




►分析預計，繼續鷹派加息仍是美聯儲的政策選擇，本輪加息終點或達5%附近。  
美聯社

今年以來，隨着美國通脹持續高企和美聯儲不斷收緊貨幣政策，各期限美債收益率悉數上行，這也導致了美聯儲系統公開市場賬戶的「未實現虧損」快速增長。截至2022年6月30日，美國國內公開市場賬戶持有證券組合的累計未實現虧損達到約7199億美元。也因此，市場對於「賬戶虧損」能否制約美聯儲繼續加息的關注較多。

# 聯儲賬戶虧損無阻加息步伐



經濟方略 諸建芳

中信證券  
首席經濟學家

釐清美聯儲的收入與支出是理解美聯儲收益與虧損機制的基礎。

## 支出項對利率更敏感

美聯儲的收入主要來自於其資產端，持有證券的利息收入是其主要收入來源。從美聯儲資產端來看，截至上月14日，約8.4萬億美元的持有證券佔美聯儲總資產的94%。其中，美國國債約5.69萬億美元、MBS（抵押支持債券）約2.71萬億美元。此外，美聯儲還會通過貸款工具及其他信貸計劃工具等獲得收入，但為其提供的收入較為有限。根據2022年二季度財務報表，美聯儲上半年總利息收入為834.18億美元。

美聯儲的支出主要來自於其負債端對準備金和逆回購協議的付息及運營費用。從美聯儲負債端來看，截至上月14日，準備金餘額規模約3.2萬億美元，逆回購規模約為2.5萬億美元。由於美聯儲並不需要為流通中的貨幣這一規模約2.3萬億美元的負債支付利息，因此，美聯儲的支出主要是對準備金餘額和逆回購協議餘額付息。美聯儲今年上半年總利息支出為141.76億美元。

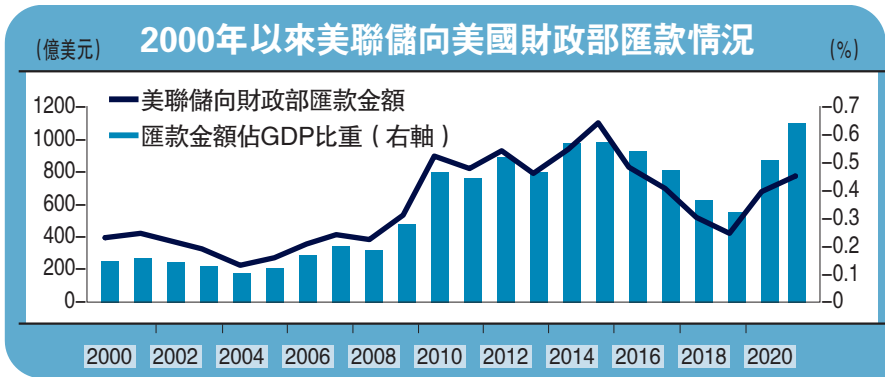
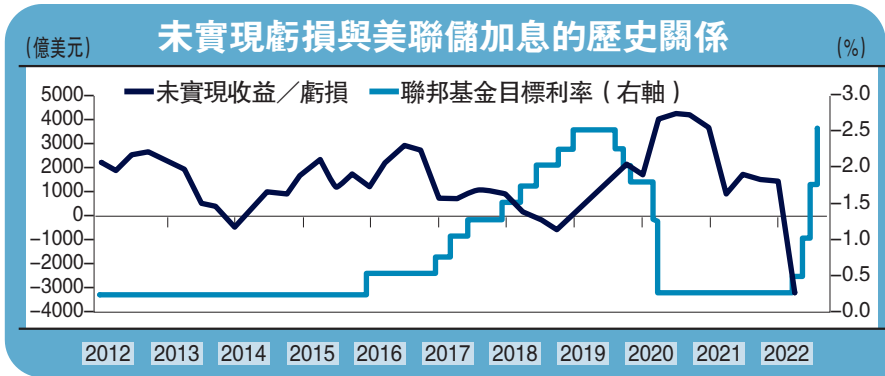
從上述美聯儲收入與支出的分析中可知，利息是美聯儲收入和支出的主要內容，因此，利率的變化將對美聯儲收入與支出產生顯著影響。美聯儲經濟學家Alyssa Anderson曾對該問題進行過詳細論述，該研究在分析利率風險時提出兩個要點：首先，利率對於美聯儲收入和支出的影響具有非對稱性。在收入端，當利率上行時，美聯儲的實際利息收入並不會馬上發生變化。在支出端，美聯儲加息會立即調整其管理利率，即提升為準備金餘額和隔夜逆回購協議支付的利率水平，從而迅速增加美聯儲的支出。

