

细说“美联储”——美联储的抉择与影响力20230615

报告结论

【美联储系统】

- 美联储实际是一个去中心化的系统，其构成分别为联邦储备委员会、12个联邦储备银行和联邦公开市场委员会（FOMC）。其中，FOMC负责政策利率的决策，其成员共计12位包括7位联储委员、1位纽约行长和4位地方联储行长。
- 美联储通过一系列货币政策工具，如公开市场、准备金余额利息率和隔夜逆回购报价利率等对联邦基金利率进行调控，再由联邦基金利率传导至各市场基准利率，最终传导形成市场化利率。
- 联储官员的态度可以为利率预测提供参考，其中点阵图和联储官员的发言尤其值得关注。

【政策转向的依据】

- 启动加息：美联储启动加息会优先考虑通胀指标PCE的回升，再考虑失业率所处的位置。
- 启动降息：降息对于失业率指标反映敏感，历史上降息时点通常在失业率较前低点回升0.3%后开启。
- 停止降息：失业率回落后会促使美联储停止降息。不过，2000年后失业率回落时点对于降息停止的指示意义开始变弱。
- 停止加息：停止加息的时点往往在通胀回落后出现，在2012年后停止加息的时点在PCE回落至2%以下后才出现。

【对股市的影响】

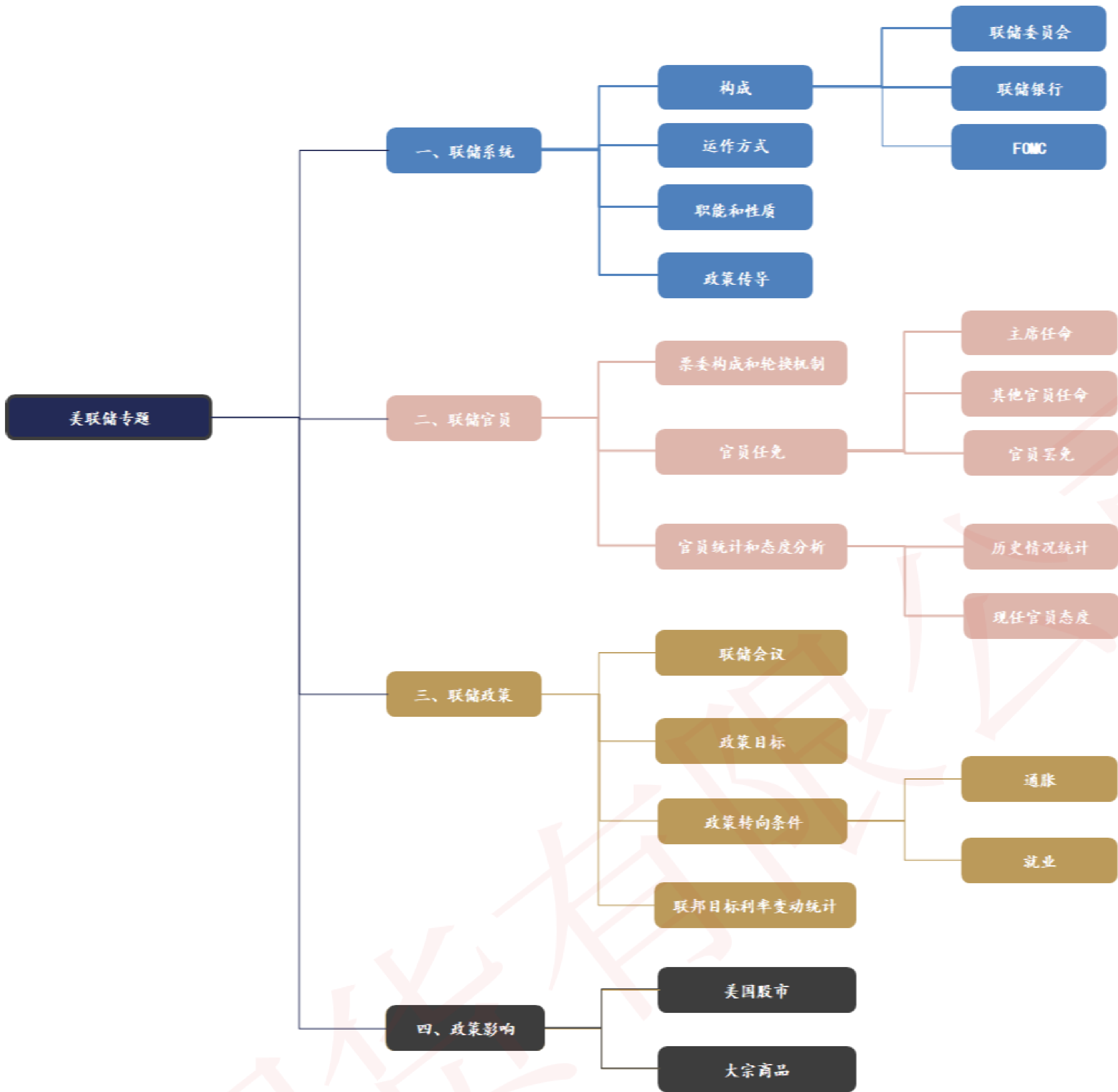
- 在1981年以来7次加息周期中，美股往往录得正收益，而在7次降息周期中美股录得正收益的情况也偏多，不过2000年之后基本录得负收益。
- 未来判断：若美联储继续加息，则与市场预期相违背，美国经济恶化风险进一步提升，经济周期向衰退阶段靠近，利空美股；若美联储停止加息或出现降息时，短期对市场有提振作用，在消化完降息消息后美股可能先出现回落，然后在降息中后期呈现上涨。

【对大宗商品的影响】

- 在1981年以来7次加息周期中，大宗商品普遍录得正收益，其中原油和铜的表现更优；而7次降息周期中，商品多数录得负收益，其中黄金表现更优。
- 未来判断：若美联储继续加息，会利空大宗商品；若美联储停止加息或出现降息时，短期对市场有提振作用，经济周期可能步入衰退，而衰退周期中的大宗商品表现可能会明显较弱，至经济步入复苏阶段后有所好转。

