

美联储资产负债表将如何变，对美债影响几何？

一、美联储资产负债表将如何变，对美债影响几何？

■ 通常纽约联储会在4月发布年报的同时披露对于持有资产规模的预测，今年由于资产负债表规模计划的调整，推迟到9月。据纽约联储预测，2019年末中性、扩张和紧缩三种情景下持有资产规模分别为3.60万亿美元、3.62万亿美元和3.60万亿美元；2020年持有资产规模将再度扩张，2025年末三种情景下持有资产规模分别为4.2万亿美元、4.7万亿美元和3.6万亿美元；同时，持有资产结构也会发生相应的变化，具体表现在随着MBS、机构债券规模到期以及提前偿还，规模逐步减少，相应的持有国债规模逐步增加，2019年末三种情景下持有国债规模分别为2.41万亿美元、2.60万亿美元和2.41万亿美元，2025年末三种情景下持有国债规模分别为3.60万亿美元、4.15万亿美元和3.07万亿美元。当然，纽约联储的预测不一定准确，但可以作为一个参考；其中，确定的是随着非准备负债（现金和财政存款等）的自然扩张，美联储资产负债表将再度扩大（今年以来美债收益率持续走低，期限溢价的下降是重要因素）。根据Tobias Adrian等人的研究，美债收益率可以拆分为风险中性利率与期限溢价之和。2019年前8个月，10年期美债收益率下降110bp至1.5%，其中期限溢价下降69bp，风险中性利率下降41bp，期限溢价的下降贡献了美债收益率走低的63%。期限溢价的走弱与全球经济走弱背景下，美债需求的增加有关。今年以来，随着全球经济的走弱，上半年海外投资者净增持美国国债3803亿美元，海外投资者强劲的需求压低了中长期美债期限溢价；同时Q1个人投资者净增持美国国债1529亿美元，也在增加美债的持有。此外，按照美联储资产负债表正常化计划，本来将于今年9月末结束的缩表，也提前至8月结束。因此，随着缩表的停止，美联储也将再次净增持美债。美联储增持美债的具体期限存在不确定性，且有一定可能选择增持短久期美债，这会在压低短期美债收益率的同时，还可以增强购债的灵活性，后期也可以进行类似于2011-2012年之间的期限延长（MEP）操作。但美联储增持美债对期限溢价的影响是确定的。当然，当前期限溢价水平可能已经在一定程度上反映了美国乃至全球经济走弱的预期，美债收益率进一步下降的空间可能有限。需要关注的是，随着美国经济的实际走弱，风险中性利率可能还有下降空间（类似于2000年、2007年）。总体来看，虽然当前美债收益率已经反映了年底两次降息的预期，但在美国乃至全球经济逐步走弱的背景下，我们预计10年期美债收益率或还有一定下降空间，预计年底将降至1.4%附近。

二、全球央行观察

- 中国央行：“全面降准+定向降准”支持实体经济。
- 美联储：鲍威尔表示继续采取适当行动，维持美国经济扩张。美联储主席鲍威尔表示，美联储降息支撑了经济，依然看好经济前景，并不认为美国经济会陷入衰退；美联储将继续采取适当行动，来帮助维持美国经济扩张。
- 欧央行：部分官员认为降息是货币宽松的第一选项。欧洲央行管委穆勒表示，目前没有重启购债的必要，货币宽松来看降息是第一选项。
- 日本央行：部分官员表示有必要进一步放松货币政策。日本央行委员片冈刚士表示，个人认为有必要进一步放松货币政策；通过下调短期利率目标，日本央行可以让收益率曲线形状变得更加合理。
- 其他央行：俄罗斯、乌克兰、智利央行降息。

