

近期美元资产价格波动的一个微观机制

——宏观经济周度观察

投资周报

4月1日是补充杠杆率(SLR)收紧日,虽然大型银行都满足SLR约束,但是考虑到未来仍会有大量资金流入银行,谨慎起见,银行提前进行了缩表,以便预留足够的空间。不仅如此,近期美国银行还发行了大量债券来补充资本金。银行资产负债表的缩减和重扩,对近期美债、美元汇率、美股都产生了重要影响。

由于SLR约束下,各项资产的风险权重一种,为了利润最大化,银行首选削减利率几乎为0的准备金,其次削减利率同样较低的债券,最后是风险资产。4月1日之后的资产负债表扩张,在满足金融监管条件下,银行增配首选风险资产,其次是债券,最后是准备金。尤其是对通过发债补充资本金的银行,发债的成本比较高,扩表时会首选收益率比较高的资产。

3月银行首先减少了在一级市场购买债券,来放慢资产负债表扩张。银行二级市场卖出债券,只是把债券转化为准备金,资产负债表规模没变,并不能直接缓解SLR约束,但是有利于居民、非银转移资金来间接使银行缩表。这些导致3月美债利率出现较大幅度上涨。进入4月,SLR约束减弱,银行又开始加大债券的购买,债券收益率下降,这也体现在新发国债拍卖需求的旺盛。

银行缩表对美元汇率的影响比较复杂。一方面,银行引导资金流向SLR约束较小的外资银行,这会引发美元贬值;另一方面银行也主动减少货币掉期等离岸市场业务,这又导致美元升值。从最终的结果来看,3月中旬之后离岸美元流动性有所收紧,美元升值。4月1日之后银行重新扩表。银行加大长期国债购买拉低长端利率,降低了美元资产吸引力。与此同时,银行重新开展离岸市场的融资业务,美元LIBOR下滑。4月各种期限美债利率下滑,引起美元贬值。

风险资产是银行最后处理的对象。3月下半月,美股价格震荡,或许与银行缩表有关。4月之后,美股尤其是成长股重启上升趋势,一方面是银行再次扩表的直接作用,另一方面是银行增配长债、长端利率下降的间接作用。

美国财政存款账户将继续削减,银行资产负债表的压力仍在。后续美联储有几个选项:继续扩大ON RRP限额,放宽ON RRP对手方资质,上调ON RRP及IOER利率。考虑到经济的快速恢复,美联储还可能提前缩减购债,特别是短期债券的购买。

不管是过去、现在还是未来,金融监管都是影响流动性、资产价格的重要力量。美联储可以通过收紧短端流动性缓解监管约束来降低长端利率,反之亦然,放松短端流动性,可能加剧长端利率上行压力。这也意味着只分析流动性总量,无法完全解释美国资产价格,流动性分布也至关重要。

● 风险提示: 美国银行资产负债表压力仍存

刘娟秀(分析师)

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光(分析师)

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号: S0280520050003

相关报告

投资周报: 产出缺口、产出增速缺口的不同含义

2021-4-18

投资周报: 拜登财政政策的三层逻辑

2021-4-4

投资周报: 季末资产再平衡效应?

2021-3-28

投资周报: 几种测算合意美债利率的方法

2021-3-21

投资周报: 一个分析通胀的新凯恩斯框架

2021-3-14

投资周报: 务实的政府工作报告

2021-3-7

投资周报: 当TGA缩减遇到SLR收紧

2021-2-28

投资周报: “就地过年”的时空转移经济效应

2021-2-21

投资周报: 重回焦点的外汇占款

2021-2-7

目 录

1、 近期美元资产价格波动的一个微观机制.....	3
2、 国内高频数据观察.....	6
2.1、 生产指标分化.....	6
2.2、 商品房销量下降.....	6
2.3、 猪肉价格略升.....	7
2.4、 货币市场利率下行.....	7
2.5、 人民币汇率升值.....	8

图表目录

图 1: 3月中旬以来美国银行先缩表再扩表.....	3
图 2: 通过逆回购回收流动性.....	4
图 3: 4月 SLR 约束缓解下银行增配长期债券.....	4
图 4: 3月以来 TED 利差驱动美元先升后贬.....	5
图 5: 美国银行先缩表再扩表对股市有影响.....	5
图 6: 高炉开工率回升.....	6
图 7: 商品房周销量下降.....	7
图 8: 猪肉价格略升.....	7
图 9: 货币市场利率下行.....	8
图 10: 人民币汇率升值.....	8

