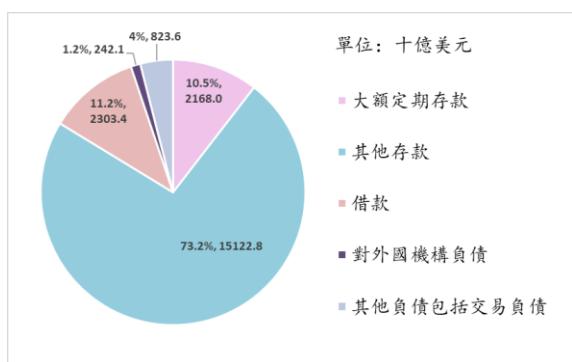
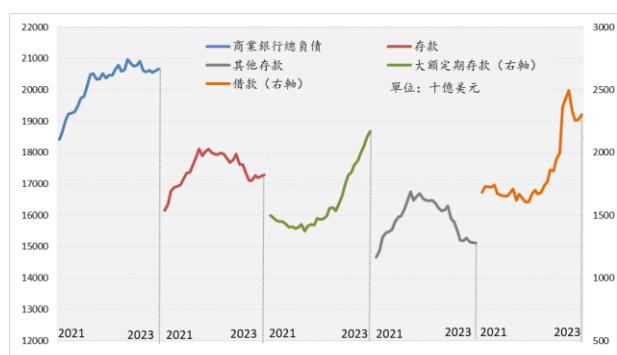


圖7-2：2022年以來美國商業銀行主要負債項目變化



數據來源：Bloomberg

圖 8-1：美國財政部 TGA 賬戶及國債存量餘額



圖 7-2：美國商業銀行付息成本與貨幣市場基金回報率



數據來源： Bloomberg

2、美國商業銀行資金投放情況

- 銀行信用是商業銀行資金投放的最大組成部分，也是美聯儲貨幣政策傳導至實體經濟的關鍵環節：從資金投放結構來看，美國商業銀行資產中佔比最大的是銀行信用（75.82%），其中包括兩個主要分項：證券持有（包括國債和機構債、資產支援債券，共佔總資產比重22.31%）和貸款及租賃（包括工商業貸款、房地產貸款、消費貸款和租賃，共計佔比53.16%）。因此，銀行信用基本決定了銀行資金投放，並直接影響實體經濟，成為美聯儲貨幣政策傳導的關鍵環節。
- 美國商業銀行今年信貸投放初步呈現降速換擋勢頭，但對實體經濟影響尚有限：從資金投放餘額變動來看，現金資產項今年初至9月底增長3.38%，顯示在美聯儲信貸援助注入後，商業銀行流動性較去年整體更加寬鬆；證券持有項在2021年、2022年及2023年截至9月底的按年變動分別為增長21.62%、減少3.66%和減少8.4%，主要是由於美聯儲緊縮對證券賬面價值的直接影響；貸款項在2021年、2022年及2023年截至9月底的按年增速分別為4.28%、11.42%及1.14%，顯示出降速換擋的勢頭。不過商業銀行貸款的投放對貨幣政策的回應較慢，即便是在美聯儲激進緊縮的2022年仍然實現了雙位數的漲幅，並高於2022年美國名義GDP9.2%的增速。儘管今年以來商業銀行信貸收縮明顯，但對實體經濟的影響並不顯著。數據顯示，實際工業產值在今年前兩個季度仍然分別實現了3.9%與2.6%的按年增長；且美聯儲報告也顯示，今年第二季度全美家庭資產淨值增長了5.5萬億美元至154.3萬億美元，資產升值帶來的財富效應及強韌的勞動力市場仍然支撐著零售消費的超預期增長，總體來說美國當前處在「緊貨幣」後期與「緊信用」初期的過渡階段。
- 美聯儲的緊縮政策傳導預計會較市場預期的更為滯後：美聯儲加息後，商業銀行總資產自2022年2月底至今年9月底仍累計增長了1.3%至22.82萬億