三、文献推荐

- 居民通货膨胀预期的形成：日本通缩经验的新证据（BOJ）。

风险提示：贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

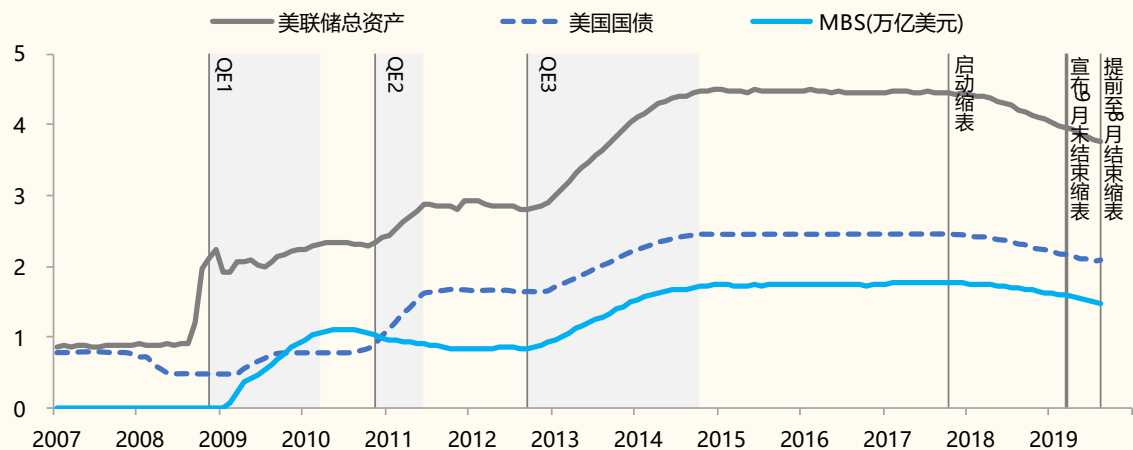
邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

一、美联储资产负债表将如何变，对美债影响几何？

美联储资产负债表政策回顾。金融危机后联邦基金目标利率迅速降至零，美联储利率政策开始面临“零下限”约束，资产负债表在货币政策中开始发挥重要作用，2008年11月美联储开启三轮QE，QE结束后资产规模由2.1扩大至4.5万亿，2017年10月美联储启动缩表，2019年1月，美联储宣布将在充足准备金制度运作货币政策。3月宣布资产负债表正常化原则和计划，确认了长期将仅持有国债，并宣布从5月开始减缓缩表规模，并在9月底结束缩表。2019年7月末在降息的同时，对结束缩表指引做了调整，提前至8月1日。截至9月4日，美联储资产负债表总规模为3.76万亿美元，其中国债2.1万亿美元，MBS为1.49万亿美元。

图表1：2007年以来美联储资产规模与主要结构的变化



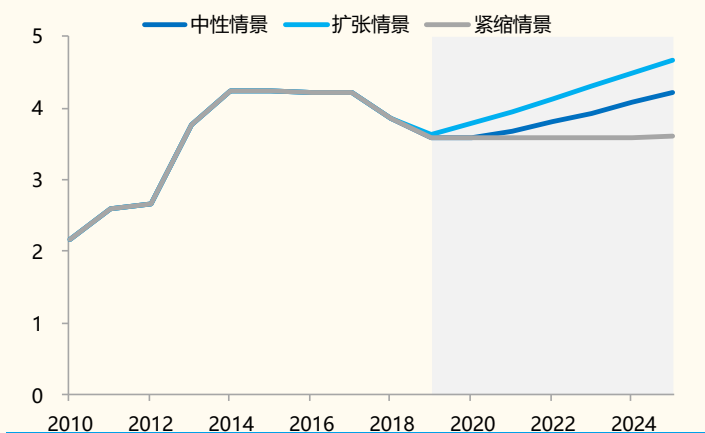
来源：Wind，国金证券研究所整理

通常纽约联储会在4月发布年报的同时披露对于持有资产规模的预测，今年由于资产负债表规模计划的调整，推迟到9月。预测的具体假设是基于6月对一级交易商和市场参与者调查作出的，包括对美联储资产负债表规模、结构，以及最低准备金规模的预期，并根据50分位数、75分位数和25分位数划分为三种情景，即中性、扩张和紧缩情景。

根据纽约联储预测，2019年末中性、扩张和紧缩三种情景下持有资产规模分别为3.60万亿美元、3.62万亿美元和3.60万亿美元；2020年持有资产规模将再度扩张，2025年末三种情景下持有资产规模分别为4.2万亿美元、4.7万亿美元和3.60万亿美元；同时，持有资产结构也会发生相应的变化，具体表现在随着MBS、机构债券规模到期以及提前偿还，规模逐步减少，相应的持有国债规模逐步增加，2019年末中性、扩张和紧缩三种情景下持有国债规模分别为2.41万亿美元、2.60万亿美元和2.410万亿美元，2025年末三种情景下持有国债规模分别为3.60万亿美元、4.15万亿美元和3.07万亿美元。在资产组合中的占比也将由2019年的67%左右升至87%左右。当然，纽约联储的预测不一定准确，但可以作为一个参考；其中确定的是随着非准备负债（现金和财政存款等）的