其次，當前利息支出規模對於利率上行比疫情前更為敏感。利息支出的規模不僅與利率變化有關，還與付息負債的規模有關。疫情發生後，美聯儲負債端的擴張主要來自於逆回購和準備金規模的增加，逆回購和準備金在總負債中的佔比由疫情前47%左右的中樞水平提升至當前的65%左右。因此，付息負債規模的增加也使得美聯儲當前的利息支出規模對利息上行更加敏感。

當收入大於於支出時，美聯儲實現淨收益，而淨收益中的大部分資金將匯入美國財政部；當美聯儲出現淨虧損時，則停止向美國財政部匯款，並計入遞延資產項。近年來，隨着美聯儲持有的美國國債和MBS持續位於高位，其獲得的利息收入也逐漸增加，並持續向美國財政部匯款。

## 證券未出售 不計虧損

從以上收益與虧損的機制分析中可知，近期市場關注的美聯儲系統公開市場賬戶持有證券組合的累計未實現虧損並未影響其獲得淨收益，關鍵原因在於美聯儲系統公開市場賬戶的未實現虧損並非其實際虧損。



美聯儲系統公開市場賬戶中的累計未實現收益／虧損是其持有證券的公允價值（Fair value）與攤銷成本（Amortized cost）之間的差值。首先，美聯儲持有證券的公允價值即其市場價值，會隨着市場利率的變化而變化，與市場利率變化方向相反。其次，美聯儲購買證券時，證券當時的市場價值與其面值的差額，即證券的溢價或折扣，需要在證券整個存續期內進行攤銷，而美聯儲持有證券的攤銷成本是該證券的購買價格減去已經確認的溢價或折扣，據財務會計手冊（Financial Accounting Manual，FAM）的會計原則，美聯儲持有證券的攤銷成本最終會趨於到期時的面值。

未實現的虧損並不一定導致實際虧損，只有在美聯儲主動出售證券時才會形成實際虧損。由於市場利率變化而導致的未實現虧損主要來源於美聯儲持有證券的資本利得變化，美聯儲購買美國國債和MBS並非通過交易獲取資本利得，而是持有到期。當債券到期時，其市場價值將重新趨於其面值，因此在債券到期前由於利率變化而產生的資本利得變化並不會成為實際的虧損。只有當債券未到期，而美聯儲選擇主動拋售時，未實現的虧損才會成為實際虧損並計入美聯儲的財務報表。

當前美聯儲縮表方式仍是被動縮表，即採取到期不續作的方式進行，因此未實現虧損並不會成為美聯儲的實際虧損。這也反映在美聯儲二季度的財務報表中，儘管今年以來美債收益率快速上行，美聯儲也開啟了縮表，但是實際因為美國國債和MBS帶來的損失僅有1.85億美元。未來如果美聯儲選擇以主動出售MBS的方式縮表，那麼存在未實現虧損成為實際虧損的可能。

從歷史上看，未實現的虧損並不會制約美聯儲加息。從現有可得的美聯儲未實現收益／虧損歷史數據看，2012年以來，美聯儲曾在2013年四季度，以及2018年一季度至四季度出現未實現虧損。2013年時，聯邦基金利率持續位於零利率下限，因此不存在制約加息的問題。2018年時，儘管從一季度起，美聯儲未實現收益即轉

負，但是在彼時新主席鮑威爾的領導下，美聯儲在2018年加息四次，可見從歷史上看，未實現的虧損並未對美聯儲加息形成制約。

本輪未實現虧損難以制約美聯儲加息。從理論上講，只要美聯儲不主動出售未到期的債券，那麼未實現的虧損就不會成為實際虧損，自然不會制約美聯儲加息。美聯儲曾在今年3月議息會議紀要中提到，「在縮表進行一段時間後，出售機構MBS將是合適的，以使SOMA賬戶（美聯儲公開市場賬戶）組合以美國國債為主」，但是鮑威爾在最新9月的議息會議上表示，「預計短期內不會考慮出售住房抵押貸款支持證券MBS」，因此，預計短期內美聯儲大概率不會主動出售債券，從而不會出現由債券市值變化而引起的實際虧損。從歷史上講，2018年即便出現了未實現虧損，也並沒有影響美聯儲加息；從美聯儲的雙重使命來看，當前美國通脹水平遠高於2018年的通脹水平，美國就業市場也比2018年更加強勁和緊俏，因此，本輪未實現虧損更不會制約美聯儲繼續加息。