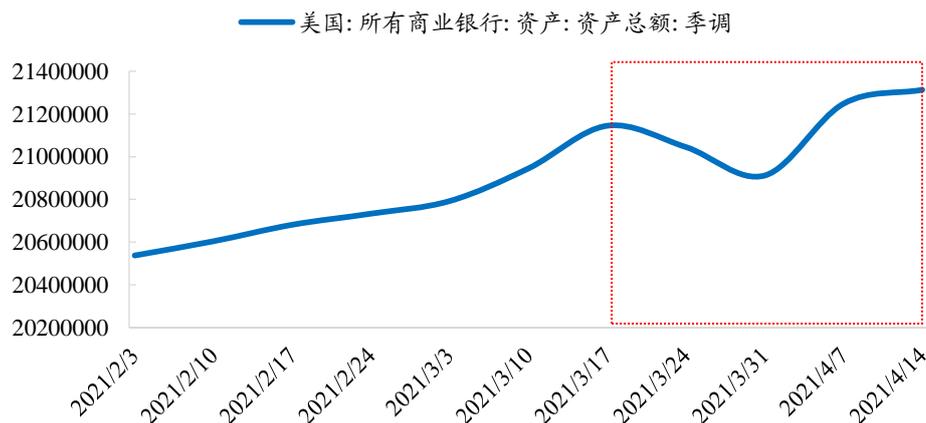
1、近期美元资产价格波动的一个微观机制

3月十年期美债利率一度接近1.8%，然而出乎意料的是，美债利率在4月出现了较大幅度的下调。这有很多解释，宏观方面的原因众说纷纭。有人认为，尽管美国近期消费、就业、通胀数据非常好，但是通胀已经充分定价。也有人认为，良好的经济数据反而让市场产生财政刺激必要性下降的预期。还有人认为，这是疫情反复以及疫苗出现的一些小状况导致的。

注意到美债利率下降是从4月1日开始的，真实的原因可能与这个日子有关。首先，该日是日本新财年开始日，日本机构投资者从该日起加大了美债购买。其次，该日是补充杠杆率（SLR）收紧日，虽然大型银行都满足SLR约束，但是考虑到未来仍会有大量资金流入银行，谨慎起见，银行提前进行了缩表，以便预留足够的空间。不仅如此，近期美国银行还发行了大量债券来补充资本金。

SLR约束减弱之后，4月银行进行了扩表，加大了各种资产的购买。银行资产负债表的缩减和重扩，对近期美债、美元汇率、美股都产生了重要影响。

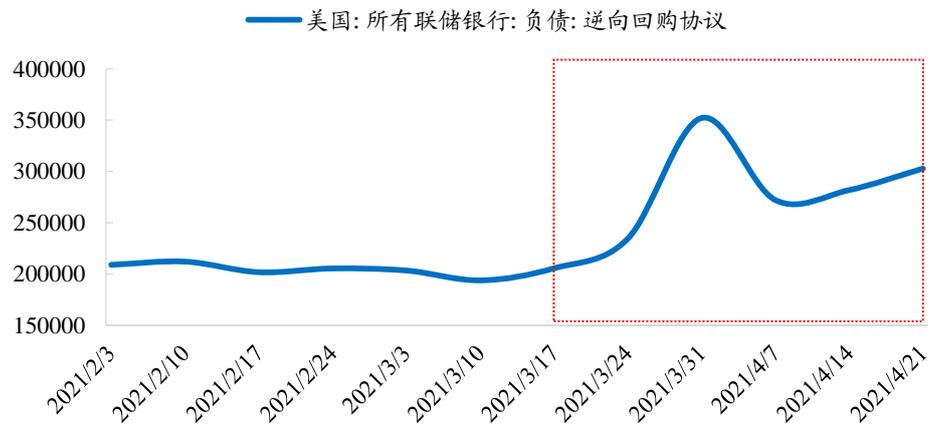
图1：3月中旬以来美国银行先缩表再扩表



资料来源：Wind，新时代证券研究所

整个银行系统的准备金是由美联储、财政部决定的，银行单独难以改变，但可以调整分布。SLR约束较强的银行，会主动停止接受新存款、回购等业务，并通过收费等方式引导客户把存款、回购业务转移至SLR约束较弱的小银行、外资银行。

