



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

美联储货币政策框架和利率体系

投资要点:

- **QE1-4: 联储历次量化宽松及资产表现回顾。**自 2008 年 11 月到 2014 年 10 月, 美联储先后进行了四轮量化宽松。截至 2014 年 10 月, 美联储总资产达到了 4.5 万亿, 较 QE1 前扩张了 400%, 其资产总额占 GDP 比重由危机前的 6.1% 上升至 25.3%。而单独从四轮量化宽松的结果来看: QE1 有效稳定了金融市场, 但对经济基本面方面改善作用并不明显; 在 QE2 实施之后, 美国经济在 2011 年初出现较为强劲的复苏势头, 通胀预期也大幅走高; QE3 有效压低长期利率, 从而降低与长期利率挂钩的贷款利率, 有利于提升风险偏好, 推动股票等资产价格上升, 并且不会导致美联储资产负债表扩大; QE4 推动了美国经济中长期的回暖, GDP 增速同比在 2013 年底出现回升, 通胀也维持在 2% 的水平, 显示需求端稳定。同时就业市场转好, 到 2014 年结束 QE 时, 当月的失业率已经降到了 5.7%, 远低于 6.5%, 趋势向下。
- **货币政策正常化 QT: 加息+缩表。**2015 年后, 金砖五国 GDP 增速放缓, 主要经济体需求不振导致通胀走弱, 布伦特原油价格一度跌破 40 美元/桶。除去巴西、南非本币大幅贬值被迫加息外, 全球当年有 43 家央行选择放松货币政策对冲经济下行压力, 在此背景下美联储开始了货币政策正常化的过程。2015 年 12 月 16 日 FOMC 会议后, 美联储宣布将联邦基金利率的目标区间由 0-0.25% 提高到 0.25%-0.5% 的水平, 标志着金融危机以来长达 83 个月的零利率时代的终结。2017 年 9 月 20 日的会议决议中, 正式开始“缩表”, 意味着长达 6 年的扩表周期和 3 年稳定周期的正式终结, 缩表正式开始。2019 年 3 月, 美联储在 FOMC 会议上调整了缩表节奏, 决定 5 月开始将国债的缩表上限从此前的 300 亿美元削减至 150 亿美元, MBS 缩表上限继续维持在 200 亿美元。2019 年 7 月 FOMC 会议决定 8 月 1 日提前结束缩表。至此, 4 年的货币政策正常化过程正式结束。
- **疫情引发的紧急降息和重启 QE。**为了应对疫情对美国经济带来的冲击, 美联储从降息、降准到 QE 一气呵成, 采取了有史以来最大的宽松行动, 意在呵护实体经济流动性, 降低实体企业融资成本, 防止发生严重的企业债务违约和实体经济衰退。但在市场信用收缩与机构风险偏好下降的情况下, 美联储提供给银行的大量流动性没有传导至非银机构, 市场出现流动性断层。结果是银行流动性泛滥, 但非银机构流动性困难。
- **当下美联储货币政策的走向。**不同于耶伦时期基于预期的货币政策, 鲍威尔强调基于结果制定货币政策 (outcome-based), 且无论是美联储新的货币政策框架还是美联储官员的表态, 对于通胀的容忍度已经提高。若美国经济尤其是服务业和劳动力市场能够获得持续一个季度以上的改善 (substantial further progress), 美联储或在第三季度开始进行 taper 沟通。
- **美国货币市场与利率体系。**美国的货币市场包括三大类和九小类的参与者, 主要由货币当局和货币交易商构成。而货币市场的利率则可以梳理为几大层级: ①货币基金/现金池向商业银行提供资金的利率: 联邦基金利率 (EFFR) 和隔夜银行融资利率 (OBFR); ②货币基金/现金池向一级交易商提供资金的利率: Tri-party Repo Rate; ③一级交易商 (或商业银行) 向杠杆投资者提供资金的利率: GCF Repo Rate。
- **风险提示:** 美联储加息预期; 经济复苏减缓; 通胀走高。

