



谭雅玲：Taper 原理与逻辑不清是值得警惕的最大风险



文/新浪财经意见领袖专栏作家 谭雅玲



近期关于美联储 Taper 的话题备受关注，尤其本周美联储年度第 6 次例会或推出 Taper 计划，市场预期较为强烈，国际金融市场乃全球经济体都十分关切，市场动荡性因此加剧十分忐忑。通过纵览并思考舆论与关切角度，我发现 Taper 逻辑思维与预期心理存在偏颇，理解力不透彻或解读不精准将会对未来产生重大影响。我特别发现这些问题的预期与现实背离严重，市场恐慌之中的理解不足是重点。而未来美联储、美国、美元将会更加积极主动调整，全球有点被愚弄或被摆布的策略将会更加严重，对于金融风险严重性的意识不清是关键。因此，针对市场 Taper 的焦点话题谈

以下三点意见，以利于市场有准备应对和风险透彻理解。

首先美联储 Taper 是应急投放，也是 QE 结构性配合财政政策不得已而为。美国乃至任何一个货币独立国家的财政与货币政策协调是金融乃经济安全之本。历史上诸多国家或地区金融危机都是财政与货币政策失调引爆的风险，至今美国背负全球最大债务负担、货币特权依然坚固之下，美联储货币政策保驾护航失控的财政政策是观察美国当前 Taper 的核心要点。一方面美国政府没有发行货币权力，只有发行国债功能，而在财政赤字超标严重之下，美联储货币政策配合与支持财政为主的 Taper 才是最重要的背景与环境。美国国债被美联储持有，美国财政部在美联储抵押背书，美国财政与货币政策协调是 Taper 的基础。美联储 Taper 市场解读的造钱过程值得思考真实与事实原本。

1、美国国会批准国债发行规模，国债在公开市场买卖；财政部将拍卖交易中没有卖出去国债全部送到美联储，美联储照单全收，这时美联储账目上将这些国债记录在“证券资产”项下。由于国债由美国政府以未来税收作为抵押，因此被认为是世界上最可靠的资产，美国政府信用资产以美元信用保证。

2、当美联储获得了这一资产之后可以用它产生一项负债，这就是美联储印制的美联储支票。美国联邦政府收到并背书美联储开出的美联储支票后，这张支票又被存回美联储银行转成政府储蓄存在美联储的账户上。

3、最后美国联邦政府开始花钱，大大小小的联邦支票构成货币流动性

投向实体，收到这些支票的公司和个人将其存到商业银行账户上，这些钱又变成了商业银行储蓄。商业银行储蓄在银行账目上被重新分类为银行储备，此时这些储蓄已经由银行的普通资产生成储备金；美联储允许商业银行保留 10% 的储蓄做储备，结果 90% 的资产被银行用于发放信贷。然而，这并非是美国联储印钞票的简单循环，Taper 最大特点就美联储运作机制精准对标经济实体和企业的事实，美国经济在疫情与地缘复杂环境下坚韧稳健的增长与拉长经济周期，这种现实是美联储货币政策与美国财政国债数量和结构的巧妙组合与发挥。

其次美联储货币政策核心是美元流动性，这是美国财政与经济独具一格的特征。美联储 QE 实行零利率或近似零利率的政策无空间之后，美联储就通过购买国债等方式增加基础货币供给，尤其向企业和实体精准投放，但并非是向市场注入大量流动性。因为美联储收购或回购的是美国国债，但给予企业或实体的是现金、支票或流动性，以救助家庭性命、企业流动性为主的 QE 是美联储货币政策新组合和新特征，其发放货币的功能精准定位与定向是疫情之下美联储 QE 的新形式和新路径。由此，我们理解或解读 Taper 需要明白其过程的来龙去脉。QE 到 Taper 是美联储逐渐缩减资产购买至零的过程，实际上并不是紧缩，而是美联储资产负债表保持现状，尚未达到紧缩货币时期，只有未来加息举措出现美联储紧缩才正式开始。但这并不意味一味紧缩，目前美联储每个月 1200 亿美元（包括 800 亿国债和 400 亿 MBS），预计未来每月缩减 120 亿购买规模，这也需要 10 个月左右才能完成。美联储货币投放已经达到极致，并超出法定指标，

Taper 将是美联储必然采取的手段，也是财政支持不会受到影响的唯一手段，此时和此举最重要的还是财政与货币政策协调的结果。

目前值得关注美国财政部最新月度显示，今年 7 月包括各国央行在内的海外投资者累计购入了 462 亿美元美国国债，目前外资持有的美国国债总规模达到 7.54 万亿美元，这已经是连续 4 个月增持。其中日本作为美国盟友增购 300 亿美元，目前持仓规模为 1.31 万亿美元。而近年来表现似乎最讨厌美债的国家——俄罗斯截至 7 月持有的美债规模依然维持 40 亿美元，虽然较比之前 960 亿美元大幅减少 95.8%，但依然是持有状态。除央行以外，7 月开曼群岛对冲基金买入 353 亿美元美国国债，创出 2018 年 5 月以来最高纪录。7 月美国主权债券的收益回报为 1.4%，这是 2020 年 3 月以来为新高，但比较今年年初 1.8% 左右收益率水平是回落。这是美联储 Taper 准备退出的要素之一。

此外，美国投资银行斯迪富金融公司数据显示，今年 3 月全球以美元计价的广义货币（M2）供应量还同比暴增 22%，到今年 6 月这一增幅就快速回落至 10% 左右的水平。市场上增发的货币少了，投资和消费这两大板块必然有所波动，并首当其冲受到影响。而美联储收购国债并不意味着刺激经济，这或可能是货币管理体系的需要。当市场上流动性比较紧张的时候，美联储可能通过购买国债的形式将资金借给美国政府，而政府拿到资金后就会向实体企业投放，美国股市高涨的企业盈利以及经营效率利好来源与美联储作为密不可分。美联储购买国债的钱如果是凭空印刷出来的，

其购买国债虽然短期解决了流动性问题，但长远来说会使流通中的美元增加导致美元贬值，美元贬值与其它国家货币会升值相伴而行，这与美联储的逻辑与操作密不可分。因为美国处于世界金融霸主地位，所以会对其它国家货币和经济造成影响。

最后美联储 Taper 的最终意图与指向在于利率，这是目前美元汇率匹配的短板或缺失。Taper 是相对 QE 的一种应急对策，主要初衷就是因为疫情做出应对的举措。疫情之前的美联储 2013 年开始 QE 紧缩，但 2020 年 3 月因疫情而起，美联储量化宽松政策侧重通过企业或机构购买政府债券，每个月投放 1200 亿美元的货币流动性。这主要是基于三个特殊原因。第一个特殊是疫情，第二个特殊是赤字，第三个是美元升值。伴随疫情投入加大的美国政府债务增长极致超规模，美国债务前所未有的超过经济体量，尤其前总统特朗普扰外激进与安内不足使得美国面临严峻风险时期。随后拜登政府刺激计划负债资金循环与出处面临压力，根据拜登政府财政预算，美国 2021 年财政赤字为 3.669 万亿美元，2022 财年赤字为 1.837 万亿美元，预计未来 10 年美国联邦政府债务累计将超过 39 万亿美元。美国政府债务运作模式本质上不计息发新债 还旧债的游戏 循环往复没有尽头

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26964