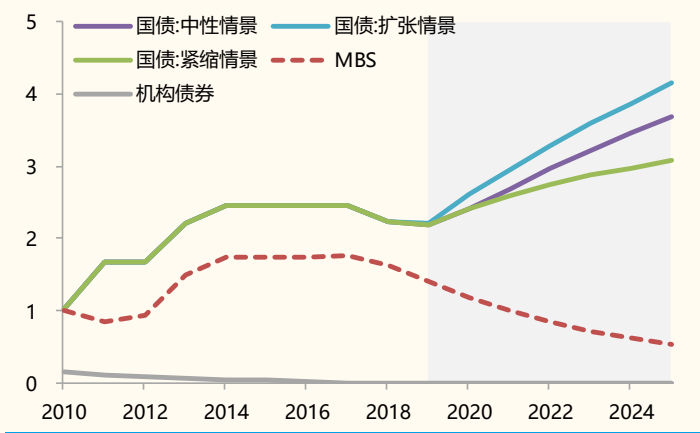
自然扩张，美联储资产负债表将再度扩大。

图表 2：美联储持有资产规模变动



来源：NY FED，国金证券研究所

图表 3：美联储持有资产结构变动

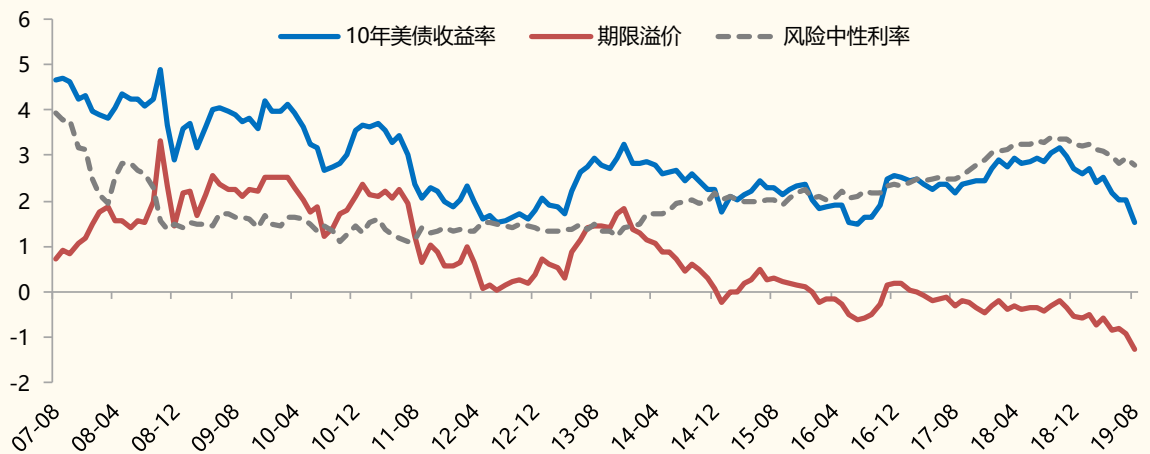


来源：NY FED，国金证券研究所

今年以来美债收益率持续走低，期限溢价的下降是重要因素。根据 Tobias Adrian¹等人的研究，美债收益率可以拆分为风险中性利率与期限溢价之和。2019 前 8 个月，10 年期美债收益率下降 110bp 至 1.5%，其中期限溢价下降 69bp，风险中性利率下降 41bp，期限溢价的下降贡献了美债收益率走低的 63%。期限溢价的走弱与全球经济走弱背景下美债需求的增加有关。在美债持有者中，海外投资者、养老基金、美联储和个人投资者持有是美债前四大投资者，截至 2019Q1，分别在美债持有中占比 37%、14%、12%和 12%。今年以来，随着全球经济的走弱，上半年海外投资者净增持美国国债 3803 亿美元，海外投资者强劲的需求压低了中长期美债期限溢价，同时 Q1 个人投资者净增持美国国债 1529 亿美元，也在增加美债的持有。此外，按照美联储资产负债表正常化计划，本来将于今年 9 月末结束的缩表，也提前至 8 月结束，按照计划，如果 MBS 和机构债券减少规模在 200 亿/月，减少量将投资于国债；超过 200 亿/月的部分再投资于 MBS 和机构债券。因此，随着缩表的停止，美联储也将再次净增持美债。美联储增持美债的具体期限存在不确定性，且有一定可能选择增持短久期美债，在压低短期美债收益率的同时，还可以增强购债的灵活性，后期也可以进行类似于 2011-2012 年之间的期限延长（MEP）操作。但美联储增持美债对期限溢价的影响是确定的。当然，当前期限溢价水平可能已经在一定程度上反映了美国乃至全球经济走弱的预期，美债收益率进一步下降的空间可能有限。需要关注的是，随着美国经济的实际走弱，风险中性利率可能还有下降空间（类似于 2000 年、2007 年）。总体来看，虽然当前美债收益率已经反映了年底两次降息的预期，但在美国乃至全球经济逐步走弱的背景下，我们预计 10 年期美债收益率或还有一定下降空间，预计年底将降至 1.4%附近。

