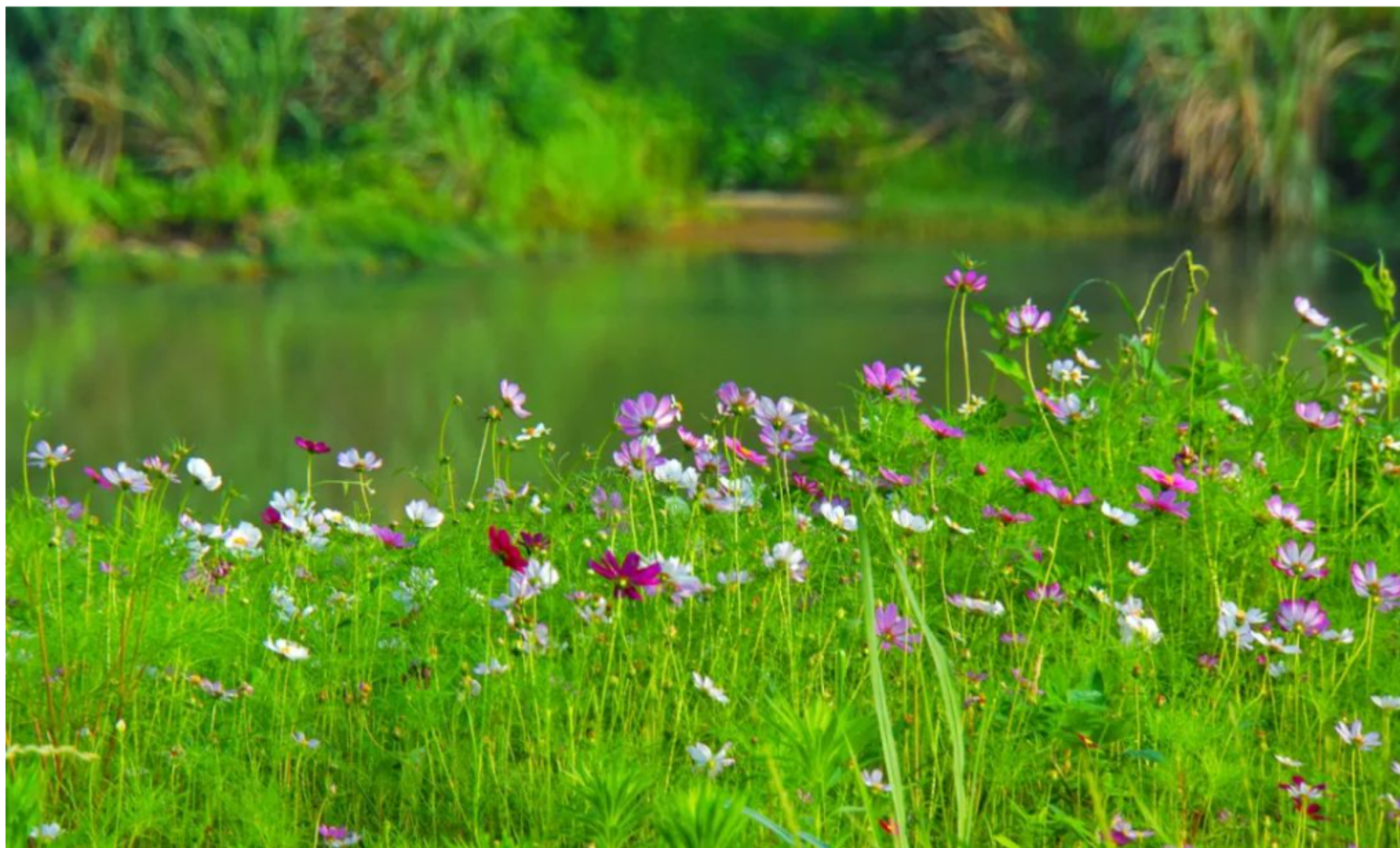


美联储资产负债表收缩缓和，美元指数上行动能有限

原创 钟俊轩 金属矿产 2024-05-20 10:08 北京



研究汇率及国际宏观经济对实体企业做好经营管理特别是国际贸易，具有重要意义。本文首先分析美联储和欧洲央行各自货币政策，随后从美联储及欧洲央行货币政策差异角度出发，复盘近十年美元指数历史走势，梳理从央行货币政策到美元指数分析框架。

美联储货币政策

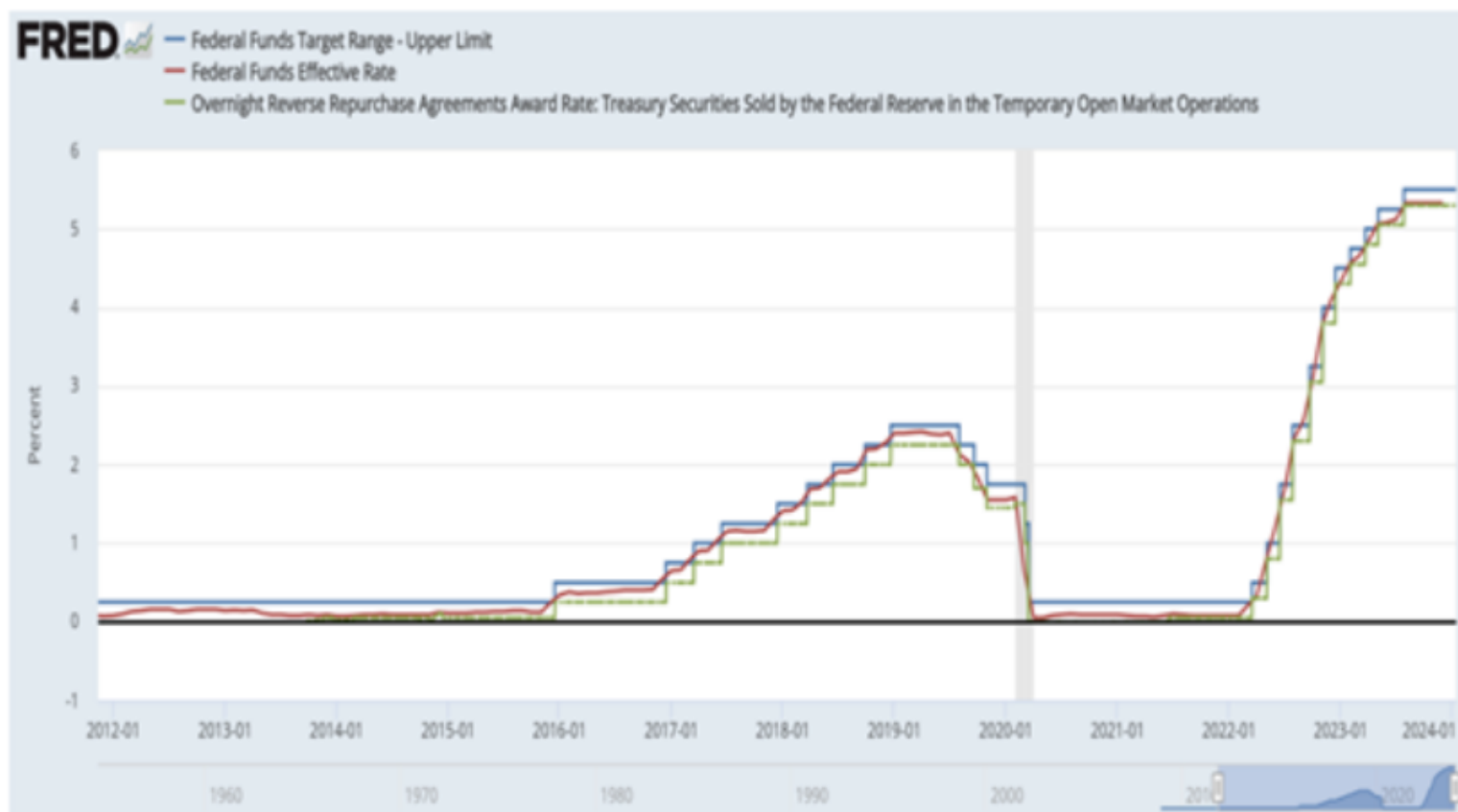
美联储加息或降息，上升和下降的便是利率，利率即是资金的“价格”。美联储实现政策利率，采用的是利率走廊方式，联邦基金目标利率分别存在一个上限和下限。