细说“美联储”——美联储的抉择与影响力20230615

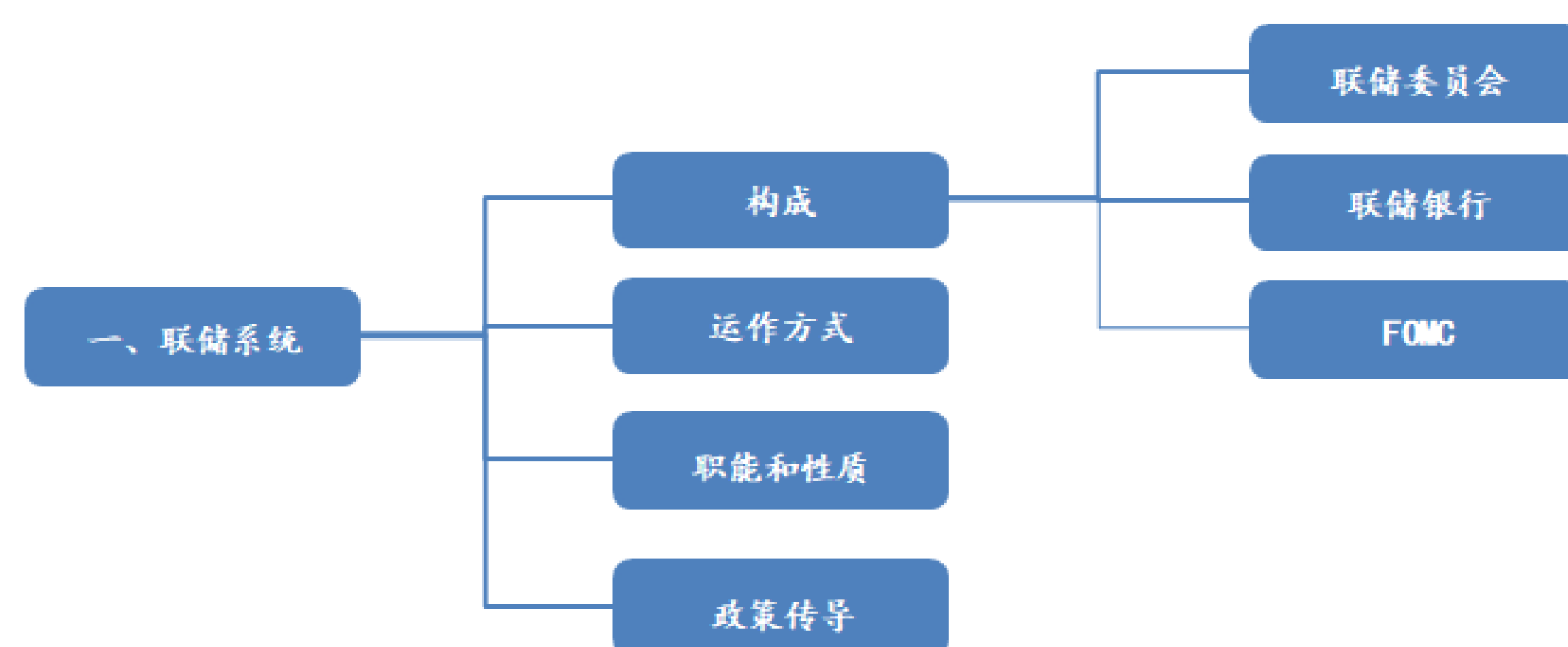
目录



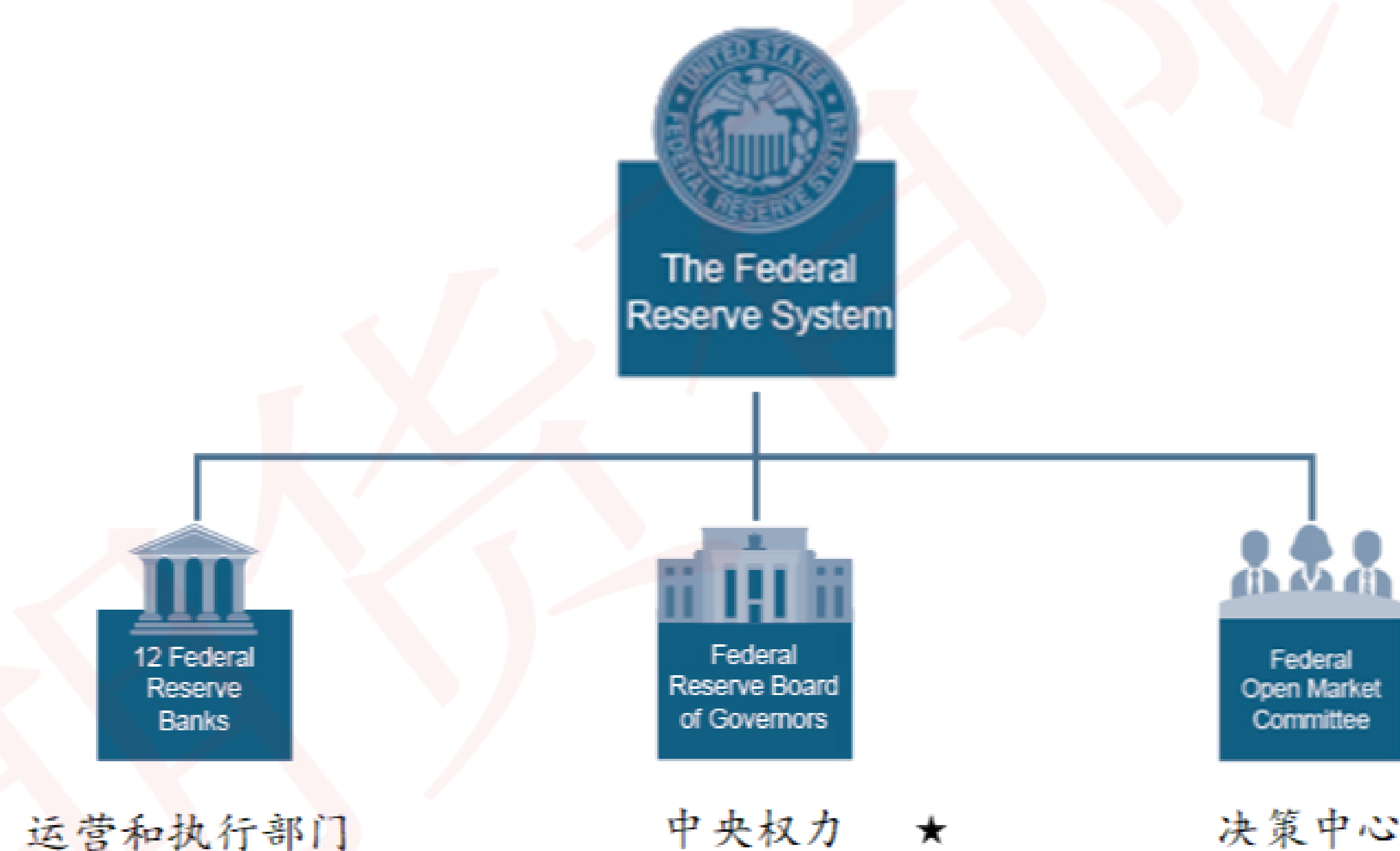
联储系统

一、联邦储备系统的构成

1、联储架构



美联储作为美国央行，并不是单一的中央银行，而是一个去中心化的系统。在美国联邦储备系统中的三个主要构成分别为联邦储备委员会（Board of Governors）、12个联邦储备银行（Reserve Banks）和联邦公开市场委员会（FOMC）。



