

2019年10月13日

宏观经济



联储再扩表，意义何在？

——2019年10月美联储扩表点评

宏观动态

美联储正式宣布扩表，市场对此有预期，但扩表的力度超出预期。扩表不代表美联储货币政策转向大幅宽松，而更多是技术性调整。扩表不等同于QE，两者的政策目标和工具不一样。扩表应该不会影响美联储利率决策，但为降息打开空间。扩表将降低联储资产端的平均久期，对美债短端利率有向下拉动作用，对长端利率影响不大，收益率曲线或陡峭化。扩表短期利好美股，但中期影响偏中性。

风险提示：美国回购市场流动性冲击的负面影响超预期

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

10月11日美联储正式宣布扩表，同时宣布将延长回购计划。具体安排如下：

- 从10月15日开始，以每月600亿美元的规模扩表，一直持续到2020年二季度。所购买的国债的期限不超过1年，对到期的国债自动进行再投资；
- 延长隔夜、7天、14天回购操作至2020年1月，隔夜回购所接受的债券规模每次不超过750亿美元，7天和14天回购规模每次不超过350亿美元；
- 原有的每月不超过200亿美元的国债再投资计划不变（即用MBS到期后回笼的资金进行国债再投资）。

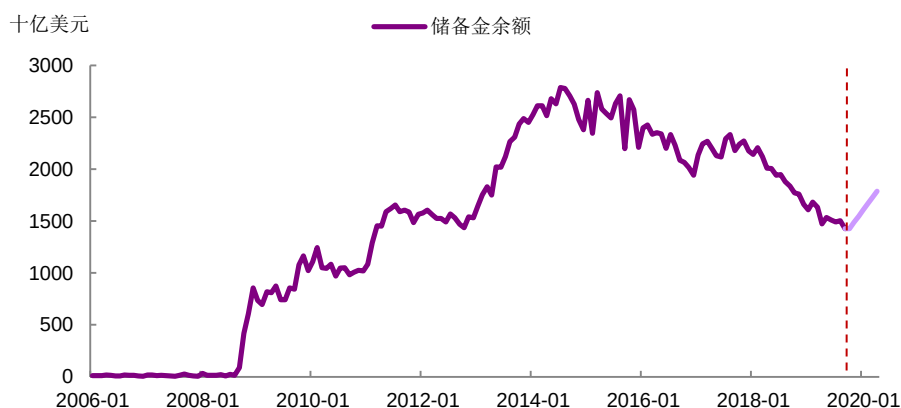
投资者对美联储的操作有很多疑问，对此我们回应如下：

问题1：市场对此次扩表是否已有预期？

答：有，但时间点和力度超出预期。我们在报告《此扩表，非彼扩表》中曾提示美联储或将于10月底宣布扩表，这也是市场的主流预期，但最终扩表的时间来的更早，这说明美联储在解决流动性问题时的态度是比较坚决的。

此外，每月600亿美元的规模也比预期更大。按照这一计划，到2020年二季度，美联储的资产负债表将新增约3600亿美元（我们之前的预期为2000亿美元），储备金规模将从当前的1.4万亿美元回升至1.7万亿美元（图1，暂不考虑其他因素的影响）。

图1：美联储的储备金余额将回升



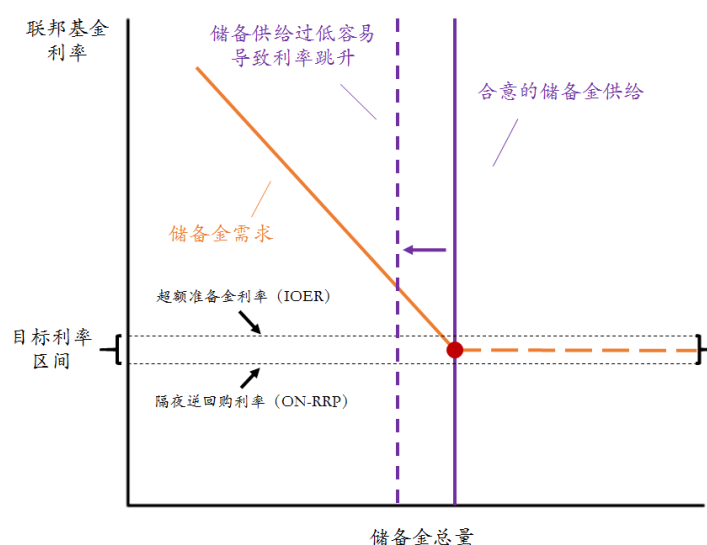
资料来源：Wind，光大证券研究所预测。已有数据时间截止2019年10月，预测区间至2020年4月。

问题2：扩表是否代表美联储政策转向大幅宽松？

答：不是。美联储扩表的背景是9月回购利率飙升、联邦基金利率突破目标区间上限，银行间流动性紧张。扩表是为了增加储备金供给，以维持“充足储备”的货币政策框架的有效性，防止利率过度波动（图2）。美联储在扩