在市场流动性紧张、大型金融机构急需资金之时，美联储可以使用[正回购](#)^Q工具为这些市场主体提供流动性，需要注意的是这些机构不包括银行存款机构，存款机构流动性紧缺时，所用的是贴现窗口以及去年银行业危机中新推出的BTFP贷款工具。正回购利率即是向美联储借钱所需支付的利率。美联储是美国中央银行，是市场上信誉最高的主体，它有能力向市场上借款人要求最高利率。因此，正回购利率形成利率上界。

当市场存在富余资金之时，同样可以通过美联储获取收益，获得收益的工具即是逆回购工具，存在于美联储资产负债表的负债端。美联储为市场主体提供逆回购工具，相当于向市场主体借钱，并支付利息。市场主体借钱给美联储，美联储作为市场信誉最高机构，获得最低

利率，因此，逆回购利率形成利率下限。当前美联储逆回购利率为5.3%。

图1：联邦基金目标利率及联储利率决议内容



"Effective February 1, 2024, the Federal Open Market Committee directs the Desk to:

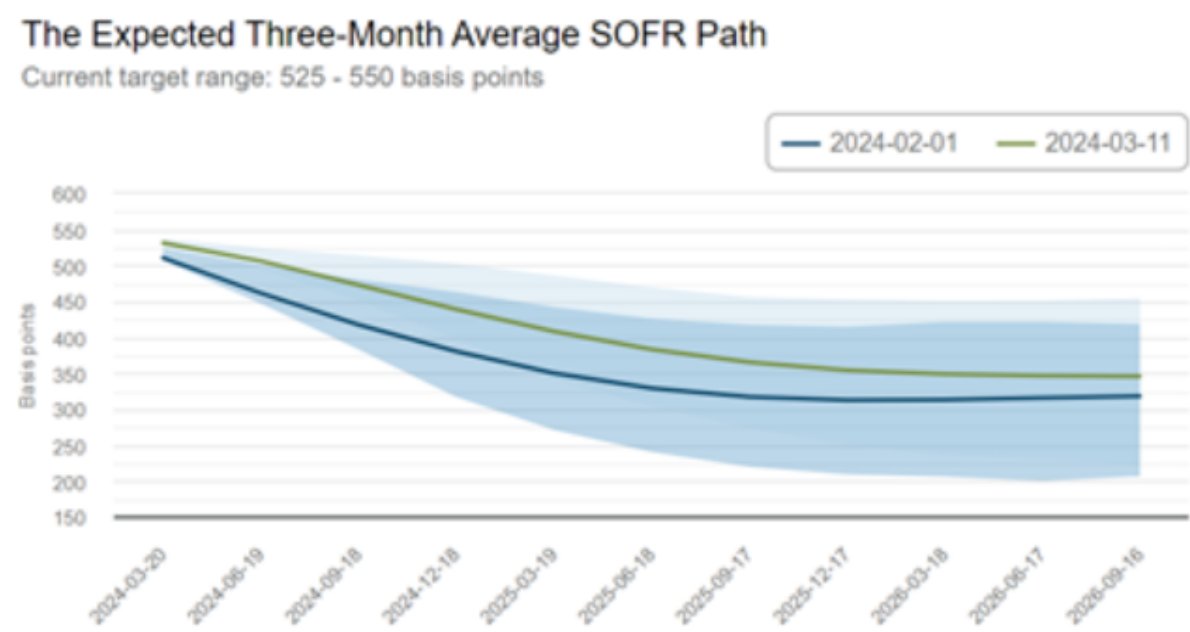
- Undertake open market operations as necessary to maintain the federal funds rate in a target range of 5-1/4 to 5-1/2 percent.
- Conduct standing overnight repurchase agreement operations with a minimum bid rate of 5.5 percent and with an aggregate operation limit of \$500 billion.
- Conduct standing overnight reverse repurchase agreement operations at an offering rate of 5.3 percent and with a per-counterparty limit of \$160 billion per day.

资料来源：FRED, Fed, 五矿期货研究中心

观察未来升降息概率，仅通过经济数据主观判断效果不佳。目前市场上已经有不少成熟的工

具，首先是亚特兰大联储的市场利率预期追踪器Market Probability Tracker^Q。下图蓝色线代表2月1日利率预期，绿色线代表3月11日利率预期。显然，3月11日利率预期高于2月1日利率预期，显示市场对于联储后续货币政策预期偏紧。

图2：亚特兰大联储利率观测器



资料来源：Federal Reserve Bank of Atlanta，五矿期货研究中心

备注：数据截至2024年3月13日

芝加哥商品交易所提供CME^Q FedWatch工具，基于当前联邦基金利率期货价格测算后续FOMC^Q议息会议利率政策概率。截至3月13日，利率期货显示市场对于5月1日议息会议维持利率不变的概率为89.4%，对5月议息会议降息25个基点的预期是10.5%。

图3：CME利率观测器显示的市场利率预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	10.5%	89.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.4%	58.3%	35.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	35.3%	45.5%	15.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	27.4%	42.9%	23.1%	3.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	15.2%	35.3%	32.9%	13.4%	1.9%
2024/12/18	0.0%	0.0%	1.0%	11.3%	29.6%	33.5%	18.9%	5.2%	0.5%
2025/1/29	0.0%	0.6%	7.0%	22.0%	31.9%	24.9%	10.8%	2.5%	0.2%
2025/3/19	0.3%	4.1%	15.3%	27.4%	28.1%	17.2%	6.2%	1.2%	0.1%

资料来源：CME FedWatch，五矿期货研究中心

美联储货币政策预期对于美元指数具有显著影响，美联储2023年9月议息会议发布的经济预测报告，联储官员上调2024年联邦基金目标利率预期，5月对2024年目标利率预期是4.6%，9月则上调至5.1%。对于美国实际GDP预期则趋向于乐观，后续美元指数呈现偏强走势。

2023年12月美联储议息会议中，联储主席鲍威尔表态偏鸽派，表示在实现2%通胀目标之前，考虑显著降低政策利率的限制性。12月议息会议所发布的经济预测报告显示，联储官员下调了对于2024年联邦基金目标利率的预期，由5.1%下调至4.6%。对于2024年美国实际GDP的增长预期也有所趋弱，由1.5%下调至1.4%。美元指数在12月13日议息会议当天下跌0.87%，此后持续走弱。