2、联邦储备委员会（The Board）

地位：拥有整个系统中的最高权力

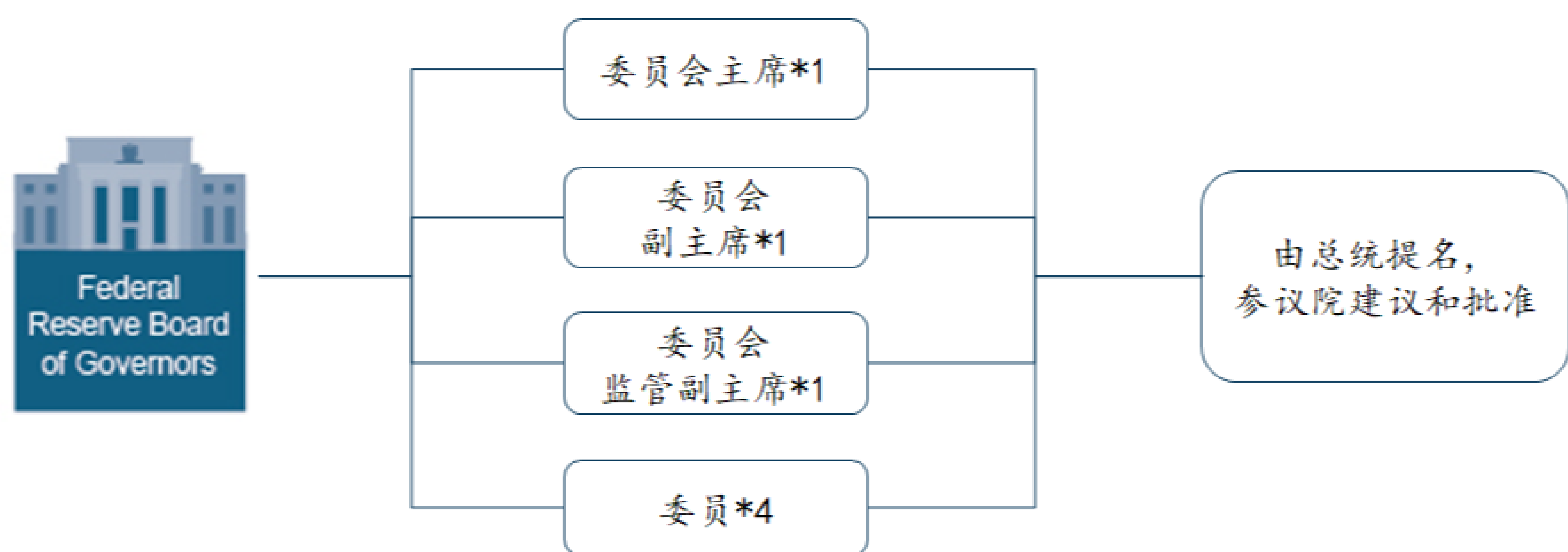
基本结构：由7名委员组成。

委员任期14年，原则上不允许连任；委员会主席、副主席和监管副主席三项职位任期4年，可以连任。

主要职权：

- 1、全权决定成员商业银行的存款准备金率
- 2、审核并批准联储银行提出的贴现率

2、联邦储备委员会（The Board）



3、联邦储备银行（Reserve Banks）

1、地区联储银行

作用：办理中央银行业务和执行货币政策

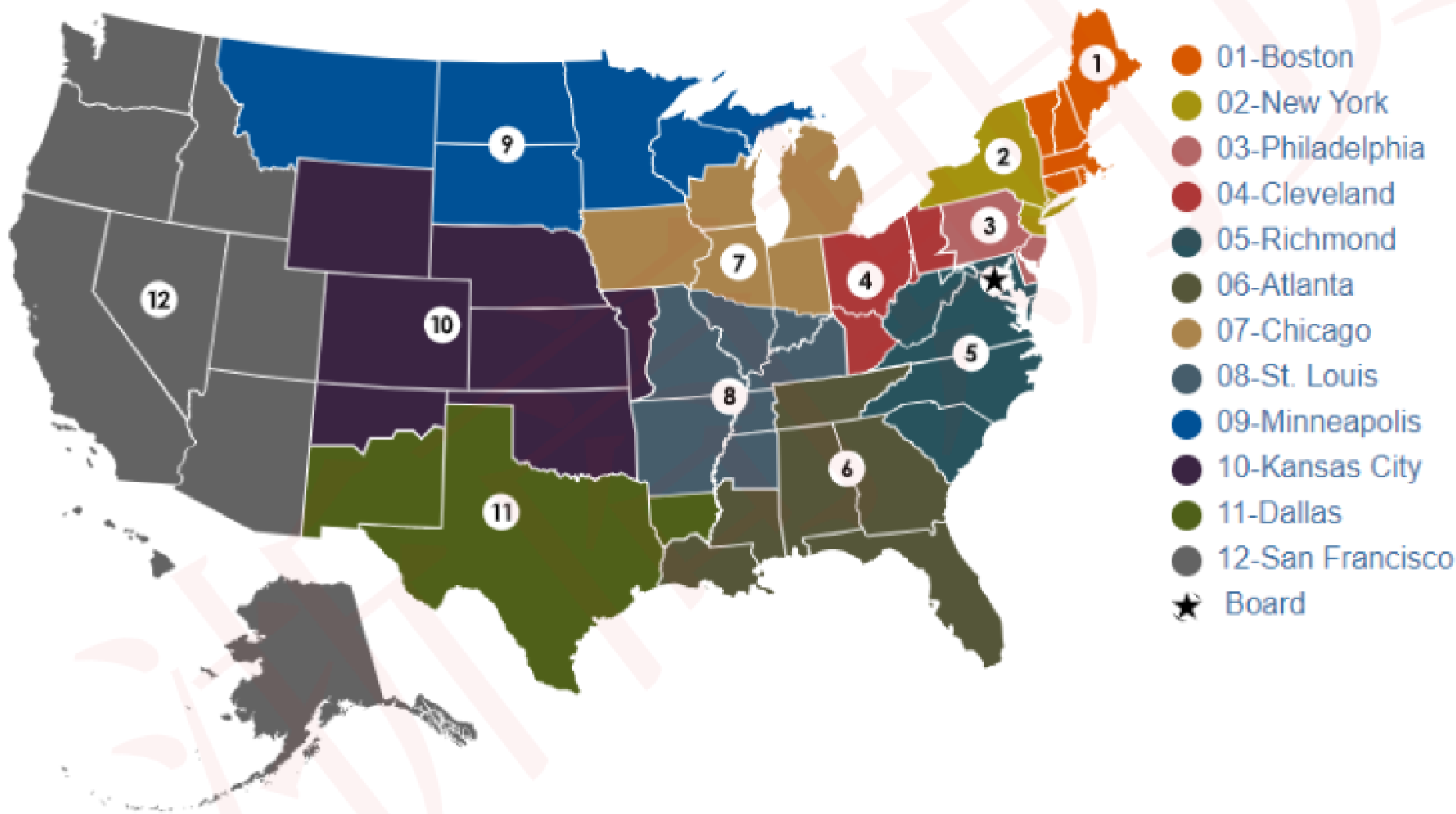