美元，其中對總資產增長貢獻最大的分項為貸款及租賃，漲幅為 12.1%。不過，現金資產則出現了 10.66% 的縮減，顯示市場的超額流動性正在縮減。但因為銀行信貸基本是長年期固息資產，對短期利率變動較不敏感，加之去年以來由於淨息差持續擴大後商業銀行盈利逆勢上揚，及美國宏觀經濟韌性仍存，美聯儲的緊縮政策對銀行信貸的傳導作用會較市場預計的更具滯後性，融資成本高企對經濟主體活動的限制作用或最快在 2024 年才能顯現。

圖 9-1：當前美國商業銀行資金投放結構



圖 9-2：2021 年以來美國商業銀行資金投放變化

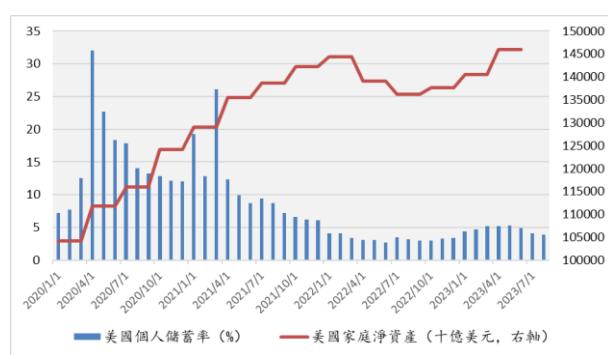


數據來源： Bloomberg

圖 10-1：美國部分宏觀經濟指標情況



圖 10-2：2020 年以來美國家庭淨資產及個人儲蓄率變動情況



數據來源： Bloomberg, FED

圖 11-1：2010 年以來美國商業銀行 NIM 及 ROA 變動



圖 11-2：2021 年以來美國商業銀行貸款分項變動



數據來源： Bloomberg

三、美國金融環境總體情況

- **金融環境 (financial condition)** 通常是指一系列被包括貨幣政策在內的因素所影響的資產價格及利率，也是實體經濟的重要影響因素：由於描述一個經濟體的金融環境通常較為複雜，慣常的做法是通過將多個金融變量整合為單一指數進行追蹤，即所謂的「金融環境指數 (FCI)」。其中，針對美國較為常用的指數包括芝加哥聯儲的國家金融環境指數 (NFCI)、彭博金融環境指數 (Bloomberg FCI) 以及高盛金融環境指數 (GS FCI)。
- **芝加哥聯儲金融環境指數 (NFCI)** 顯示當前美國金融環境與本輪緊縮周期之初期相若，且較 1973 年以來的歷史平均水平更為寬鬆：該指數通過整合共計 105 個指標來反映美國總體金融環境情況。如果其為負值，則意味著當前美國的金融環境較平均狀況更為寬鬆，反之則更為緊縮。其中包括三個主要分類指標：風險指標、信用指標及槓桿指標。風險指標主要反映金融體系波動及融資風險；信用指標反映國家總體信用情況；槓桿指標反映債務及權益資產情況。信用、槓桿指標分別在去年 3 月、5 月進入正值區間，而風險指標則一直處於負值，並在今年 6 月達到本周期最高水平後回落，意味著宏觀信用環境、債務及權益資產風險隨著緊縮政策有所惡化。但事實上，金融體系波動性和融資風險持續處於偏低水平，顯示之前的量化寬鬆 (QE) 以及銀行業危機專項救濟帶來的流動性還在支撐市場交易情緒。再結合目前仍處高位的銀行準備金餘額可以看出，當前市場資金壓力可控。整體來看，NFCI 在 2022 年 10 月後隨市場對美聯儲加息預期的反覆而有所波動，並在今年 4 月開始持續回落，截至今年 9 月底仍然處於負值區間，錄得 -0.36，與 2022 年 3 月水平相近。反映出當前美國金融環境總體與加息初期相若，且較 1973 年以來的歷史平均水平更為寬鬆。
- **美債利率持續上行，顯示九月以來美國金融環境有所收緊：**10 年期美債利率從 2022 年 3 月以來持續上升，並在今年 10 月一度升穿 5.0% 心理關口，創 2007 年以來新高至 5.0187%。美聯儲 9 月議息會議維持政策利率不變，但在點陣圖卻大幅提升了對 2024 年、2025 年利率預測中值約 50 個基點（分別從 4.6% 提升至 5.1% 及從 3.4% 上調至 3.9%），並承認經濟軟著陸已成為美聯儲貨幣政策的基準預期。在宏觀經濟具韌性下，高利率或將維持一段更長時間；財政部大規模發債融資令赤字惡化，以及今年美國兩黨圍繞新財年開支預算案的爭端等均為美債利率特別是長端美債利率提供上行動力；3M-10Y 及 2Y-10Y 美債利率倒掛程度近期有所收窄，顯示期限溢價的進一步上行。部分美聯儲官員表示隨著美債利率上升，近期美國金融環境有所收緊，或代表某程度上的政策緊縮，暗示美聯儲 11 月貨幣政策會議可能維持利率不變。
- **對比美聯儲加息前後的美國金融市場，其他大類資產表現良好：**由於緊縮政策對銀行信貸投放的滯後影響，以及今年美聯儲對商業銀行的專項救濟支