内容目录

1. QE1-4：联储历次量化宽松及资产表现回顾.....	4
1.1. QE1-拯救房地产市场，控制系统性金融风险.....	4
1.2. QE2-刺激经济，卖 MBS 买中长期国债.....	5
1.3. QE3 (Twist)：卖短买长，扩表进入中场休息.....	6
1.4. QE4-逆风而行，推动经济中长期回暖.....	7
1.5. QE1-4 资产价格表现回顾.....	8
2. 货币政策正常化 QT：加息+缩表.....	9
2.1. 货币政策正常化之一——加息.....	9
2.2. 货币政策正常化之二——缩表.....	10
2.3. 货币政策正常化步入终章.....	11
3. 疫情引发的紧急降息和重启 QE.....	14
3.1. 疫情下的宽松：美联储史上最大的行动.....	14
3.2. 为何美联储 QE 无济于事，CPFF 和 PDCF 却有效？.....	15
4. 当下美联储货币政策的走向.....	15
5. 美国货币市场与利率体系.....	17
6. 风险提示.....	19

图表目录

图 1: QE1 时期月度资产购买量	4
图 2: 美国经济增速、CPI 及 PMI 走势 (QE1)	4
图 3: 联邦基金目标利率下调	5
图 4: QE1 结束后, 失业率小幅改善但仍处于高位	5
图 5: QE1 结束后 PCE 同比转正, 但趋势向下	5
图 6: QE2 时期月度资产购买量	6
图 7: 失业率在 QE2 前期快速下行, 但未出现持续性改善	6
图 8: QE2 期间通胀明显走高, 但后期 PCE 同比见顶+通胀预期回落	6
图 9: 债净增加 144 亿 (中长期), MBS 净减少 300 亿	7
图 10: MBS 计划购买量与实际购买量	7
图 11: 美国国债计划购买量与实际购买量	7
图 12: 前 4 轮 QE 资产购买及扩表对比	8
图 13: 美国经济增速及物价水平走势 (QE4)	8
图 14: 2012 年失业率居高不下, 随后 QE4 推动劳动力市场修复	8
图 15: QE 期间美债收益率走高	9
图 16: 美元指数与 CRB 商品指数	9
图 17: 通胀水平与联邦基金目标利率	10
图 18: 失业率与联邦基金目标利率	10
图 19: 美联储缩表背景	10
图 20: OECD 综合领先指标连续 10 个月回落	11
图 21: PCE 和核心 PCE 物价指数在 2018 年 7 月后开始下滑	11
图 22: 全球贸易局势恶化, 中小企业乐观指数和 PMI 新出口订单下滑	12
图 23: 美联储资产端	13
图 24: 美联储负债端	13
图 25: 美国 AAA、AA 和 BB 级企业债利差	13
图 26: 纳斯达克 100/罗素 2000 及罗素 1000 成长/罗素 1000 价值表现	14
图 27: 美联储总资产规模激增	14
图 28: QE 作用机理	15
图 29: CPFF 和 PDCF 作用机制	15
图 30: 上轮 Taper QE 过程解析	16
图 31: 标普 500 随着联储货币政策逐渐转向, 向上斜率变平, 波动率变大	16
图 32: 美中十年期国债收益率及利差变化	16
图 33: 美联储流动性体系示意图	18
图 34: 美国利率体系	19