基本结构：

美国设有12个联邦储备区，每区各有一个联邦储备银行，储备区内可由总行在其他城市设立分支机构，目前总计24家。从各地区联储银行在联邦储备系统的资产分布情况来看，纽约、里士满、和旧金山是最大的三家联邦储备银行，在系统中的资产合计占比接近70%；而纽约联储银行的资产占比在35%左右，是12家地区联储银行中最重要的一家。

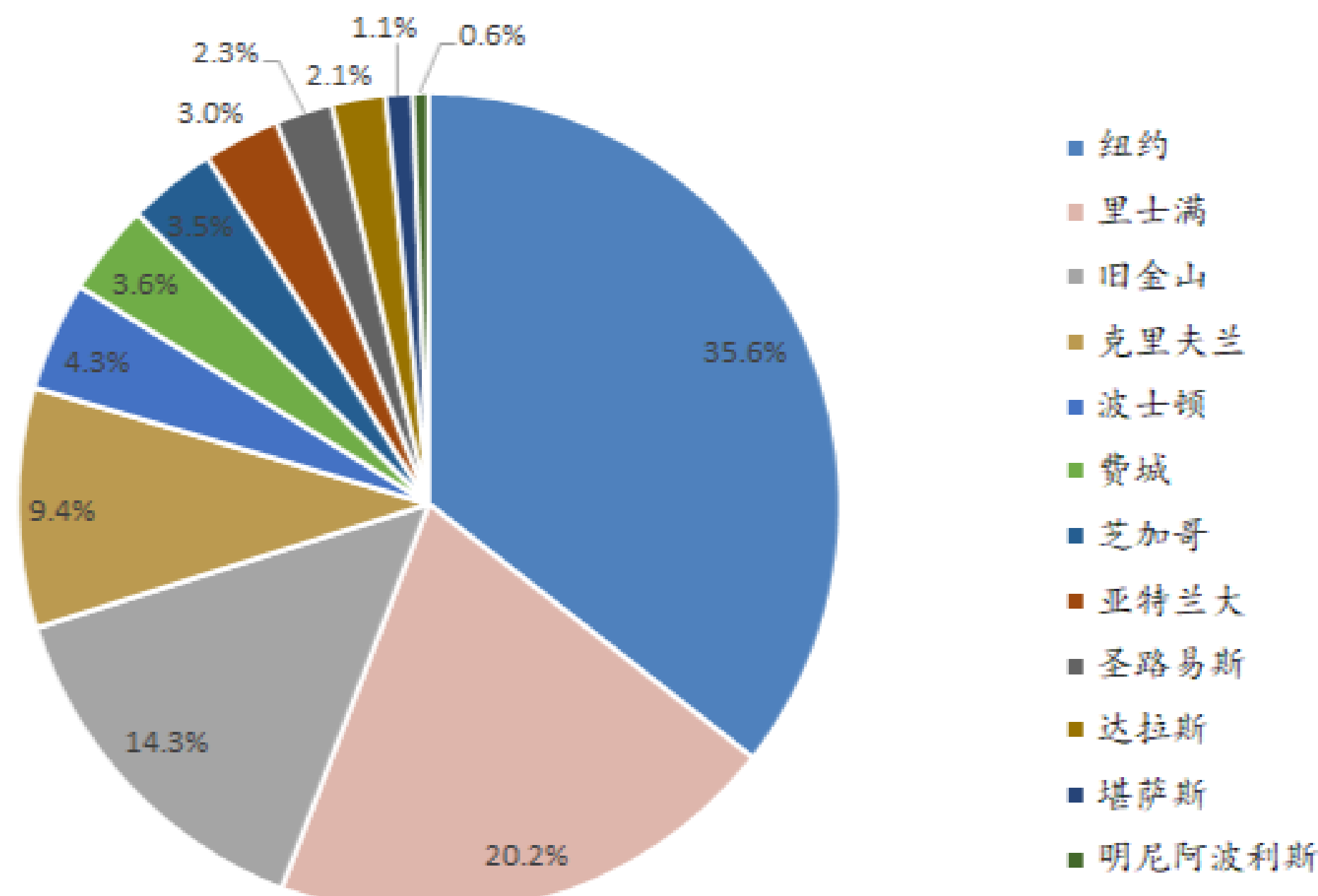
主要职能：

- 1、监督和审查成员银行、银行持股公司，以及根据董事会授予的权力被指定为具有系统重要性的非银行金融机构；
- 2、向存款机构提供贷款
- 3、提供关键金融服务来保障国家支付系统，如货币发行、支票清算等；