美联储资产负债表具体项目纷繁复杂，重点关注以下几个方面。资产端重点关注持有证券项

目和三大流动性工具。持有证券项目是总体规模最大的项目，截至3月9日总规模达到7.18万亿美元，是美联储扩表缩表、放松或收紧流动性最重要的一项工具。三大流动性工具包括：一是正回购协议，出借给除存款机构以外的市场主体，构成联邦基金目标利率上限；二是其它贷款项，出借给商业银行资金；三是中央银行流动性互换，为外国央行美元需求提供支持。其中，中央银行流动性互换和正回购协议使用较少，其它贷款维持一定规模。

图4：美联储资产负债表周度变化

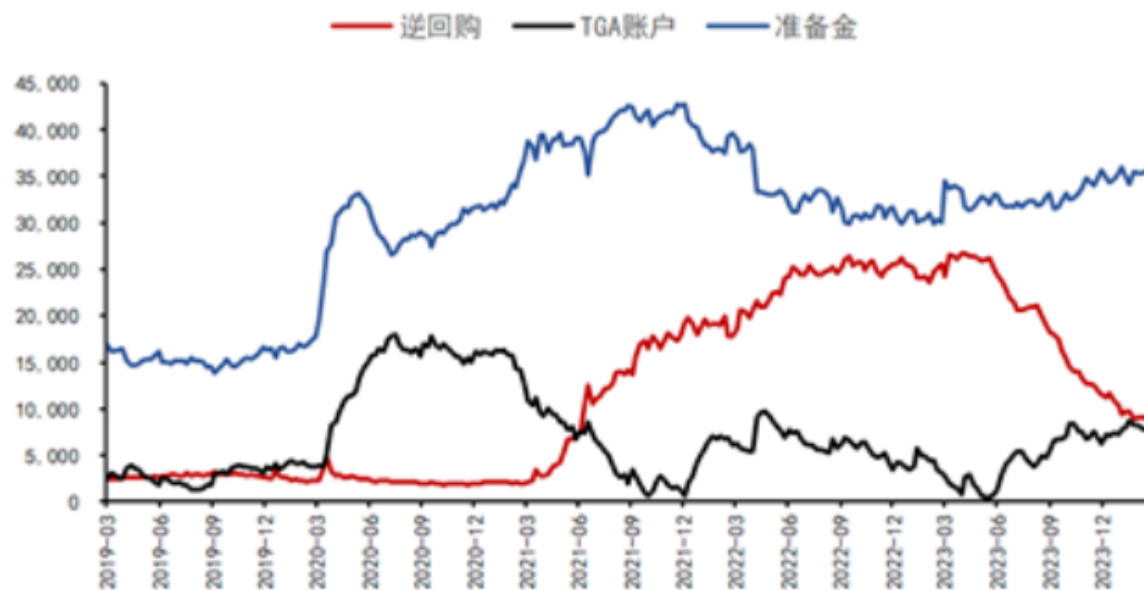
美联储资产负债表周度变化（单位：亿美元）								
资产端	本周	上周	变化情况	负债端	本周	上周	变化情况	
黄金证券账户	110.37	110.37	0.00	联储票据、联储银行持有净额	22,882.83	22,823.61	59.22	
特别提款权账户	52.00	52.00	0.00	逆回购协议	7,933.94	9,088.01	-1,154.07	
货币	15.26	15.26	0.00	存款	45,488.74	44,710.83	777.91	
持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款	74,538.85	74,835.15	-296.30	存款机构其他存款（准备金）	36,206.89	35,409.82	797.07	
持有证券	70,372.88	70,668.39	-295.51	美国财政部一般账户（TGA）	7,605.50	7,676.72	-71.22	
持有证券：美国国债	46,317.06	46,612.57	-295.51	外国官方	107.55	96.89	10.66	
国债：短期	2,093.12	2,103.53	-10.41	其他存款	1,568.80	1,527.41	41.39	
国债：通胀补偿	1,112.80	1,107.99	4.81	进入联储现金项目	8.14	8.92	-0.78	
国债：中长期名义	39,505.03	39,798.83	-293.80	财政部门对信贷部门的援助	74.38	74.38	0.00	
国债：中长期通胀指数	3,606.12	3,602.22	3.90	其他负债应计利息	-1,430.88	-1,459.08	28.20	
持有证券：联邦机构债券	23.47	23.47	0.00	总负债	74,957.15	75,246.67	-289.52	
持有证券：资产抵押支持证券MBS	24,032.35	24,032.35	0.00					
当前持有的未摊销证券溢价	2,730.96	2,735.88	-4.92					
当前持有的未摊销证券折扣	-256.85	-256.89	0.04					
正向回购协议	0.05	0.04	0.01					
其他贷款	1,691.81	1,687.73	4.08					
托收中项目	0.57	0.61	-0.04					
银行不动产	4.57	4.77	-0.20					
中央银行流动性互换	1.83	2.17	-0.34					
外币计价资产	182.02	180.54	1.48					
其他联储资产	334.68	328.95	5.73					
总资产	75,388.57	75,678.07	-289.50					

资料来源：Wind，五矿期货研究中心

负债端项目中，重点关注逆回购规模、存款准备金^Q数额和财政部一般账户余额。回购规模增加意味着市场中有更多资金放在美联储负债端获取收益，美元流动性变差，逆回购余额与货币基金规模密切相关。在加息周期中，逆回购利率水涨船高，整体规模也不断扩张。银行存款准备金分为法定存款准备金和超额存款准备金，余额与商业银行所吸纳存款密切相关，由于普通交易商等绝大多数市场主体不能够像商业银行一样直接将资金存储在美联储，只能将

资金存在商业银行，商业银行再在中央银行缴付存款准备金，因此存款准备金规模也可衡量市场主体资金是否充裕。财政部一般账户余额也称为TGA账户，是美国财政部在美联储的存款余额。2023年美国出现债务上限问题，由于发债受到限制，美国财政部便依赖非常规措施即财政部一般账户余额来维持运行。2023年上半年，财政部一般账户余额规模不断缩小，直到6月债务上限问题解决后，账户余额才出现上升。

图5：美联储逆回购、财政部一般账户（TGA）及存款机构准备金规模（亿美元）



资料来源：Wind，五矿期货研究中心

此外，需要关注联储官员对货币政策表态，联储官员会参加不同会议及活动，时常发布关于货币政策观点。FOMC召开会议之前10天内，美联储将进入“噤声期”，联储官员被禁止继续对外界就货币政策观点发声，所以“噤声期”之前最后的表态十分关键。

欧洲央行货币政策

欧洲央行有再融资利率、存款利率和边际贷款利率三大利率。其中，再融资利率是基准利率，是欧元区金融机构以合格担保品为抵押向欧洲央行借入资金所需支付的利率。存款利率是金融机构存款于欧洲央行负债端所能够获得的利率。边际贷款利率是金融机构用合格抵押品向欧洲央行借入隔夜资金的利率。