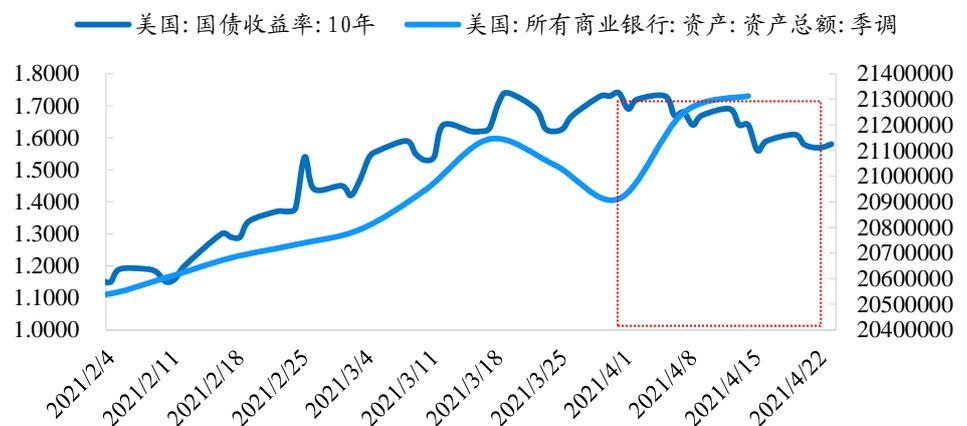
实际上银行可以借助货币市场基金等非银机构通过逆回购（RRP）来实现缩表。银行自身使用逆回购并不能缩减资产负债表，因为这只是把准备金资产换成了逆回购协议，而且隔夜逆回购利率还低于准备金利率。银行可以引导居民将存款转移至非银机构，以及停止和非银机构间的回购业务，而非银机构可以通过逆回购将资金转移给美联储，从而实现银行系统的缩表。银行引导资金转移到小银行、非银的过程，也是过剩流动性寻找去处的过程，这会降低货币市场利率。好在3月美联储将隔夜逆回购每日额度上限从300亿美元提高到800亿美元，这有助缓解银行系统的准备金压力，也避免了短端利率失去控制。

图2: 通过逆回购回收流动性

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

由于SLR约束下，各项资产的风险权重一种，为了利润最大化，银行首选削减利率几乎为0的准备金，其次削减利率同样较低的债券，最后是风险资产。4月1日之后的资产负债表扩张，在满足金融监管条件下，银行增配首选风险资产，其次是债券，最后是准备金。尤其是对通过发债补充资本金的银行，发债的成本比较高，扩表时会首选收益率比较高的资产。

3月银行首先减少了在一级市场购买债券，来放慢资产负债表扩张。银行二级市场卖出债券，只是把债券转化为准备金，资产负债表规模没变，并不能直接缓解SLR约束，但是有利于居民、非银转移资金来间接使银行缩表。这些导致3月美债利率出现较大幅度上涨。进入4月，SLR约束减弱，银行又开始加大债券的购买，债券收益率下降，这也体现在新发国债拍卖需求的旺盛。

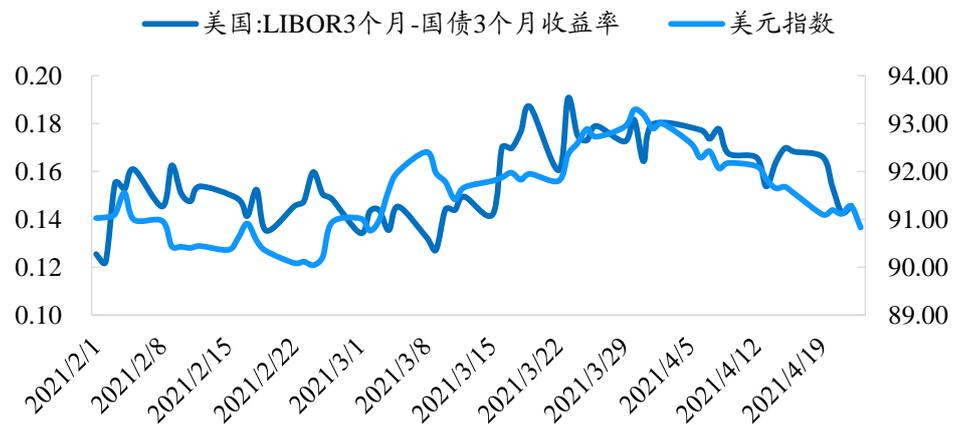
图3: 4月SLR约束缓解下银行增配长期债券

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

银行缩表对美元汇率的影响比较复杂。一方面，银行引导资金流向SLR约束

较小的外资银行，这会引起美元贬值；另一方面银行也主动减少货币掉期等离岸市场业务，这又导致美元升值。从最终的结果来看，3月中旬之后离岸美元流动性有所收紧，美元升值。4月1日之后银行重新扩表。银行加大长期国债购买拉低长端利率，降低了美元资产吸引力。与此同时，银行重新开展离岸市场的融资业务，美元 LIBOR 下滑。4月各种期限美债利率下滑，引起美元贬值。