联储委员会和地区联储银行分布情况



2022年各地区联储银行资产占比情况（%）

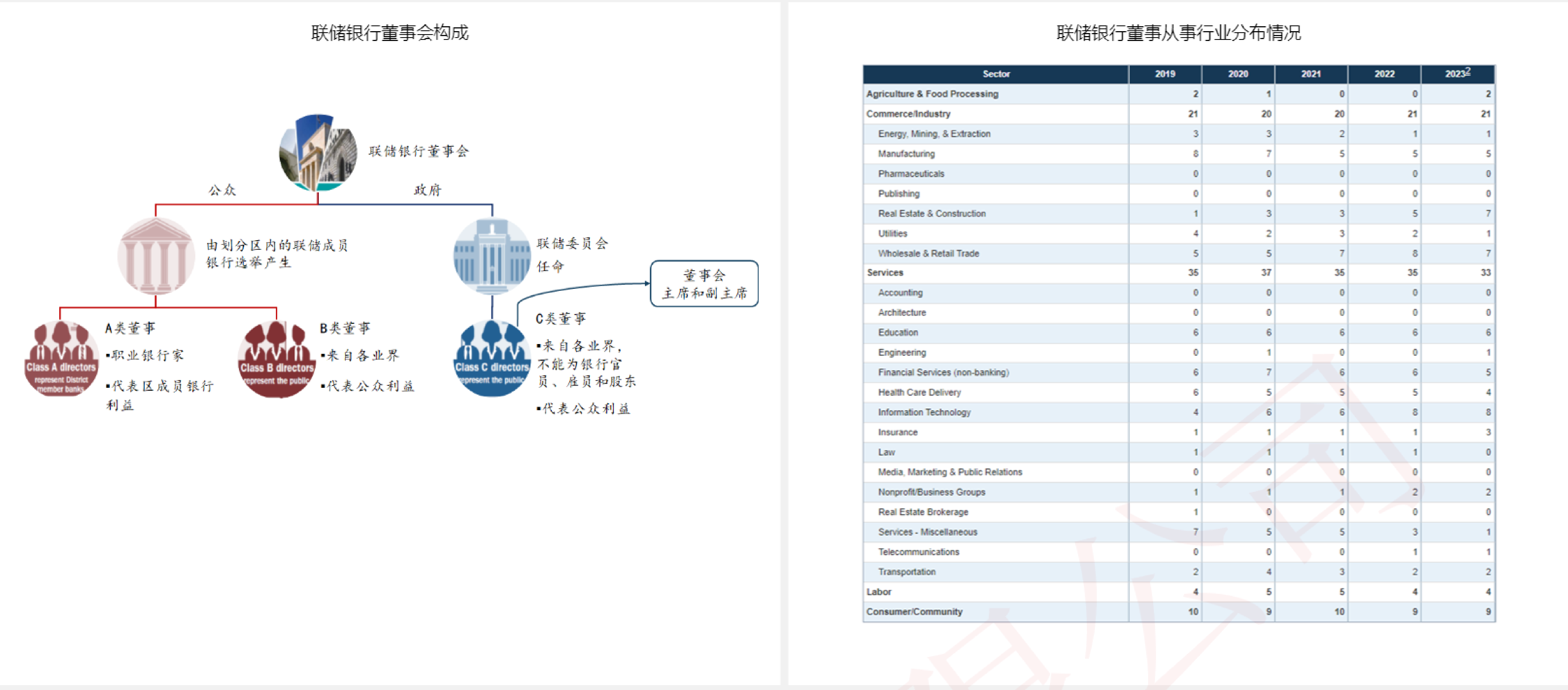


2、联储银行领导层

联储银行董事会设有9个董事席位，负责监管银行，审查银行的预算和绩效等，具体人员组成如下图。

联储银行的B类和C类董事代表公众利益，12个区的72名董事来自农业、工/商业、服务业、劳工和消费者部门。2023年，C类董事职位存在两个空缺，B类董事职位存在一个空缺的。

3、联邦储备银行（Reserve Banks）



3、联储成员银行

在12个联储银行下，有3000多家联储成员银行，包括所有的全国性银行，以及部分州内银行。这些联储成员银行必须用自有资产购买联储银行的股份，成为联储银行股东，并且不得转让和交易这些股份。拥有成员资格的私人商业银行可以购买储备区内的联储银行的股票，但是股东没有经营决策权，只享有固定股息分红。

注：成员银行在联储银行中认购的股本数量等于成员银行资本和盈余的6%，所以总的股份数是动态的，截止2022年12月31日，联储银行合并股本数量为700,281,542股。美联储每年所需支付的股息是已缴股本的股息，由地方联储银行向其成员银行进行支付固定股息分红，其中合并资产等于或低于112亿美元的成员银行获得6%的固定分红，而高于112亿美元的成员银行获得6%或获得相当于在支付股息前举行的最后一次十年期美国国债的高收益率。