图6：欧洲央行三大利率（%）

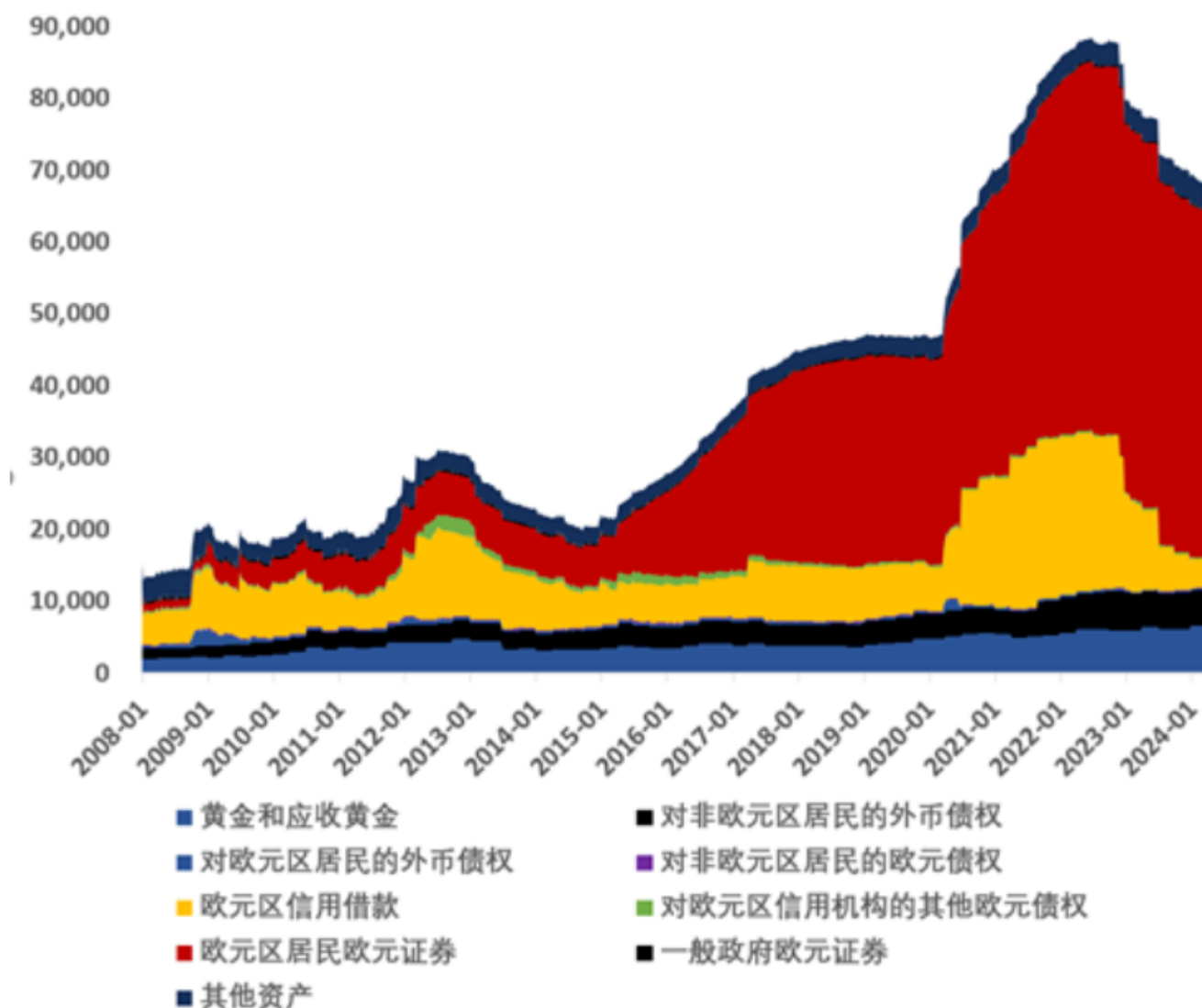


资料来源：FRED，五矿期货研究中心

从欧洲央行资产负债表变化来看，变动项目是欧元区居民欧元证券以及对欧元区信用机构的欧元借款。不同于美联储的是，欧洲央行资产负债表边际增减量较大。2022年12月23日当周，整体资产负债表收缩4917亿欧元，而2023年6月30日，资产负债表收缩4909亿欧元。

图7：欧洲央行资产负债表资产端（亿欧元）

100,000



资料来源：Wind，五矿期货研究中心

在次贷危机、欧债危机、新冠疫情等重大风险事件中，欧洲央行资产端借款规模都大幅增加。新冠疫情期间，2020年3月借款余额为6169亿欧元，2021年7月借款余额总规模增加至2.21万亿，增加近1.6万亿欧元。2022年下半年，随着这些借款到期，借款余额快速减少，由2022年6月24日当周2.2万亿欧元下降到2023年8月18日6059亿欧元，共减少近1.6万亿欧元。

美欧货币政策对美元指数影响

美元指数对于研判商品价格和人民币汇率，具备重要参考意义。美元指数同时作为一种期货，也在洲际交易所进行交易，即DXY。洲际交易所的美元指数，是由美元相对于六种货币组合的汇率，六种货币组合包含57.6%欧元、13.6%日元、11.9%英镑、9.1%加元、4.2%瑞典克朗及3.6%瑞士法郎。以下从2011年至2023年分五个阶段阐述美欧央行货币政策对美元指数影响。

——2011年9月至2012年7月，货币政策“美紧欧松”，美元指数上升

美联储货币政策方面，2011年4月28日，美联储宣布将按计划在三季度末结束第二轮量化宽松。2011年9月21日，开始扭转操作，美联储决定购买4000亿美元长期国债，同时卖出同等量短期国债，直至2012年6月。在不扩大美联储资产负债表的情况下压低长端利率。在施行扭转操作过程中，美联储资产负债表总规模变化较小，仅在结构上有所调整：长期债券规模增加、短期债券规模下降。

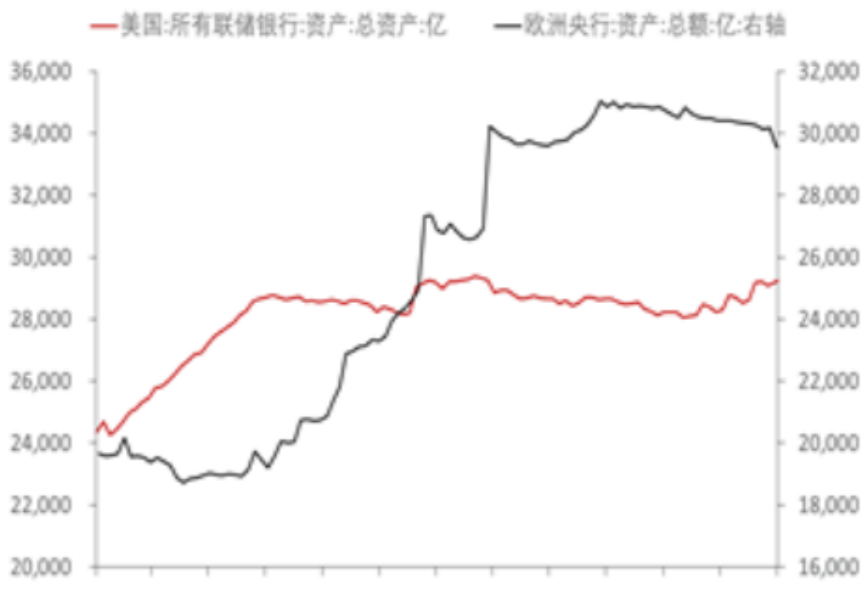
欧洲央行货币政策方面，2011年7月27日，标普将希腊主权评级下调，并将其前景定为“负面”。2011年6月马里奥·德拉吉就任欧洲央行行长，欧洲央行开始购买希腊等深陷欧债危机国家的主权债务，并不设置购买上限。欧洲央行资产负债表中，在购买深陷欧债危机国家主权