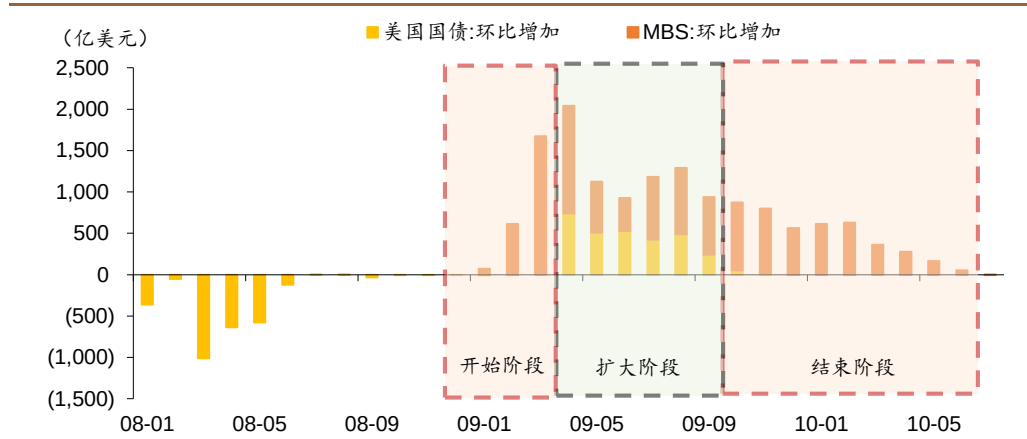
1. QE1-4：联储历次量化宽松及资产表现回顾

1.1. QE1-拯救房地产市场，控制系统性金融风险

QE1 期间，美联储通过购买“两房”及相关有银行的抵押贷款资产，使整个金融体系的系统性风险得到控制。QE1 的主要目的是通过购买国家担保的问题金融资产来重建金融机构信用，并向信贷市场注入流动性，使整个金融体系的系统性风险得到控制。从事后来看，QE1 也达到了预期效果，金融系统救助目的基本达到。

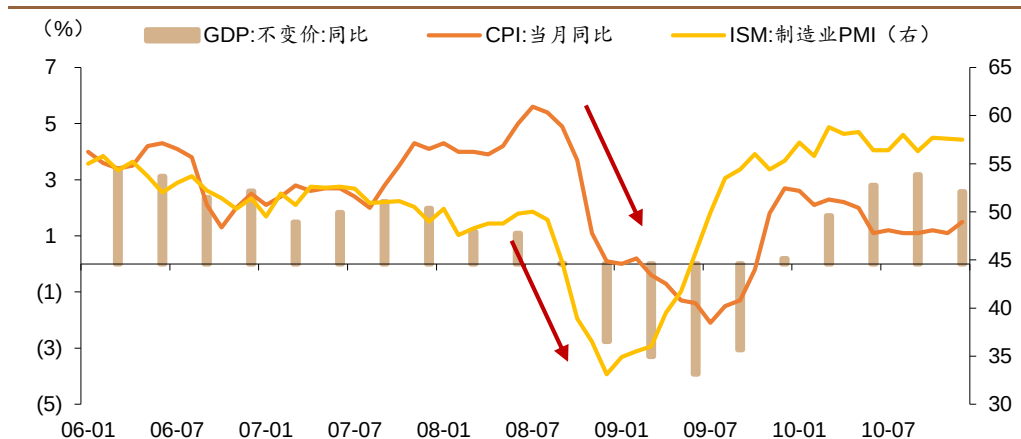
QE1 以购买抵押贷款支持证券（MBS）为主，累计购买 1.1 万亿美元 MBS，3000 亿美元国债，1600 亿机构债。2008 年 11 月 25 日，美联储公布其将购买 1000 亿政府支持机构的直接债务以及 5000 亿 MBS，标志着 QE1 的开始。2009 年 3 月 18 日，扩大 QE1 规模，美联储决定再购买最高达 7500 亿 MBS、最高达 1000 亿的机构债券和 3000 亿的长期国债。

图 1：QE1 时期月度资产购买量



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：美国经济增长、CPI 及 PMI 走势（QE1）



资料来源：Wind，德邦研究所

QE1 有效稳定了金融市场，但对经济基本面改善，作用并不明显。一方面，制造业 PMI 自 2010 年 3 月触及 58.8 高点后，连续 4 个月回落；另一方面，失业率小幅回落但仍位于 9% 以上的历史高位（危机前 4.5% 左右），结构上永久性