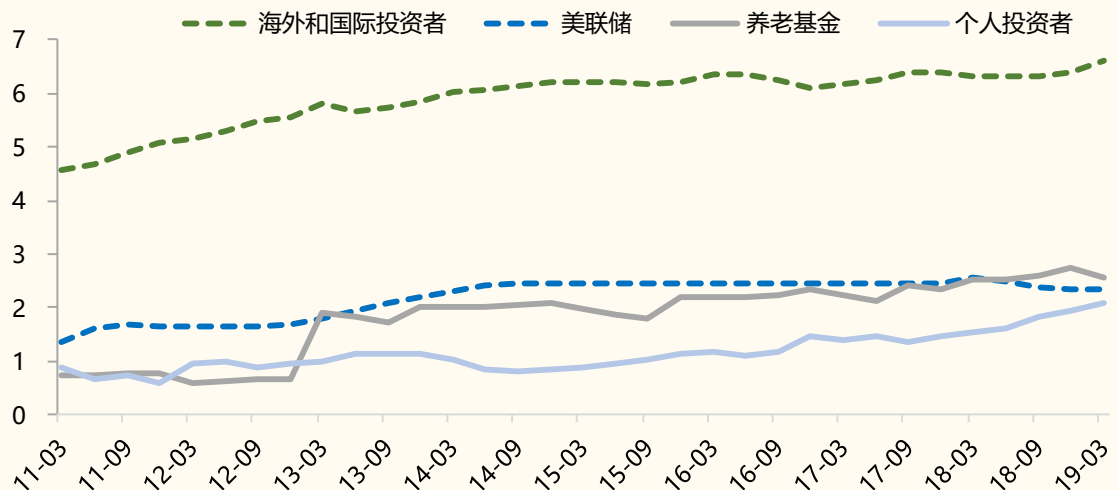
¹ Tobias Adrian, Richard K. Crump, Emanuel Moench, 2013. Pricing the Term Structure with Linear Regressions. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 340.

图表 4：今年以来美债收益率的下降主要源于期限溢价的快速下降



来源：NY FED，国金证券研究所整理

图表 5：今年以来主要投资者中，海外投资增持美债规模较大



来源：Wind，国金证券研究所整理

二、全球央行观察

1. 中国央行：“全面降准+定向降准”支持实体经济

国内货币市场利率回落。9月6日，R007、DR007、Shibor3M 分别较上周（8月30日）波动-8bp、-0.6bp、0.7bp至2.73%、2.66%、2.71%。下周有400亿逆回购、1765亿MLF到期。

“全面降准+定向降准”支持实体经济。为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，9月6日，人行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。

按照央行说明，此次降准释放长期资金约9000亿元，其中全面降准释放资金约

8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元。财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司的法定准备金率为 6%，是金融机构中最低的，已处于较低水平，因此此次全面降准不包含这三类金融机构。

香港货币市场利率下降，Libor-Hibor 利差回升。9 月 6 日，Hibor 隔夜、1 周、3 个月较上周（8 月 30 日）分别下降 95bp、94bp、8.8bp 至 0.36%、0.64%、2.25%；1 周 Libor-Hibor 利差升至 143bp。