债券的过程中，欧洲央行资产负债表规模随之扩大。由2011年6月10日当周18925亿欧元上升至2012年7月6日当周30850亿欧元。

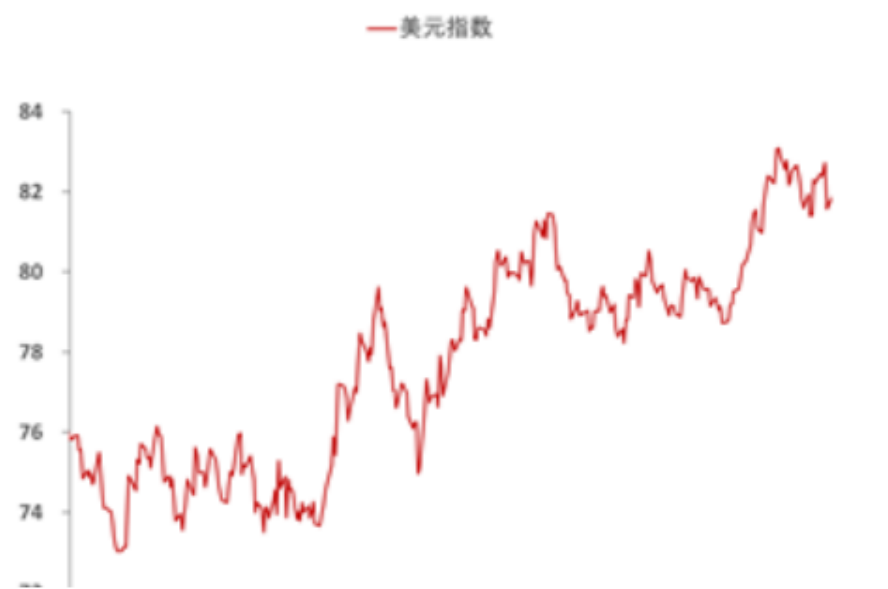
这一时期，美联储宣布将结束量化宽松，欧洲央行为应对欧债危机购买资产，货币政策角度来看是“美紧欧松”。美联储资产负债表规模维持稳定，而欧洲央行资产负债表规模快速扩张。美元指数由2011年8月29日73.67上升至2012年7月24日84.02。

图8：欧洲央行资产负债表规模快速扩张，美元指数上涨

美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元、亿欧元）



美元指数



2011-01
2011-03
2011-05
2011-07
2011-09
2011-11
2012-01
2012-03
2012-05
2012-07
2012-09
2012-11
2013-01

72
2011-04
2011-05
2011-06
2011-07
2011-08
2011-09
2011-10
2011-11
2011-12
2012-01
2012-02
2012-03
2012-04
2012-05
2012-06
2012-07

数据来源：Wind，五矿期货研究中心

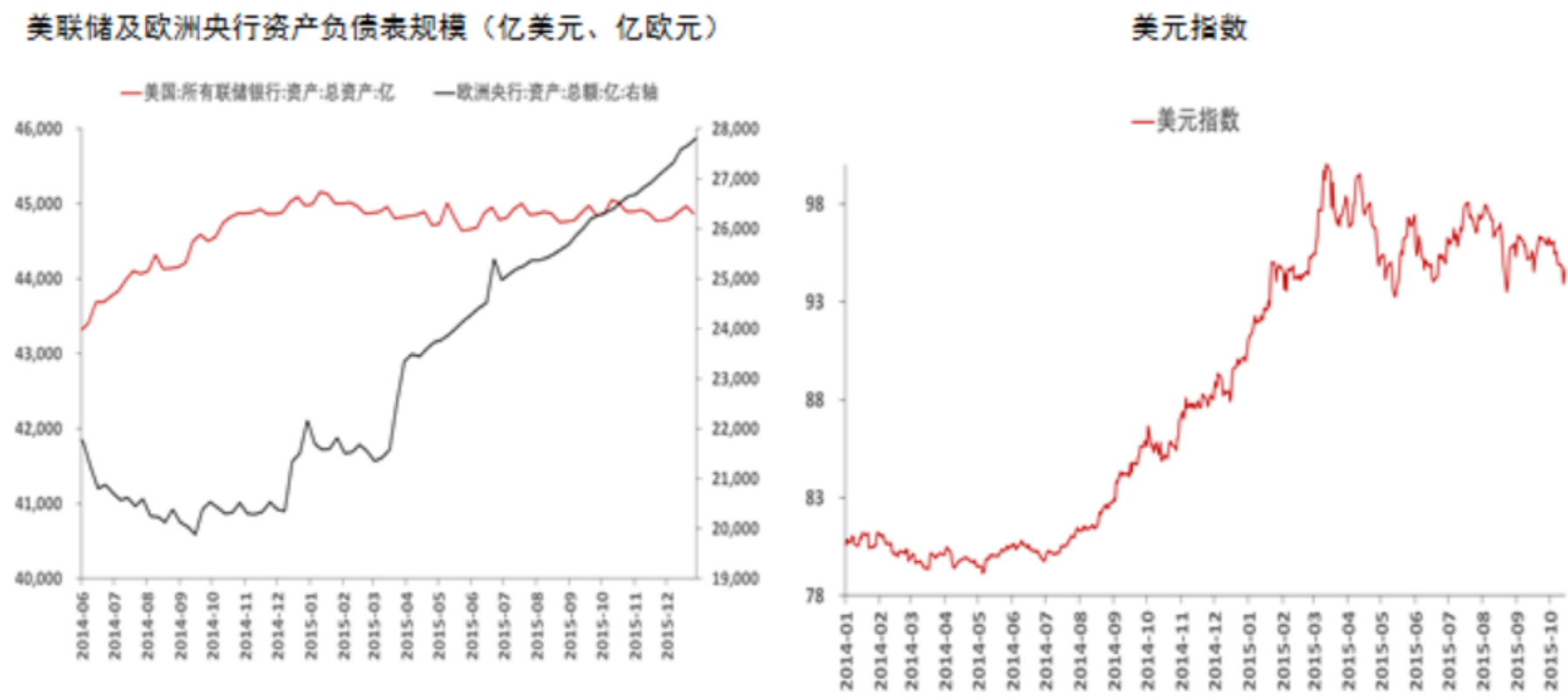
——2014年5月至2015年3月，欧洲央行启动历史上首次量化宽松，美元指数上涨

美联储货币政策方面，2013年6月，美联储主席表示可能将于2013年末缩减购债规模并于2014年结束购债。2013年12月，美联储宣布将从2014年1月起缩减债券和资产抵押证券（MBS）购买规模。2014年3月，美联储宣布将资产购买规模继续缩减至每月550亿美元。2014年10月29日，美联储宣布结束第三轮量化宽松。从2012年9月13日美联储宣布实施第三轮量化宽松到2014年10月29日，美联储资产负债表共扩大16633亿美元，结束第三轮量化宽松后，总规模稳定在4.46万亿至4.52万亿之间。