失业人数居高不下；同时，在通胀方面，PCE 和核心 PCE 同比结束 QE1 后进入趋势性回落，距离联储 2% 的通胀目标缺口逐渐增大。

图 3：联邦基金目标利率下调

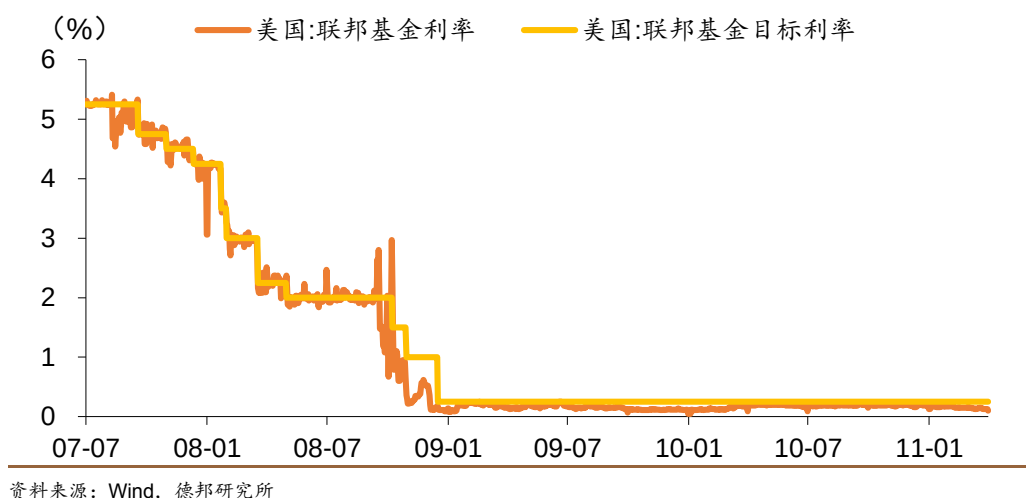


图 4：QE1 结束后，失业率小幅改善但仍处于高位

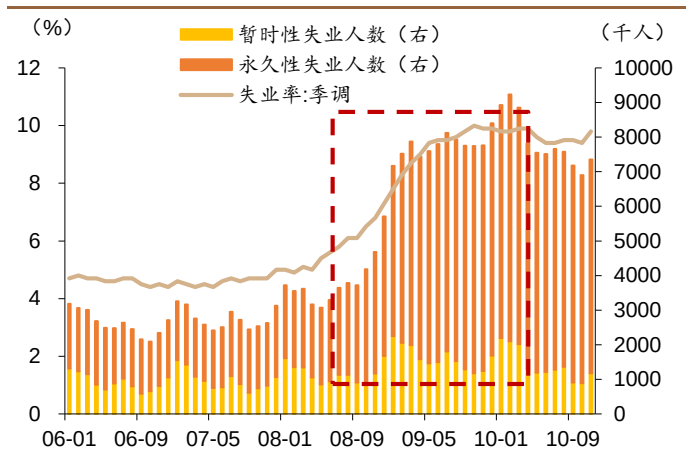
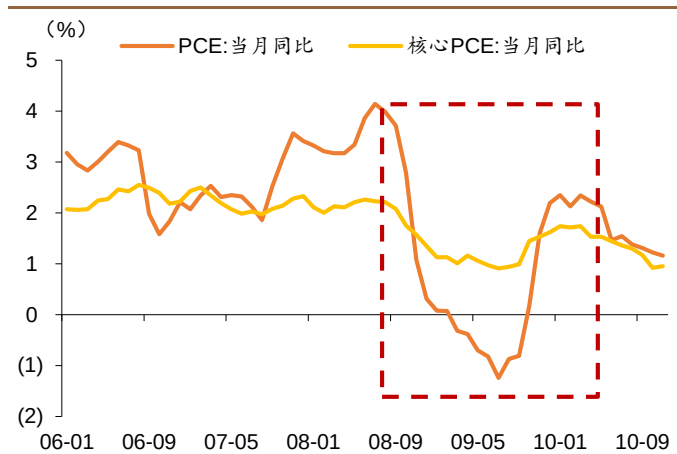