4、联邦公开市场委员会（FOMC）

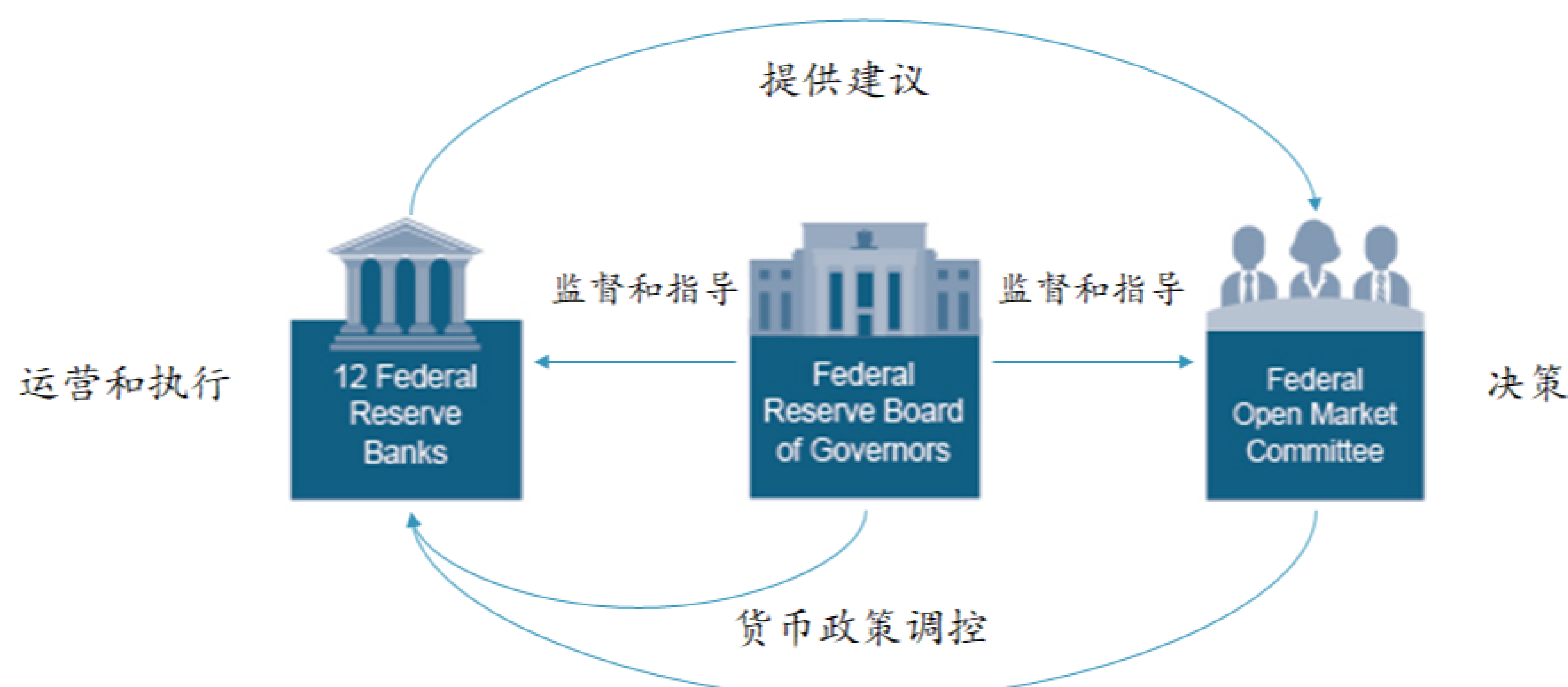
作用：决策中心，制定货币政策等。

基本结构：成员12名，包括联储委员7名、纽约银行行长，和4名地方联储银行行长。按照传统，联储委员会主席为FOMC主席，纽约行长为FOMC副主席。

主要职能：负责公开市场操作



二、联邦储备系统的运作方式



三、联邦储备系统的职能和性质

1、职能

五项主要职能

- 1、制定和执行货币政策，当前的政策目标包括适度的长期利率以及最大就业和稳定物价双目标；
- 2、维护金融系统稳定性，通过监管和参与来降低市场系统性风险；
- 3、监管金融机构；
- 4、维持安全且高效的支付和清算系统；
- 5、对银行机构实行监管，保护消费者合法的信贷权利。