欧洲央行货币政策方面，2014年1月，欧洲央行行长德拉吉表示欧洲经济仍然脆弱，并极力强调在货币政策上将保持宽松姿态。2014年4月，德拉吉表示管委会一致支持在经济前景令人失望的情况下出台更为激进的举措，后续进一步提到，政策制定者已经在会上讨论了量化宽松政策。2014年6月，欧洲央行宣布下调三大主要利率，其中隔夜存款利率降至-0.1%，开启负利率时代。2015年3月9日，欧洲央行启动历史上首次量化宽松，资产负债表规模快速扩张，资产购买计划一直持续至2018年12月。在此期间，欧洲央行资产负债表共计扩张25269亿欧元。

这一时期，美联储开始收紧货币政策并宣布结束第三轮量化宽松，资产负债表规模在量化宽松结束后维持稳定，欧洲央行启动历史上首次量化宽松，扩表实行资产购买计划，货币政策同样呈现“美紧欧松”。2014年5月至2015年3月，美元指数由79上涨至100。

图9：欧洲央行启动历史上首次量化宽松，美元指数上涨



数据来源：Wind，五矿期货研究中心

——2018年4月至2019年7月，美联储更早进入加息周期，美元指数上涨

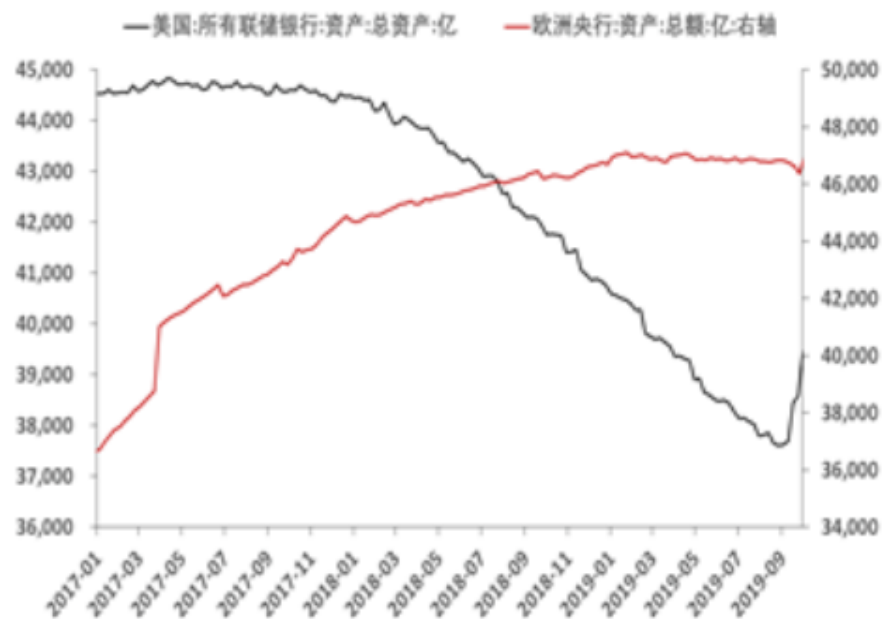
美联储货币政策方面，2018年2月5日，鲍威尔就任美联储主席，在就职演讲中，鲍威尔表示将对任何金融稳定的威胁保持警惕，同时会逐步实现利率和资产负债表正常化。美联储分别于2018年3月31日、6月13日、9月27日和12月20日连续4次加息25个基点。联邦基金目标利率上界由1.5%上升至2.5%。2019年3月的FOMC议息会议中，美联储宣布维持联邦基金目标利率区间不变，为2.25%-2.50%。会议声明表示，由于外部环境不确定因素和通胀低迷，联储会对加息保持谨慎。2017年9月美联储议息会议发表货币政策声明，将从2017年10月开始渐进性地缩减近4.5万亿资产负债表，随后美联储资产负债表规模下降至2019年9月3.76万亿美元。

欧洲央行货币政策方面，欧洲央行资产购买计划由2015年3月9日持续至2018年12月，欧洲央行基准利率持续维持在0%。欧洲央行虽然在2017年4月收紧货币政策，但仍处于量化宽松周期中，整体资产负债表规模由2017年3月3.87万亿上升至2019年9月4.67万亿欧元。

这一时期，美联储加息开始时间节点更早，美联储和欧洲央行的资产负债表规模走势明显分化，货币政策呈现“美紧欧松”，驱动美元指数上行。美元指数由2018年4月的89上涨至2019年7月的100。