图 5：QE1 结束后 PCE 同比转正，但趋势向下

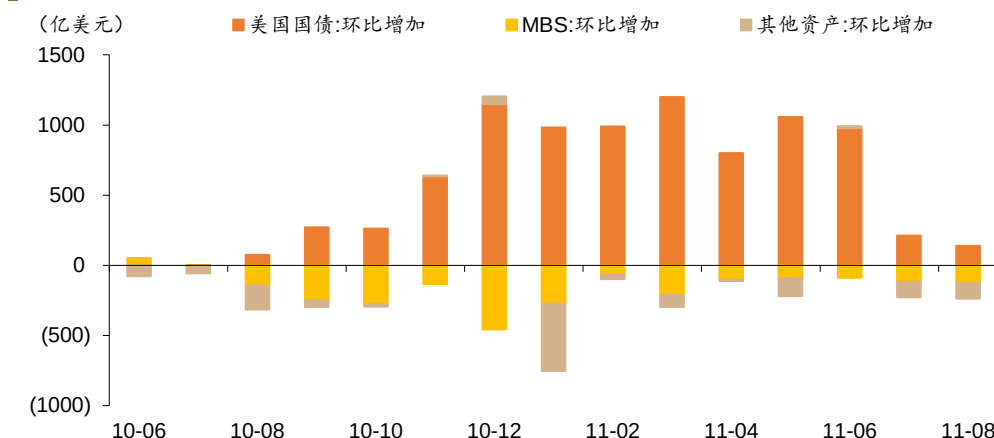


1.2. QE2-刺激经济，卖 MBS 买中长期国债

QE1 后，经济修复不佳+就业市场恢复缓慢+希腊债务危机也加剧了经济的不确定性。2010 年 8 月 FOMC 发布决议称对美国经济复苏前景深感悲观。在 2010 年 11 月，美联储随即宣布开始第二轮量化宽松政策，预计每月将购买 750 亿美元的美国长期国债，到 2011 年第二季度末将累计从公开市场直接购入 6000 亿美元的国债。同时，对资产负债表中已经到期的债券回笼资金进行再投资。

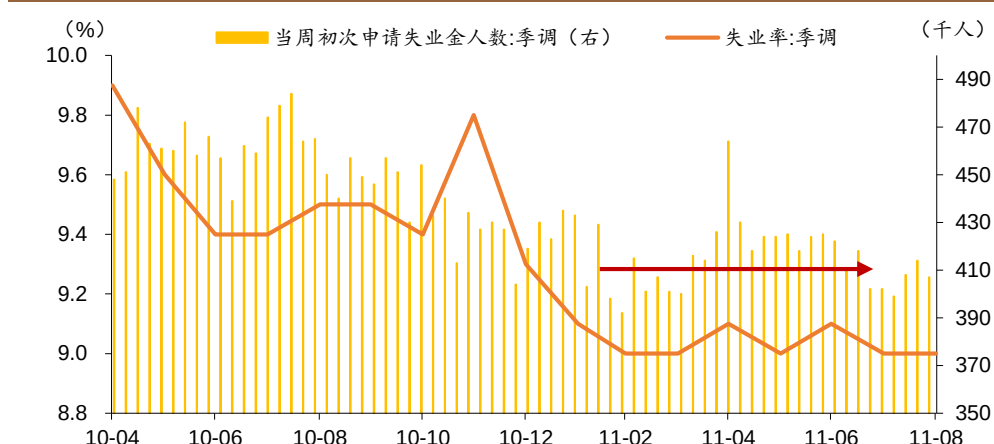
QE2 通过对中长期国债的购买，降低中长期国债收益率，使得政府融资成本降低，缓解政府的融资压力；同时降低市场对于联邦基金利率的预期，使得实际利率下行，引导投资者逐利，进而刺激经济发展。在 QE2 实施之后，美国经济在 2011 年初出现较为强劲的复苏势头，通胀预期也大幅走高。但由于实施的时间较短，美国失业率并未持续下行，美国经济停滞的现象仍未得到有效改善。