2. 美联储：鲍威尔表示继续采取适当行动，维持美国经济扩张

美联储主席鲍威尔表示，美联储降息支撑了经济，依然看好经济前景，并不认为美国经济会陷入衰退；美国经济前景面临诸多风险和挑战，如全球经济增速放缓、贸易政策不确定性和通胀持续走弱等；美联储将继续采取适当行动，来帮助维持美国经济扩张。

芝加哥联储主席 Evans 表示，贸易政策增加了企业不确定性；更少的竞争、更多的移民限制将会拖累美国经济增速 1.5% 或者更多。

纽约联储主席 Williams 表示，美联储决策不会受政治因素影响；收益率曲线倒挂部分源于全球低利率环境；准备好采取合适行动支持以经济增长和通胀回归 2%。

圣路易斯联储主席 Bullard 表示，当前美联储政策利率过高，调整至合理位置会比分别采取小幅行动会更好；降息 50 个基点会符合市场预期。

3. 欧央行：部分官员认为降息是货币宽松的第一选项

欧洲央行管委穆勒表示，目前没有重启购债的必要，货币宽松来看降息是第一选项。

欧洲央行管委维勒鲁瓦表示，资产购买仍然是货币政策中的一大关键工具。

欧洲央行管委霍尔兹曼表示，进一步放宽政策带来积极效果的可能性很低。

4. 日本央行：部分官员表示有必要进一步放松货币政策

日本央行行长黑田东彦表示，降低负利率一直都是我们的工具选项之一，将在权衡利弊后采取最合适的宽松政策。

日本央行委员片冈刚士表示，个人认为有必要进一步放松货币政策；通过下调短期利率目标，日本央行可以让收益率曲线形状变得更加合理。

5. 其他央行：俄罗斯、乌克兰、智利央行降息

9 月 6 日，俄罗斯央行降息 25bp 至 7%，为今年第三次降息。

9 月 5 日，乌克兰央行调降基准利率 50bp 至 16.5%，为今年第三次降息。

9 月 5 日，瑞典央行维持基准利率为 -0.25% 不变，再次重申有可能在年底前或明年年初加息。

9 月 4 日，加拿大央行维持基准利率于 1.75% 不变。

9 月 4 日，智利央行降息 50bp 至 2.00%，为今年第二次降息。

9 月 3 日，澳大利亚央行宣布基准利率维持在 1.00% 不变，此前曾降息两次。

三、文献推荐

居民通货膨胀预期的形成：日本通缩经验的新证据

Jess Diamond, Kota Watanabe, Tsutomu Watanabe

(来源: BOJ, 地址:

http://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2019/data/wp19e13.pdf)

我们使用一个新的微观数据集来研究日本家庭的通胀经验和通胀预期之间的关系。本文关注的是 1995 年后日本开始通货紧缩时期。主要有四个方面发现。首先, 通胀预期会随着年龄的增长而增加; 其次, 我们发现购买物品的通货膨胀率也会随着年龄增长而增加; 即使在控制了家庭层面通胀水平之后, 年龄和通胀预期仍然呈正相关关系。进一步的分析表明, 年龄和通胀预期之间的正相关性在很大程度上取决于群体和通胀预期之间的相关性, 我们将其解释为代表历史通胀经验对未来通胀率预期的影响。

图表 6: 2019 年以来全球主要央行政策利率的调整² (%)