持，美國信用環境僅有輕微收縮，投資級企業債信用利差仍然保持低位震盪；今年美股因美國宏觀經濟超預期強勁而走出一輪牛市，但隨著未來貨幣緊縮效應的逐步顯現及地緣政治風險等因素的打壓，風險資產表現可能受限；高息環境或在一定程度上壓抑房地產市場需求，但是高利率「鎖定效應」令有限的供應或為房價帶來一定支撐。今年上半年，美匯指數隨市場對美聯儲加息預期反覆而呈現區間波動，但自7月以來則跟隨美債息攀升而持續走強。

圖 12-1：芝加哥聯儲金融環境指數變化

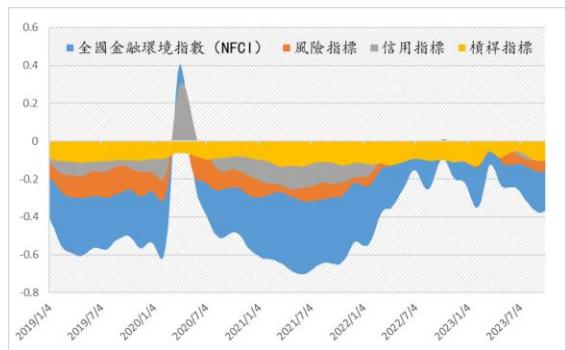
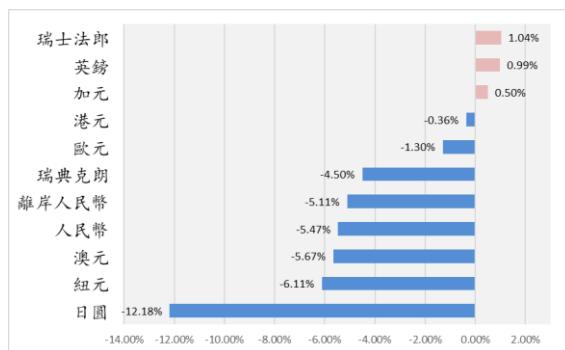


圖 12-2：2023年前三季度主要貨幣兌美元表現

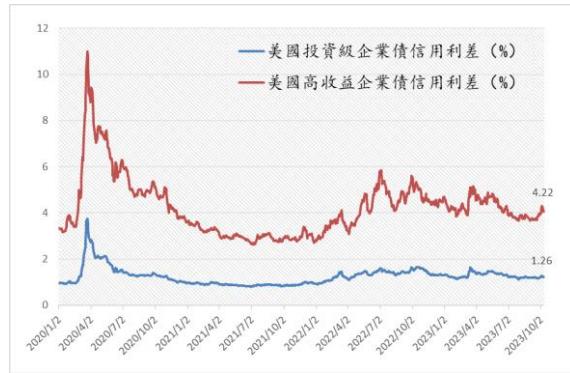


數據來源： Bloomberg

圖 13-1：2020年以來美國國債利率走勢



圖 13-2：美國投資及高收益企業債券信用利差走勢



數據來源： Bloomberg

圖 14-1：2020年以來美國三大股指走勢



圖 14-2：2019年以來美國房地產市場總體表現



數據來源： Bloomberg

【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本檔內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。

本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。