2、性质

1、独立的政府机构

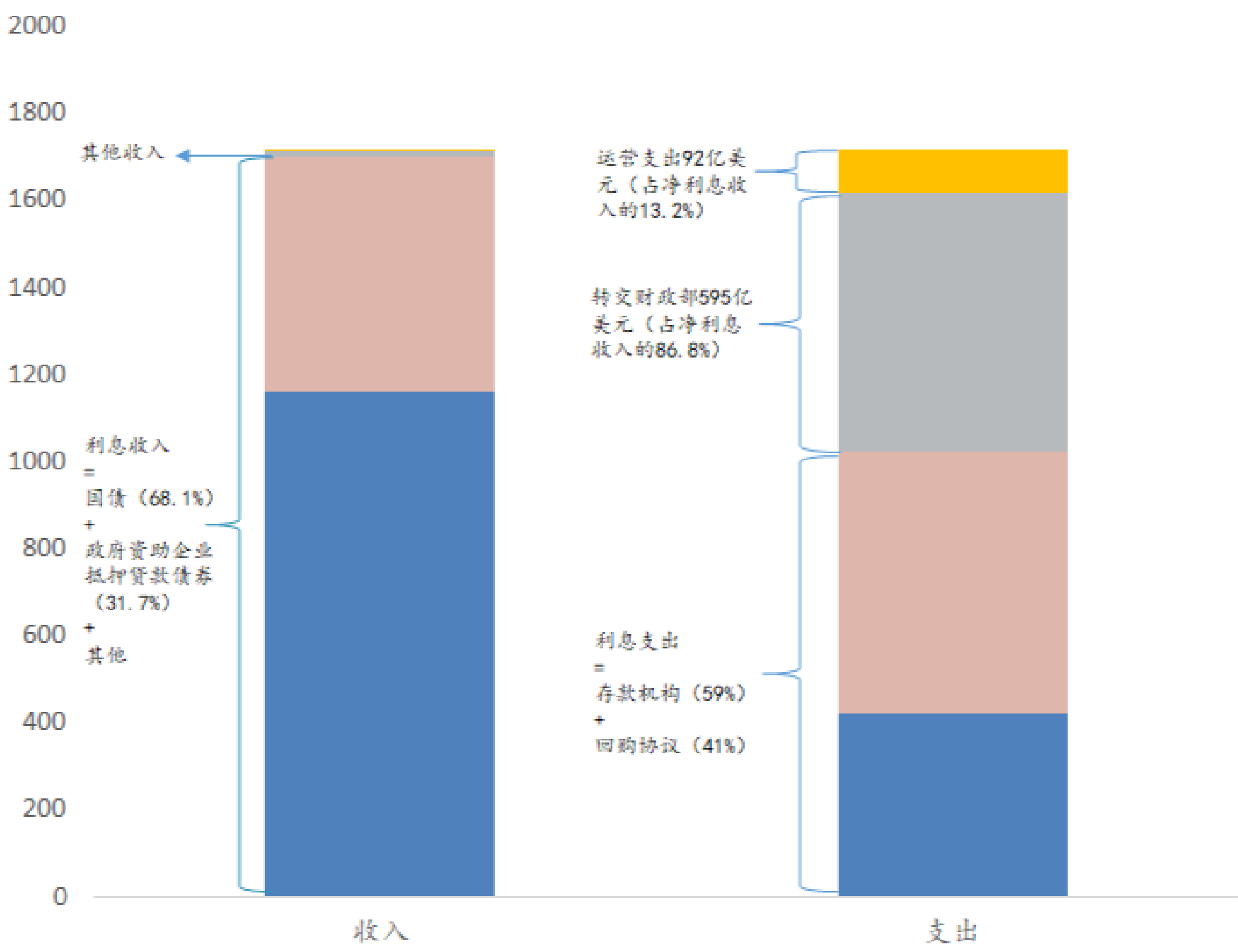
政府机构：联储委员会成员由总统提名，参议院确认。

独立性：美联储是政府内部的独立机构，无需向总统述职，且不受国会预算或拨款的约束。

其运营资金主要来源于购入美国政府债券和企业抵押贷款债券所获得的利息收入，其余少部分为外汇投资收入、向各种存款机构和商业银行贷款所获得的利息收入。

2、性质

2022年美联储收支情况（亿美元）



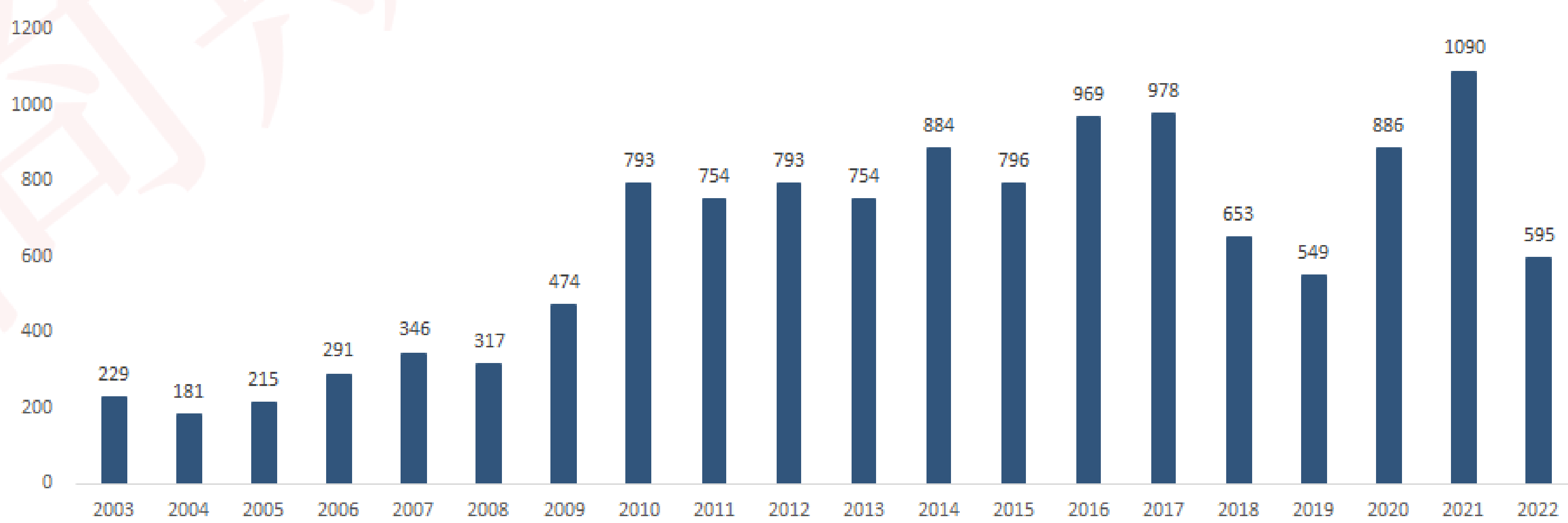
2022年美联储运营收支表（百万美元）

Combined Statements of Operations for the years ended December 31, 2022 and December 31, 2021		2022	2021
INTEREST INCOME			
Loans:	Note 4		
Loans to depository institutions		\$ 87	\$ 2
Other loans		67	227
System Open Market Account:	Note 5		
Securities purchased under agreements to resell		—	1
Treasury securities, net		115,872	92,610
Federal agency and government sponsored enterprise mortgage-backed securities, net		53,959	29,619
Government sponsored enterprise debt securities, net		133	134
Foreign currency denominated investments, net		(3)	(45)
Central bank liquidity swaps		18	7
Total interest income		170,133	122,595
INTEREST EXPENSE			
System Open Market Account:	Note 5		
Securities sold under agreements to repurchase		\$ 41,967	\$ 414
Other		5	2
Depository institutions and others		60,405	5,333
Total interest expense		102,377	5,149
Net interest income		67,756	116,896
OTHER ITEMS OF INCOME (LOSS)			
System Open Market Account:	Note 5		
Treasury securities losses, net		\$ (5)	\$ —
Federal agency and government sponsored enterprise mortgage-backed securities losses, net		(234)	(39)
Foreign currency translation losses, net		(1,762)	(1,856)
Other		82	45
Income from services		466	456
Reimbursable services to government agencies		846	787
Other components of net benefit costs	Notes 9, 10	787	366
Other		40	50
Total other items of income (loss)		220	(187)
OPERATING EXPENSES			
Salaries and benefits		\$ 3,943	\$ 3,792
System pension service cost	Note 9	946	954
Occupancy		319	318
Equipment		250	231
Other		832	811
Assessments:			
Board of Governors operating expenses and currency costs		2,069	2,005
Bureau of Consumer Financial Protection		722	628
Total operating expenses		5,187	5,738
Reserve Bank net income from operations		58,795	107,880
Consolidated variable interest entities: Income, net	Note 6	1,742	975
Consolidated variable interest entities: Non-controlling (income), net	Note 6	(1,701)	(827)
Reserve Bank and consolidated variable interest entities net income before providing remittances to the Treasury		58,836	107,928
Earnings remittances to the Treasury, net	Note 12	59,446	108,025
Net loss after providing for remittances to the Treasury		(610)	(1,097)
Change in prior service costs related to benefit plans	Notes 9, 10, 11	(29)	(91)
Change in actuarial gains related to benefit plans	Notes 9, 10, 11	1,848	1,731
Total other comprehensive income		1,819	1,640
Comprehensive income		\$ 1,209	\$ 543