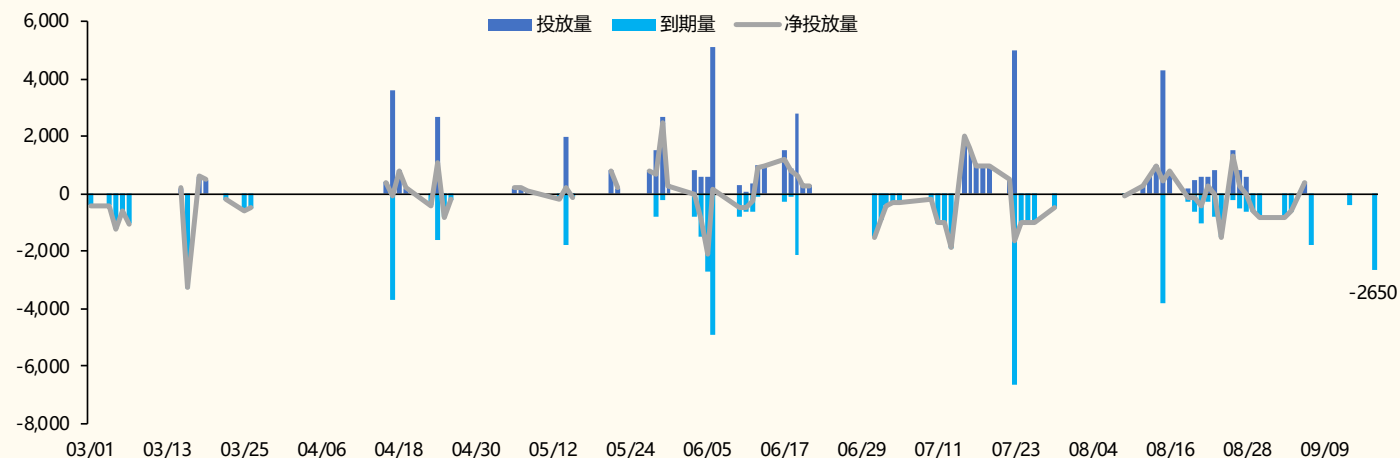
	国家	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	当前利率
降息	美国:联邦基金目标利率								-0.25		2.00-2.25
	巴西:隔夜利率								-0.50		6.00
	泰国:隔夜利率								-0.25		1.50
	中国香港:贴现窗基本利率								-0.25		2.50
	土耳其:一周回购利率							-4.25			19.75
	韩国:基准利率							-0.25			1.50
	马来西亚:隔夜利率					-0.25					3.00
	菲律宾:隔夜借款利率					-0.25			-0.25		4.25
	印尼:基准利率							-0.25	-0.25		5.50
	印度:基准回购利率		-0.25		-0.25		-0.25		-0.35		5.40
	南非:再回购利率							-0.25			6.50
	俄罗斯:关键利率						-0.25	-0.25			7.25
	澳大利亚:隔夜利率						-0.25	-0.25			1.00
	新西兰:基准利率					-0.25			-0.50		1.00
	冰岛:基准利率					-0.50	-0.25		-0.25		3.50
	乌克兰:贴现利率				-0.50			-0.50		-0.50	16.50
	智利:隔夜利率	+0.25					-0.50			-0.50	2.00
	墨西哥:基准利率								-0.25		8.00
	埃及:贴现利率		-1.00						-1.50		14.75
无变化	日本:政策目标利率										-0.10
	欧元区:存款便利利率										-0.40
	英国:再回购利率										0.75
	中国台湾:担保放款融通利率										1.75
	加拿大:隔夜目标利率										1.75
	瑞士:3 个月 LIBOR 目标利率										-0.75
	丹麦:贴现利率										0.05
	保加利亚:基本利率										0.01

² 截至 2019 年 9 月 7 日

	匈牙利:基准利率										0.90
	波兰:28日再回购利率										1.50
	以色列:基准利率										0.25
加息	挪威:银行同业存款利率			+0.25			+0.25				1.25
	瑞典:再回购利率	+0.25									-0.25
	捷克:2周再回购利率					+0.25					2.00

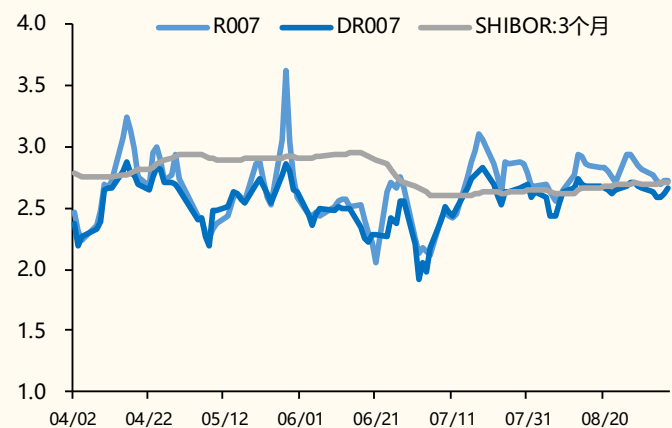
来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表7: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览(亿元)