图10：美联储更早进入加息周期，美元指数上涨

美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元、亿欧元）



美元指数



数据来源：Wind，五矿期货研究中心

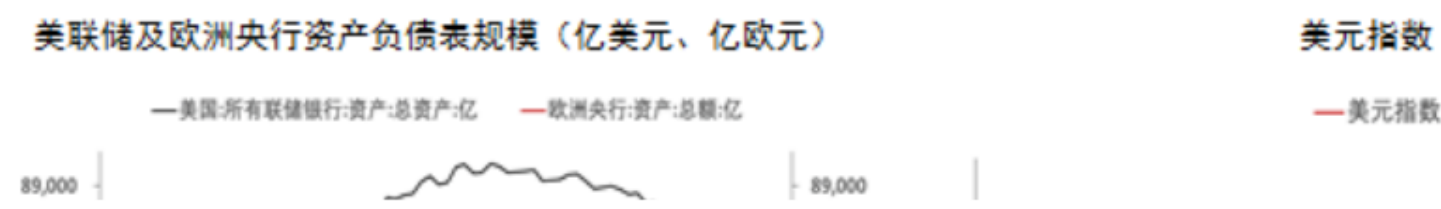
——2021年6月至2022年9月，美联储领先于欧洲央行开始加息，美元指数上涨

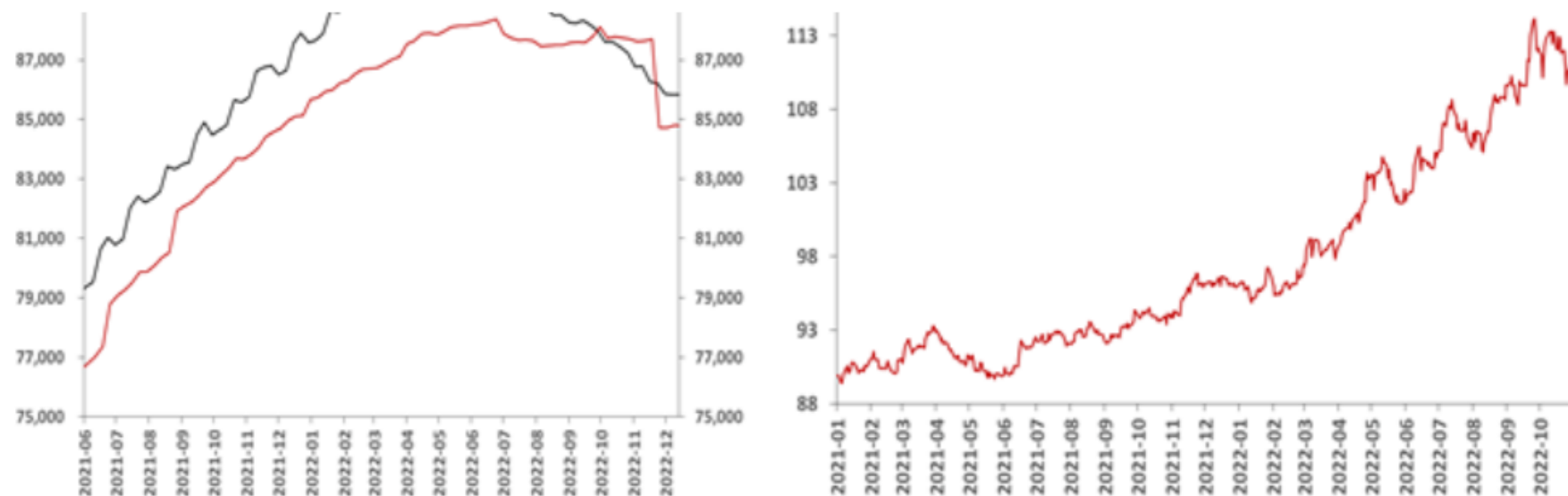
美联储货币政策方面，2021年4月FOMC议息会议中，部分与会者建议若经济继续朝着委员会目标变化，那么在未来即将举行的议息会议上开始讨论调整资产购买步伐的计划是合适的。2021年6月FOMC议息会议经济预测报告中，大幅上调2021年度PCE通胀预测，同时预期美国2021年GDP增长为7%。2022年3月美联储加息25个基点，2022年6月美联储开始量化紧缩，每月计划缩表475亿美元。

欧洲央行货币政策方面，2021年4月议息会议中，欧洲央行重新确认宽松货币政策立场，保持基准利率不变的同时继续资产购买计划。2021年7月欧洲央行议息会议中，欧洲央行发布了新的货币政策指引。对于中期通胀目标，表述由“将通胀维持在低于且接近2%的水平”变为“目标是2%的通胀目标”，并允许通胀在一定时期内高于目标。2022年7月27日，欧洲央行在本轮货币政策周期中首次加息50个基点。

在2022年开始的加息周期中，美联储领先于欧洲央行，直到欧洲央行开始本轮紧缩货币政策之前，仍是“美紧欧松”形势。美联储及欧洲央行资产负债表均处于扩张趋势。2022年3月美联储开始加息，并于6月开始量化紧缩，而欧洲央行在2022年11月才开始快速收缩资产负债表。2021年6月至2022年9月，美元指数由89上升至高点的114。

图11：美联储领先于欧洲央行开始加息，美元指数上涨





数据来源：Wind，五矿期货研究中心

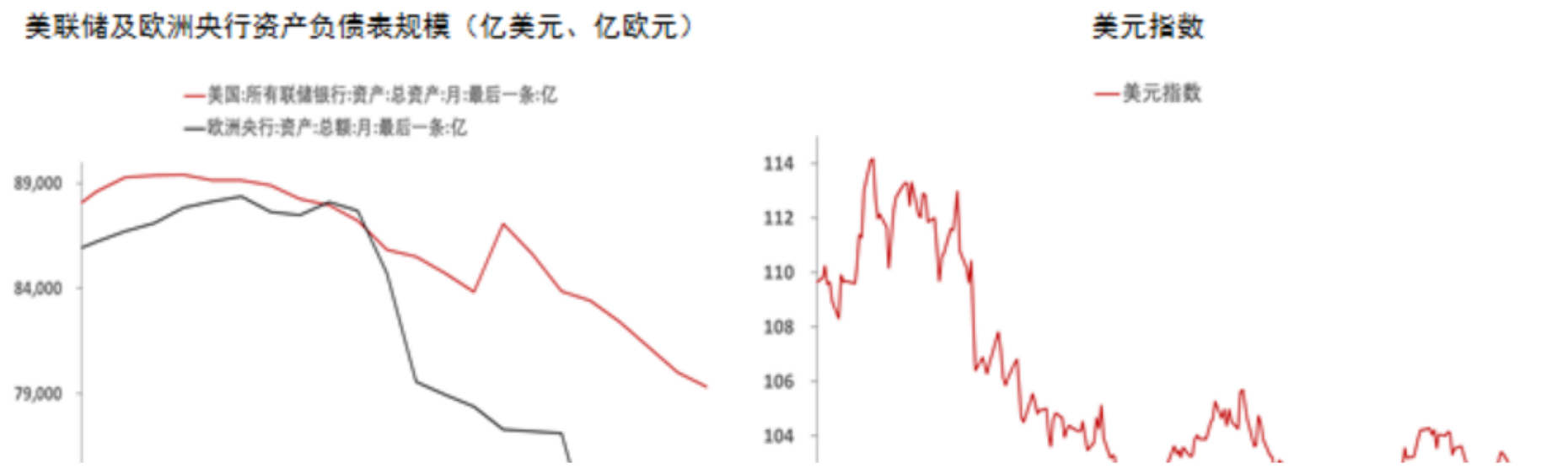
——2022年9月至2023年7月，欧洲央行资产负债表收缩程度快于美联储，美元指数下跌

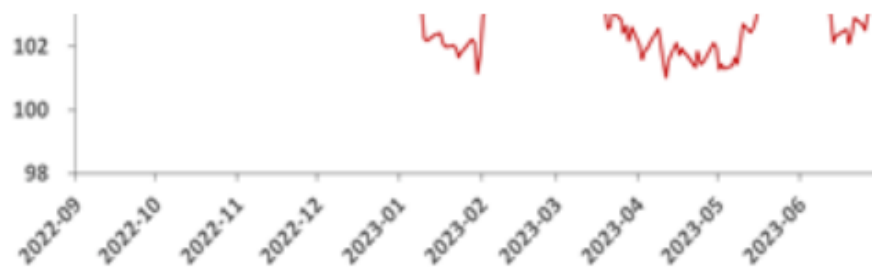
美联储货币政策方面，2022年10月，费城联储主席哈克表示预期2023年利率将远高于4%，但认为美联储将在2023年某一时刻停止加息。2022年10月26日，美参议院金融委员会主席公开致信鲍威尔提醒关注就业问题，认为对于已经在遭受通胀冲击的美国工人而言，失业会让情况更加恶化。2022年6月，美联储开始资产负债表收缩，前三个月每个月缩表规模475亿美元，此后缩表幅度为每个月950亿美元。在2023年3月美国银行业危机中，美联储为美国商业银行提供贴现窗口及银行定期融资计划（BTFP）贷款工具，联储资产负债表规模再度扩大。欧洲央行货币政策方面，2022年9月欧洲央行议息会议中，欧洲央行将再融资利率、边际贷款利率和存款便利利率三大关键利率上调75基点。欧洲央行行长拉加德表示将在接下来的议息会议中进一步加息，旨在令通胀回归2%目标。2022年9月14日，欧洲央行首席经济学家连恩