图 6：QE2 时期月度资产购买量



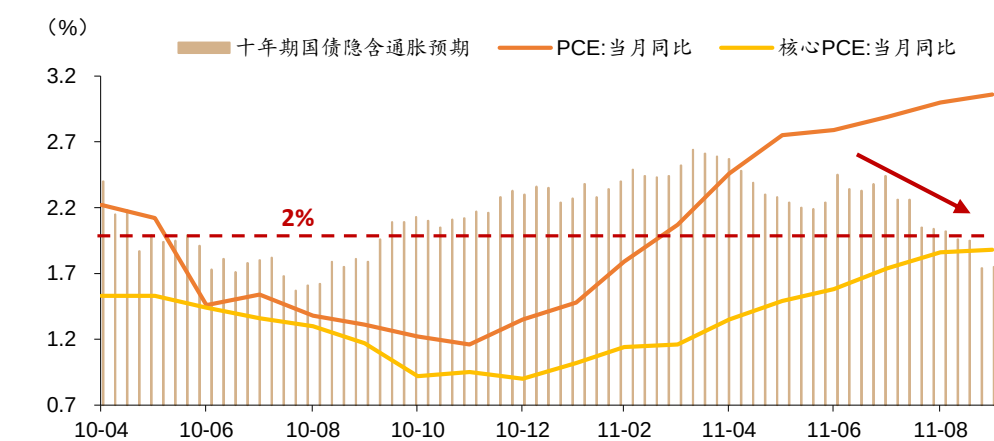
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：失业率在 QE2 前期快速下行，但未出现持续性改善



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：QE2 期间通胀明显走高，但后期 PCE 同比见顶+通胀预期回落



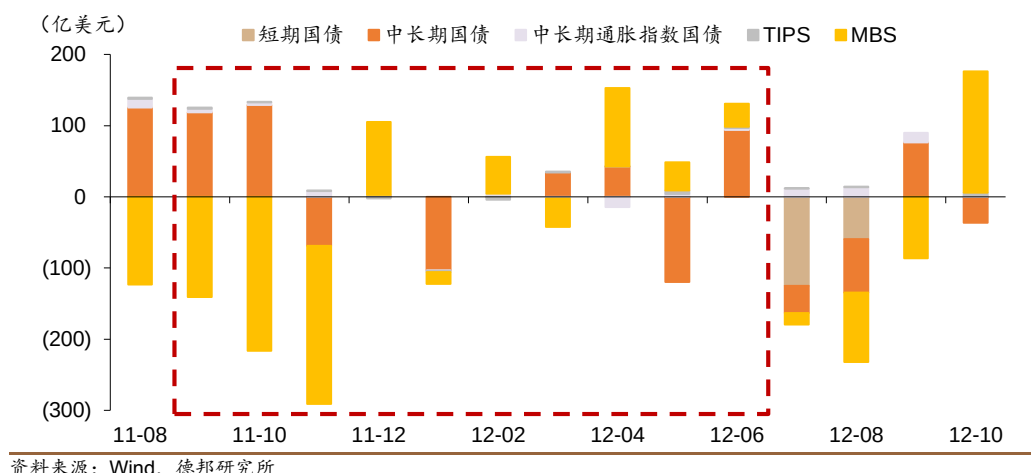
资料来源：Wind，德邦研究所

1.3. QE3 (Twist)：卖短买长，扩表进入中场休息

在 2011 年 9 月 FOMC 会议决议中，美联储决定将购买 4000 亿美元的长期国债，同时卖出基本同额的短期国债（The Committee intends to purchase, by the end of June 2012, \$400 billion of Treasury securities with remaining maturities of 6 years to 30 years and to sell an equal amount of Treasury securities with

remaining maturities of 3 years or less)。OT 将有效压低长期利率，从而降低与长期利率挂钩的贷款利率，有利于提升风险偏好，推动股票等资产价格上升，并且不会导致美联储资产负债表扩大。