2、非盈利性的私营机构

- 私营机构：12家地区联邦储备银行的股东由3000多家成员商业银行组成。
- 根据1914年5月19日向货币审计署报备的文件记录，纽约联储银行的股份发行总数为203,053股，到1983年，纽约联储银行的成员银行持股比例为：花旗银行15%，大通曼哈顿14%，摩根信托9%，汉诺威制造7%，化学银行8%。
- 非盈利性：扣除运营开支和利息支出后的全部正向结余需转给财政部，如果联储银行运营出现入不敷出的情况，则将这部分亏损记为递延资产。

转交给财政部的净收入（亿美元）



四、联邦储备系统的政策传导机制

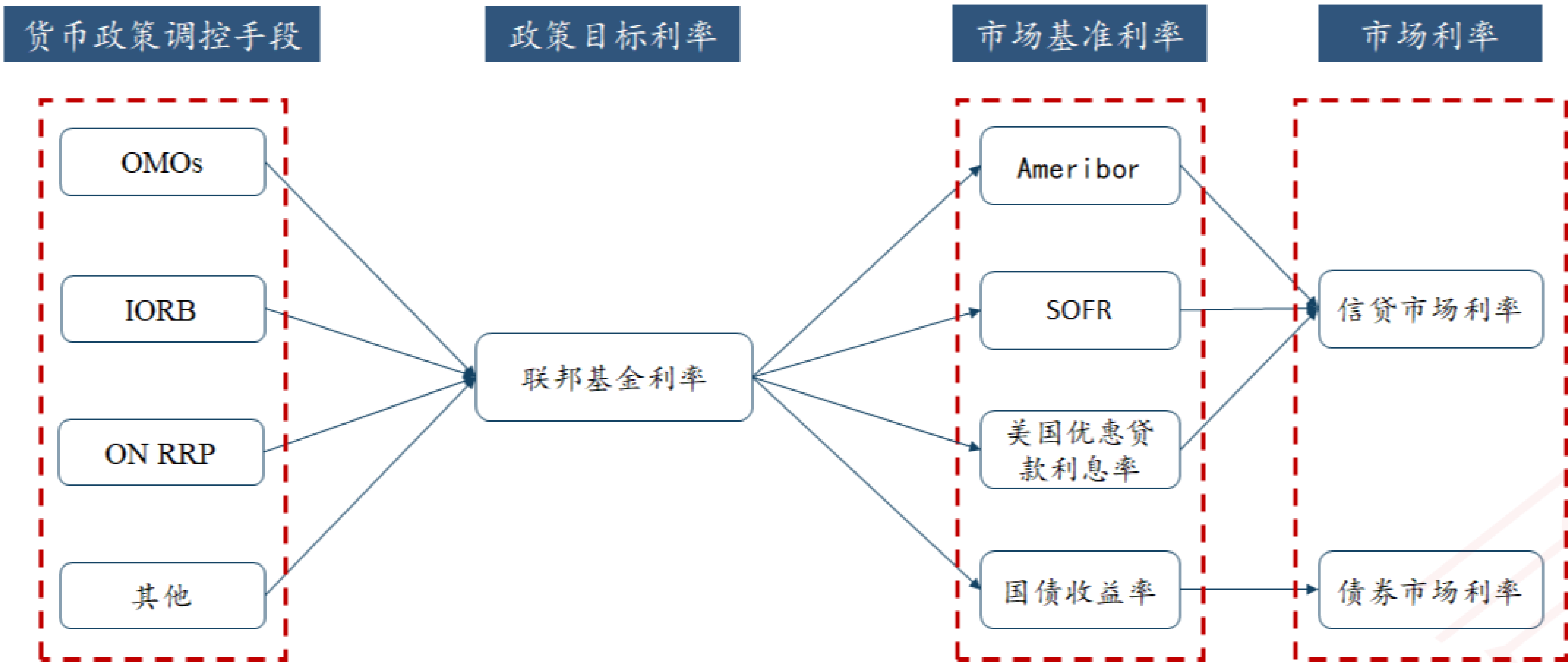
1、政策传导机制

QE推出后，准备金数量飙升，因此再通过OMOs来控制联邦基金利率就变得十分困难，两个新货币政策工具由此推出，即准备金余额利率和隔夜逆回购报价利率这两个利率。这两个“管理利率”形成了联邦基金利率的上限和下限，迫使联邦基金利率在这两个利率构成的上限和下限之间波动。

美联储通过货币政策调控手段来影响联邦基金利率，即同业拆借市场的利率，再传导至各市场利率。各类市场利率会根据联邦基金利率预期的变动进行调整，因此在联邦基金目标利率正式上调的当天，各类市场利率并不会发生激烈变动。此外，受短期利率的调整幅度会大于长期利率的调整幅度。

1、政策传导机制

美联储政策调控框架



注：Ameribor是无担保的贷款隔夜基准利率，而SOFR是有担保的隔夜融资利率。

美联储货币政策工具

类型	货币政策工具	解释
传统货币政策调控工具	公开市场操作（OMOs）	美联储通过公开市场买卖美国国债的操作（通过对货币市场的介入，影响商业银行的超额准备金，进而影响商业银行放贷能力）。分为两种类型：一种是永久性的买进或卖出国债，从而使准备金规模发生永久性（或长期）的变化；一种是临时性的买进或卖出国债，以便对准备金存量做临时性调整。
	贴现率	通过“贴现窗口”向存款机构放贷，对一级信贷、二级信贷和季节性信贷设置不同利率。
	存款准备金率	成员银行需在联储银行缴存的存款准备金占其存款总额的比例。自2020年3月26日起美联储将存款准备金率降至零
新增货币政策调控工具	准备金余额利息率（IORB）	成员银行在联储银行的存款准备金支付的利息率
	隔夜逆回购报价利息率（ON RRP）	美联储对非银行金融机构进行的一种临时性OMOs。