此外，美國國會規定美聯儲的雙重使命為維護物價穩定和最大就業，盈利和獲得淨收入並非其目標，即便出現了實際虧損也並不能影響美聯儲履行雙重使命的責任和義務。

## 美息料逐步加至5厘

在通脹高位運行、就業市場仍然緊俏、美國經濟仍有韌性的背景下，預計繼續鷹派加息仍是美聯儲的政策選擇，本輪加息終點或將到達5%附近。9月點陣圖將2022年和2023年聯邦基金利率中值預測上調至4.4%和4.6%。儘管點陣圖並不代表真實的加息路徑，卻傳遞出美聯儲維持緊縮立場的決心，短期政策或難以明顯轉向。當前薪資增速是支撐美國通脹，尤其是核心服務通脹的重要因素。在上世紀70、80年代的高通脹時期，為抑制「工資—價格」螺旋上漲，美聯儲在多數時間內維持聯邦基金利率水平在非農時薪同比增速之上。當前非農時薪增速同比維持在5%以上，如果以上世紀70、80年代時期作為參照，那麼本輪加息終點或將到達5%附近。

# 外貿保持順差 人幣無大跌基礎



環球經緯 張 斌

中國社科院世界經濟與政治研究所副所長

近期美元異常強勢，絕大多數貨幣對美元大幅貶值，人民幣對美元匯率近期也有較大變化。從歷史經驗看，類似中國這樣的經濟基本面條件下，人民幣不會大幅貶值，適度貶值對當前的中國宏觀經濟穩定有幫助。人民幣貶值背後更多是中短期而非長期因素，是周期而非結構因素，穩住中國經濟就能穩住人民幣匯率。

中國是發展中國家，但是中國外匯市場的基本面絕非一般發展中國家的基本。中國不會出現有些發展中國家那樣動輒30%至50%的貨幣貶值。

歷史上絕大部分的大貶值，都是發生在較高的通脹或者貿易赤字國家。筆者統計了布雷頓森林體系解體以來、IMF（國際貨幣基金組織）數據庫中的大貶值案例，157次大貶值案例當中，148次大貶值背後都是通脹或者貿易赤字。

其中，有9次大貶值發生在低通脹和貿易順差的背景之下，可以大致分為五類：1）外向型經濟體遭遇嚴重外部危機：韓國（2008–2009）、馬耳他（1993）；2）大幅放鬆貨幣條件，主動引導貨幣貶值：瑞典（2009）、日本（2013）；3）貨幣體制變革：丹麥（2000）、瑞士（1997）；4）前期幣值嚴重高估：日本（1996）、荷蘭（1997）；5）過度信貸和過度外債：印尼（2001）。

中國沒有嚴重的通脹，沒有貿易赤字，也沒有上面提到的其他導致貨幣大貶值的背景。

## 非美元貨幣全面下跌

除了歷史經驗，在中國的外匯市場供求方面，人民幣匯率得到四方面力量的支持：一是中國每年仍保持5000億至6000億美元的貨物貿易順差；二是中國相對於其他國家通脹較低，人民幣的真實購買力有保障；三是中國仍保持一定的資本流動管制；四是經過多年匯率形成機制改革以後，人民幣已經實現了更有彈性的匯率形成機制，人民幣匯率供求壓力隨時得到釋放，沒有過去累積的貶值壓力，跨境資本流動也相對平穩，這與2015–2016年面臨的人民幣匯率貶值壓力顯著不同。



◀分析預計，人民幣或經歷一段時間的弱勢，但不會一路貶下去。  
中通社，

# 經濟有序重啟 樓價料反彈



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

當代人活在虛假的資訊環境中。筆者曾於早前專欄提及，美國面對高通脹必以加息去應對。美國想「割韭菜」即從製造金融動盪中得到好處，可能是一個事實，我們當然要小心為上，但不應將「美國打劫」當做是一個神話。