图 9：债净增加 144 亿（中长期），MBS 净减少 300 亿



1.4. QE4-逆风而行，推动经济中长期回暖

全球经济衰退预期增加，美国国内“自动削减赤字机制”将导致未来减支增税措施实行，导致财政政策乏力，以及美国失业率仍处高位，在此背景下推出 QE4。2012 年 9 月 13 日美联储宣布新一轮量化宽松政策，每个月购买 400 亿美元 MBS，直到就业市场好转。此外，继续维持低利率到 2015 年中期。2012 年 12 月 13 日，美联储又宣布每月采购 450 亿美元，同时承诺只要失业率维持在 6.5% 以上、通胀率“在未来 1-2 年内预计不超过美联储 2% 的长期目标 0.5 个百分点以上且长期通胀预期持续稳定”，超低利率政策就不会改变。

图 10：MBS 计划购买量与实际购买量

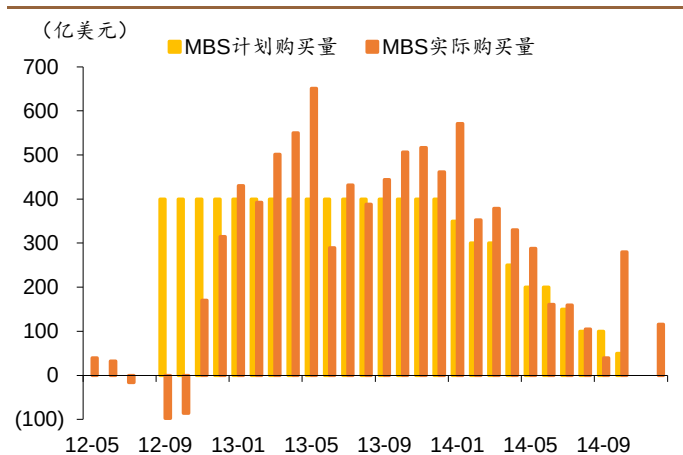
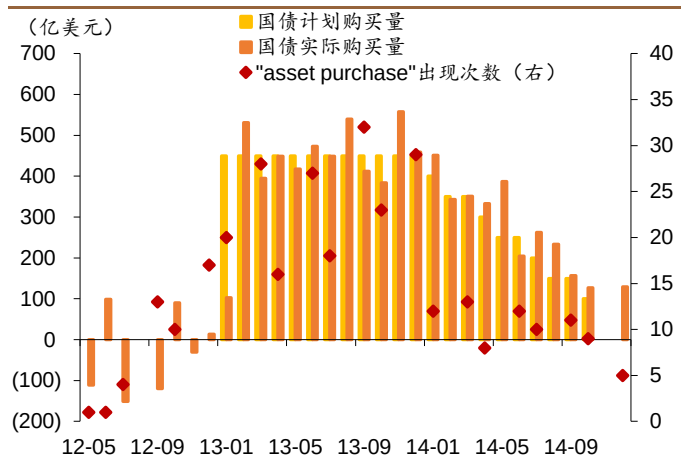