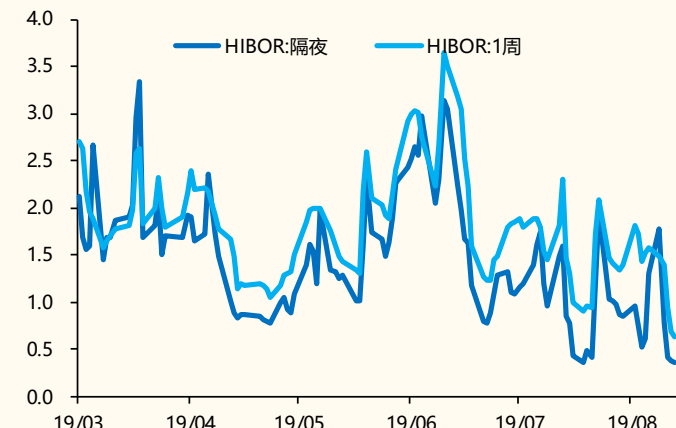
来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 国内货币市场利率小幅下降(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 香港货币市场利率下降(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: Libor-Hibor 利差回升 (%)



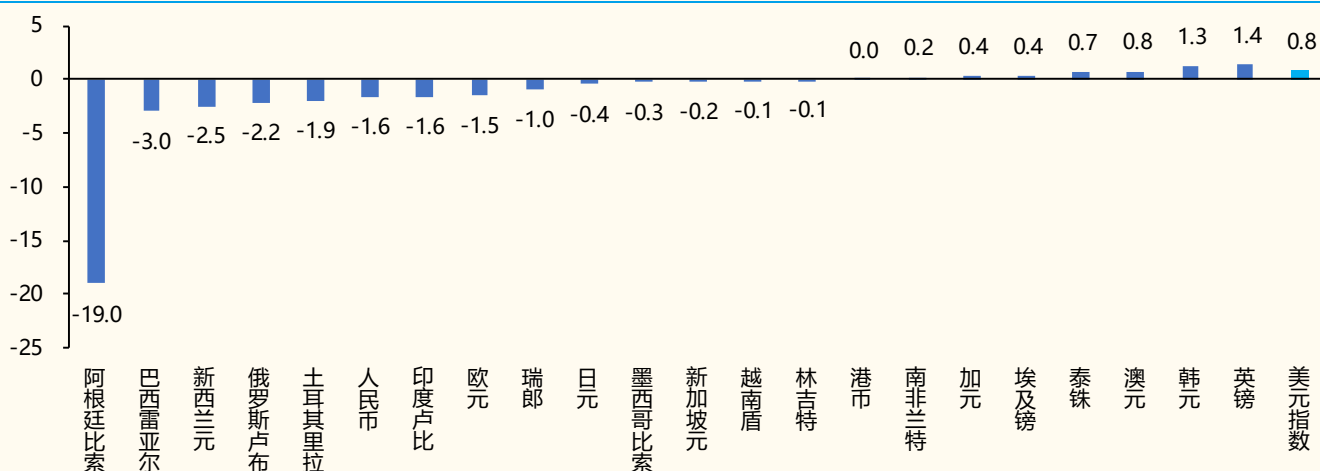
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: CME 数据显示的美联储降息概率 (9.7)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 200-225bp)				
	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225
2019/9/18			0.0%	91.2%	8.8%
2019/10/30	0.0%	0.0%	58.5%	38.4%	3.2%
2019/12/11	0.0%	32.8%	47.2%	18.6%	1.4%
2020/1/29	19.2%	41.2%	30.4%	8.5%	0.6%
2020/3/18	27.0%	37.4%	22.7%	5.7%	0.4%

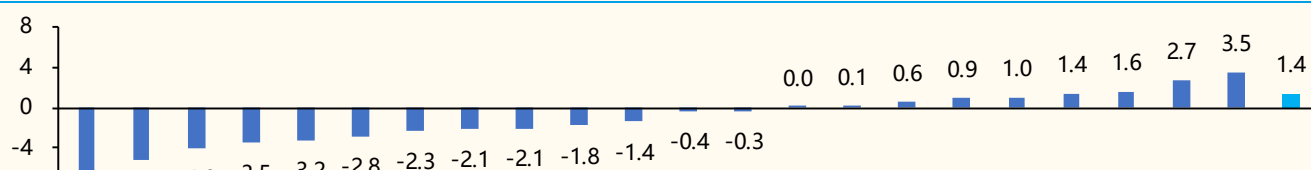
来源: CME, 国金证券研究所

图表 12: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



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_10284