從數據看，美國的M2（廣義貨幣供應）在今年並沒有大幅增加，反映到資金回流美國並不算成功。無錯，加息令不少人買入美元令美匯強勢，但數據反映不少地方和香港一樣：資金仍留在本土。

反觀中國經濟數據，M2按年增長了12.2%或28萬億人民幣。中國的M2仍然是比美國及日本相加之和更多，配合中國的金融體制日益健全，而且人民幣受到各國歡迎、需求與日俱增，可以看到中國的經濟策略是成功的。

再看另一組數據，今年1月至8月中國吸收外資8927.4億元人民幣，以美元計算按年增加兩成，證明外界所謂的「中國走資論」並不正確，外資實際是增加流入的。有人說，中國很多工廠停

近期人民幣匯率貶值主要有兩方面力量驅動：

一是美元加息驅動的美元指數大幅上漲。美元指數大幅上升，歐元、日圓、英鎊等世界主要貨幣對美元都大幅貶值，人民幣對美元貶值。如果看人民幣貿易加權匯率而非人民幣對美元匯率，人民幣對美元以外其他貨幣的貿易加權匯率甚至還在升值。

二是中國經濟景氣程度偏低，出口有放緩趨勢。人民幣匯率和短期資本流動與國內經濟景氣程度密切相關，從歷史經驗看，其相關程度甚至超過美元指數和中美利差。這背後的主要原因在於，中國外匯市場上發揮主導力量的參與者不是金融投資者和家庭部門，而是有外貿外資背景的企業部門。對於企業而言，無論是結售匯，對外舉債或者還債，購買海外資產或者出售海外資產，都與企業手裏的訂單有關，與未來現金流預期有關，與國內經濟景氣程度有關。近期中國經濟景氣程度偏低，全球經濟放緩背景下出口訂單也有下降趨勢，這對人民幣匯率形成一定壓力。

無論是美元指數上升，還是國內景氣程度偏低，都是短期因素，是周期性因素，而非長期結構性因素。筆者預計人民幣會經歷一段時間的弱勢，但由於主要受到短期和周期性因素推動，人民幣不會一路貶下去。

## 適度貶值有利出口

貨幣監管層一直強調和致力於發揮匯率自動穩定器的作用。當前經濟環境下，人民幣匯率的適度貶值對宏觀經濟恰好發揮了穩定器作用。人民幣適度貶值不僅有利於保持出口競爭力，也有利於提高各種進口替代產品的價格競爭力，對提振需求和維護宏觀經濟穩定起到幫助。

適當的匯率貶值並不可怕，反而有助於當前經濟局面。我們需要避免的是人民幣過度大幅貶值，背後最根本的政策保障不是外匯市場干預。歷史經驗告訴我們，越是干預外匯市場，外匯市場供求壓力得不到及時釋放，單邊貶值預期越強，反而會使人民幣面臨更大壓力，過度干預外匯市場還會威脅到國內的基礎貨幣供給和宏觀經濟穩定。

避免人民幣過度貶值的最根本支撐是中國經濟基本面，這既包括短期內通過逆周期財政和貨幣政策改善經濟景氣程度，也包括通過中長期的結構改革措施優化中國經濟結構。

頓了，就覺得一場災難會來臨。筆者不熟悉廠商的經濟和運作，但竊以為做工廠最大挑戰不止是訂單是否充足，亦要平衡到原材料的價格爆升會不會無法覆蓋成本，過去一年工廠若胡亂接訂單可能同樣是一個虧損危機。

至於香港樓市方面，在「0+3」檢疫安排推出之後，亦開始不斷有救市措施出現，之後似乎是有機會推出「0+0」，這算是一個開放通關的政策。筆者認為香港停頓已久的經濟開始重啟，再加上11月在港召開的國際金融領袖投資峰會將迎來約200位金融領袖，反映到香港仍是成功匯聚全球精英的舞台。

此外，一些減壓力測試措施亦令買樓的入息門檻下降了一成，但樓市沒有即時出現轉變，這是因為心理上的遲緩。刺激政策可以增加樓市實際購買力，再加上疫情環境的改善，外界也都期望最新一期施政報告可以帶來更多好消息，相信本月市場動力強勁，樓市會逐步回升，但是否我們就無後顧之憂了呢？

事實上，歐美經濟似乎出現了很大的問題，除了熊市之外，也面臨着很嚴重的滯脹，我們要經歷這場風浪才可叫無後顧之憂，樓市真正回升恐怕要再坐一回。