表示欧元区通胀风险上行。9月18日，欧洲央行执委纳格尔表示欧洲央行距离中性利率距离仍十分遥远。纳格尔在10月进一步表示“必须大幅加息以对抗通胀”。2022年10月，欧洲央行执委诺特表示2023年将继续收紧货币政策以抑制通胀。欧洲央行资产负债表的收缩主要来自于其对欧元区信用机构贷款的到期。欧洲央行资产负债表总规模由2022年11月18日8.78万亿下降至2023年6月30日7.21万亿欧元，共计缩减1.57万亿欧元。

这一时期，美欧央行资产负债表分化程度较大，欧洲央行资产负债表收缩程度快于美联储，驱动美元对欧元贬值，美元指数下行。

图12：欧洲央行资产负债表收缩程度快于美联储，美元指数下跌





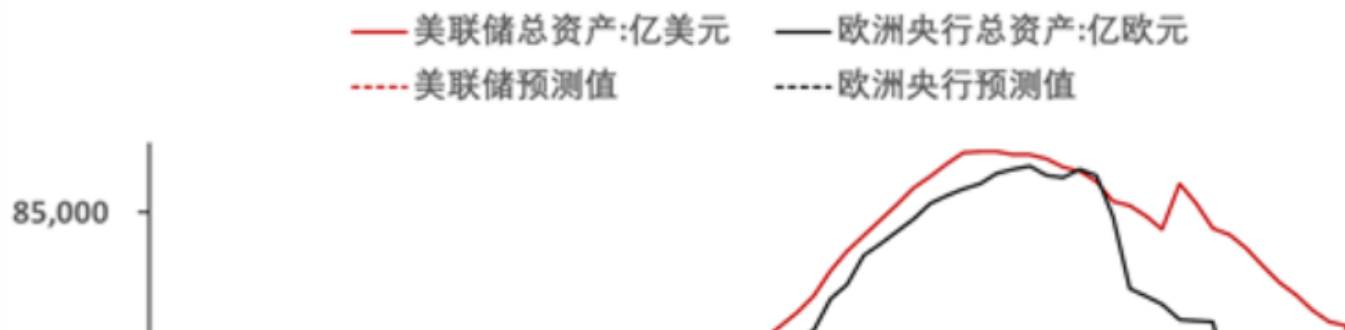
数据来源：Wind，五矿期货研究中心

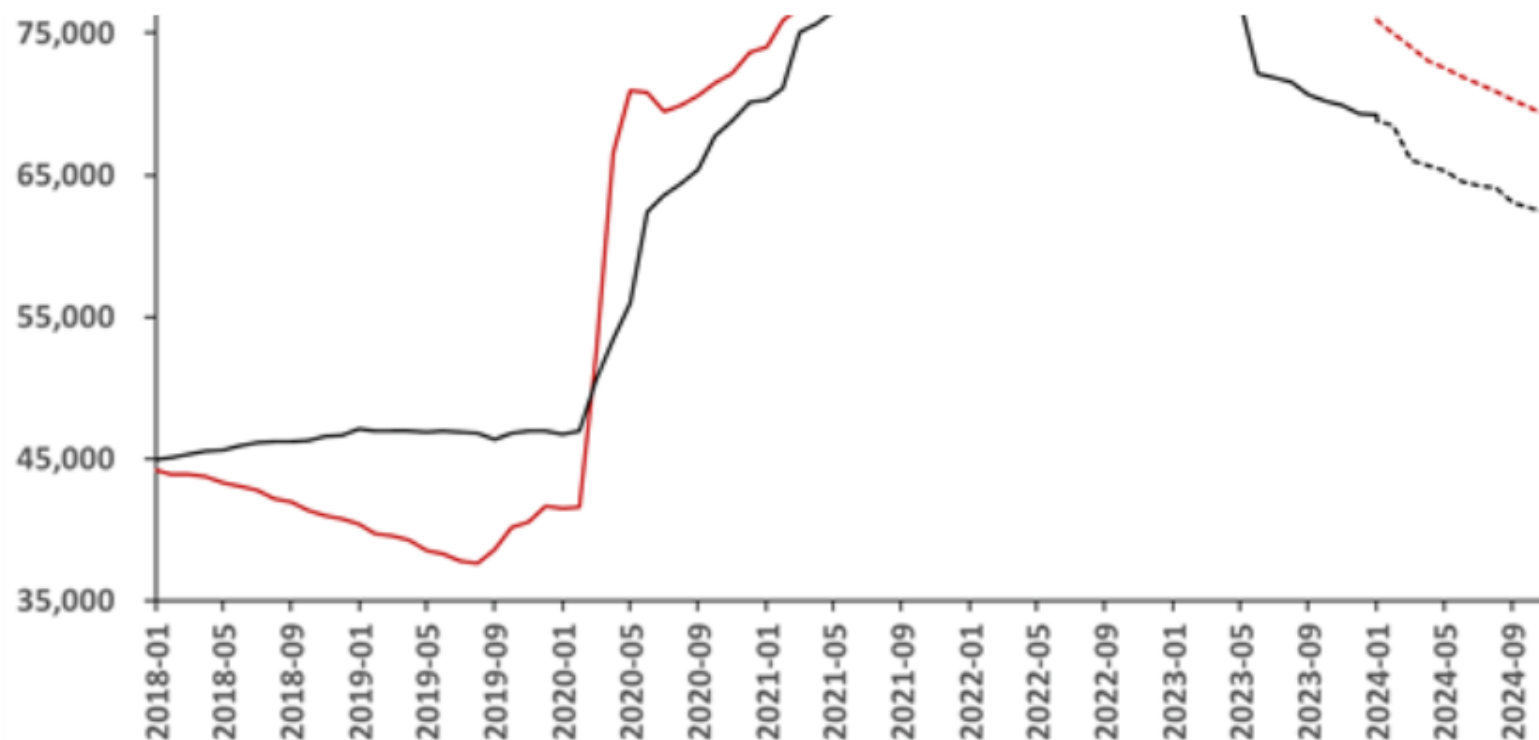
——美欧央行资产负债表展望

观察美欧央行资产负债表后续走势情况，欧洲央行资产负债表收缩主要是购债计划到期以及贷款工具到期。根据欧洲央行所发布到期数据，下一轮集中缩表会在今年3月。

美联储当前最大缩表目标是600亿债券+350亿MBS（按揭抵押债券）。最近也有官员提到放缓缩表。综合2019年情况进行预测，在今年3月底之前，预计欧洲央行资产负债表紧缩程度会高于美联储。目前美联储货币政策预期边际偏紧，但资产负债表收缩幅度相对较为缓和，短期来看美元指数的上行动能相对有限。

图13：美欧央行资产负债表展望（亿美元/亿欧元）





资料来源：Wind，FED，ECB，五矿期货研究中心测算

(根据其在金融(期货)服务实体经济论坛暨“至简交易”理论发布会上的演讲内容整理)

作者|钟俊轩 五矿期货研究员

免责声明

上述内容仅代表研究员个人观点，不代表经研院观点和立场，并非给他人所做的操作建议。内容仅供参考之用，读者不应单纯依靠本资料信息而取代自身独立判断，应自主做出投资决策并自行承担风险。本公众号不对任何因

使用本公众号所载任何内容所导致或可能引致的损失承担任何责任。Email: mr@minmetals.com 长按、扫描二维码，或者微信中查找“金属矿产”关注。主编：金志峰 责任编辑：陈琦