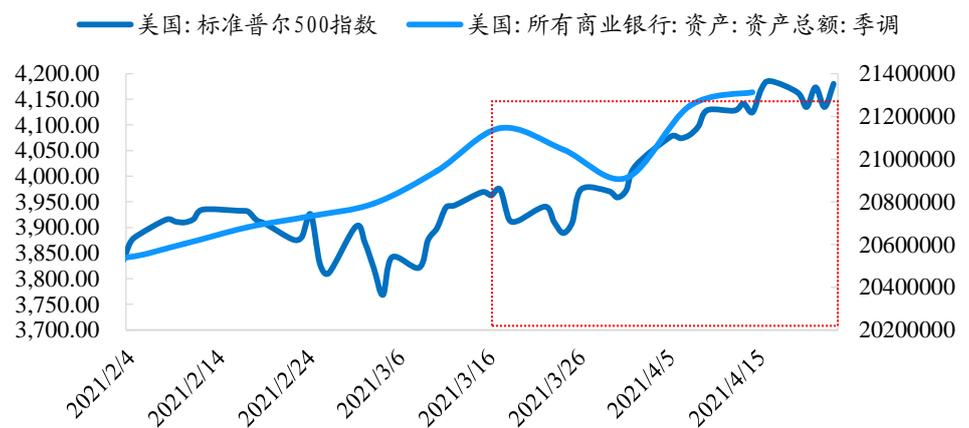
图4： 3月以来 TED 利差驱动美元先升后贬



资料来源：Wind，新时代证券研究所

风险资产是银行最后处理的对象。3月下半月，美股价格震荡，或许与银行缩表有关。4月之后，美股尤其是成长股重启上升趋势，一方面是银行再次扩表的直接作用，另一方面是银行增配长债、长端利率下降的间接作用。

图5： 美国银行先缩表再扩表对股市有影响



资料来源：Wind，新时代证券研究所

美国财政存款账户将继续削减，银行资产负债表的压力仍在。后续美联储有几个选项：继续扩大 ON RRP 限额，放宽 ON RRP 对手方资质，上调 ON RRP 及 IOER 利率。考虑到经济的快速恢复，美联储还可能提前缩减购债，特别是短期债券的购

买。

不管是过去、现在还是未来，金融监管都是影响流动性、资产价格的重要力量。美联储可以通过收紧短端流动性缓解监管约束来降低长端利率，反之亦然，放松短端流动性，可能加剧长端利率上行压力。这也意味着只分析流动性总量，无法完全解释美国资产价格，流动性分布也至关重要。

2、国内高频数据观察

2.1、生产指标分化

上周，高炉开工率回升 1.38 个百分点至 61.46%，但是全国 100 家焦化企业开工率下滑 1.51 个百分点至 68.16%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降 0.36、0.47 个百分点至 75.65%、72.34%。

图6：高炉开工率回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、商品房销量下降

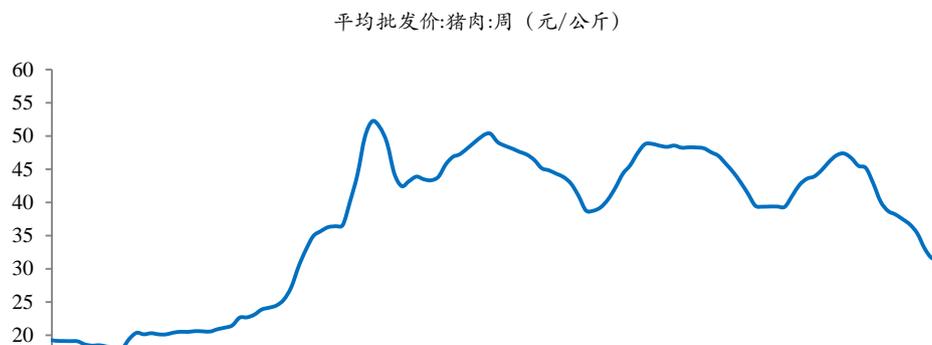
上周，30 大中城市商品房周成交面积为 43.67 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 56.72 万平方米有所下降。从同比数据来看，30 大中城市商品房周成交面积同比下降 87.32%，其中一二三线城市分别同比下降 81.76%、88.98%、88.65%。

图7： 商品房周销量下降

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、猪肉价格略升

上周，28种重点监测蔬菜价格环比下降3.57%，猪肉批发价环比略升0.37%，7种重点监测水果价格环比上升1.37%。WTI原油价格环比下降1.57%，布油价格环比下降0.99%。

图8： 猪肉价格略升

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_19412



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>