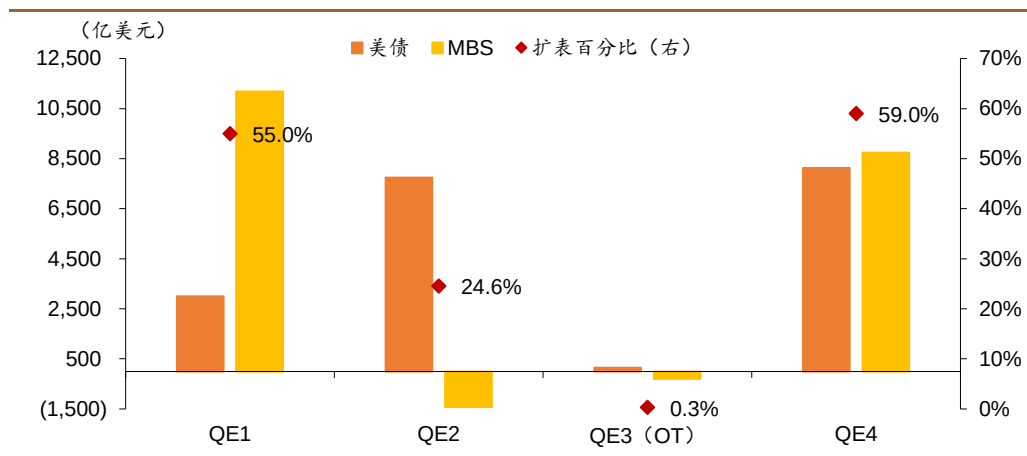
图 11：美国国债计划购买量与实际购买量



在 QE4 过程中，美联储资产购买的节奏上面，经历了“开始→扩大→Taper”三个阶段。开始阶段：2012 年 9 月-2013 年 1 月，FOMC 会议决议先后开始 400 亿美元 MBS/月（9 月）+450 亿美元国债/月（12 月）的购买；扩大阶段：2013 年 2 月-2013 年 12 月，尽管在美联储的会议上维持了“400MBS+450 国债”的资产购买速度，但在实际执行过程中，每月的资产购买量略大于计划购买量，尤其是 MBS；Taper 阶段：2013 年 12 月 9 日，鉴于美国失业率稳步下降，经济

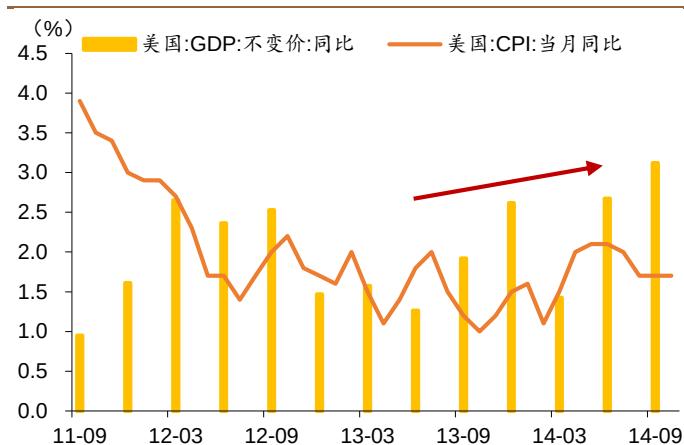
持续复苏，联邦公开市场委员会发布声明，从 2014 年 1 月开始，每月债券购买规模将缩减 100 亿美元，从 850 亿美元降至 750 亿美元。2014 年 10 月 29 日，美联储宣布结束资产购买计划，标志着美国正式退出量化宽松政策。

图 12：前 4 轮 QE 资产购买及扩表对比



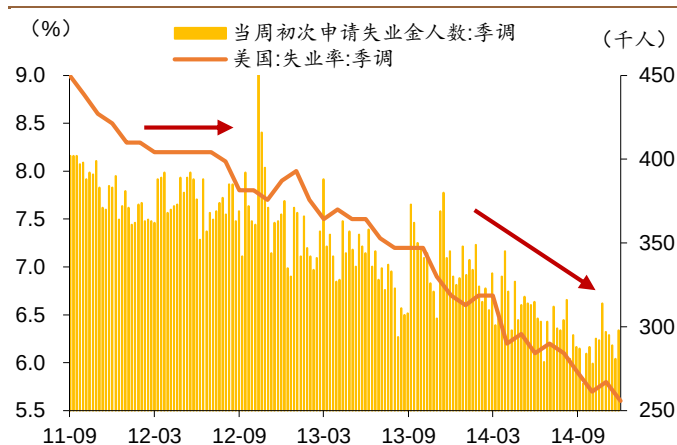
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：美国经济增速及物价水平走势 (QE4)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：2012 年失业率居高不下，随后 QE4 推动劳动力市场修复



资料来源：Wind，德邦研究所

1.5. QE1-4 资产价格表现回顾

在国债收益率方面，联储进行 QE 的本意是通过购买长期国债来压低国

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_22320