表声明中也强调，本次扩表属于技术性调整，不代表美联储货币政策发生改变。当前美联储的货币政策仍将以调控利率为主要手段。

图 2：美联储“充足储备”的货币政策框架



资料来源：光大证券研究所绘制

问题 3：扩表是否等同于 QE？

答：不等同。央行扩表有三种方式，一是传统的公开市场操作，二是再贷款，三是购买非常规的金融资产，比如 QE。一般来说，QE 的目的是干预收益率曲线，通过压低长端利率，以达到刺激经济的效果（因为企业和家庭借贷参考的是长端利率）。而此次扩表是为了增加准备金供给，没有刺激经济的政策意图。

从购买资产的标的来看，美联储此次扩表购买的是短期限国债，而不是像 QE 那样购买长期国债或 MBS，因此这次更类似于公开市场操作，而不是金融资产购买计划（表 1）。

表 1：2008 年以来美联储历次扩表政策一览

	时间	具体操作和规模
QE1	2008 年 12 月—2009 年 3 月	买入机构债、MBS~5000 亿美元
	2009 年 3 月—2010 年 3 月	买入机构债、MBS~7500 亿美元； 买入长期国债~3000 亿美元
QE2	2010 年 11 月—2011 年 6 月	买入长期国债~6000 亿美元，月均 750 亿美元
MEP	2011 年 9 月—2012 年 12 月	卖出剩余期限为 3 年以下的国债，等额买入剩余期限为 6-30 年的国债，总规模~6000 亿美元
QE3	2012 年 9 月—2012 年 12 月	买入长期国债，每月 850 亿美元；
	2012 年 12 月—2013 年 12 月	买入 MBS，每月 400 亿美元； 买入长期国债，每月 450 亿美元
	2013 年 12 月—2014 年 10 月	买入 MBS，每月 350 亿美元； 买入长期国债，每月 400 亿美元
2019 扩表	2019 年 10 月—2019 年二季度	买入短期国债（1 年期以内），每月 600 亿美元

资料来源：美联储，光大证券研究所整理。注：期限延展计划（MEP）并不改变资产负债表规模，但因它是 QE2 的一部分，故也列入表内。

问题 4：扩表是否会影响美联储的利率决策？

答：不会，但扩表能打开降息的空间。在“充足储备”的货币政策框架下，美联储通过“利率走廊”调整利率。与传统的公开市场操作不同，“利率走廊”变动时储备金的供给并不会发生变化。因此，如果美联储想继续降息，就必须先将储备金供给调整至更高的水平，否则降息后市场对储备金需求增加，推高利率，美联储就会失去对短端利率的控制，“利率走廊”的机制就会失效。

当然，美联储是否继续降息还取决于一系列风险因素。本轮美联储降息的基调是“预防式降息”，面对的风险来自三个方面：一是全球和美国经济下行，二是通胀不达标，三是贸易摩擦带来的不确定性。目前来看这些风险都没有解除，继续降息的观点似乎有支撑。但美联储的鹰派官员认为，在过去 3 个月已降息两次的情况下，继续降息会令货币政策过度宽松，增加金融不稳定风险。

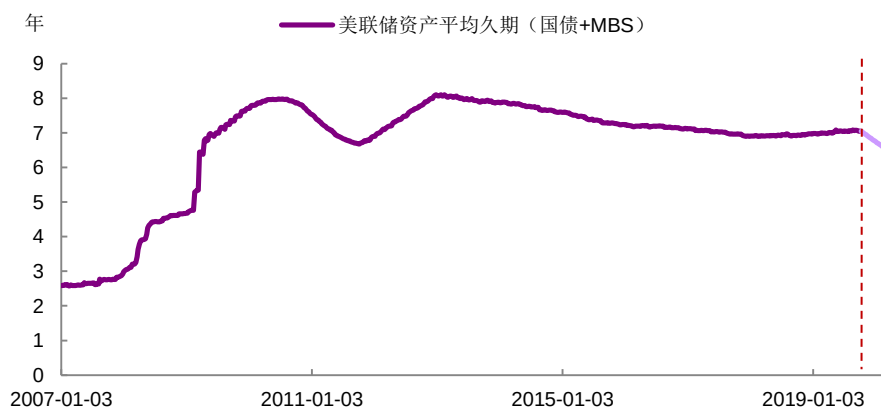
问题 5：扩表如何影响美联储资产结构？

答：美联储资产的平均久期将下降。我们的估算显示，当前美联储证券资产（国债+MBS）的平均久期约为 7 年，国债资产的平均久期约为 5 年。由于扩表购买的是 1 年期及以下的国债，这将导致美联储资产的平均久期下降。

我们假设扩表购买的美债中，一半的剩余期限为 15~90 天，另一半为 91 天~1 年。按照美联储公布的计划，到 2020 年二季度，美联储证券资产的久期将下降至 6.4 年，国债资产的久期将下降至 4.4 年（图 3-4）。

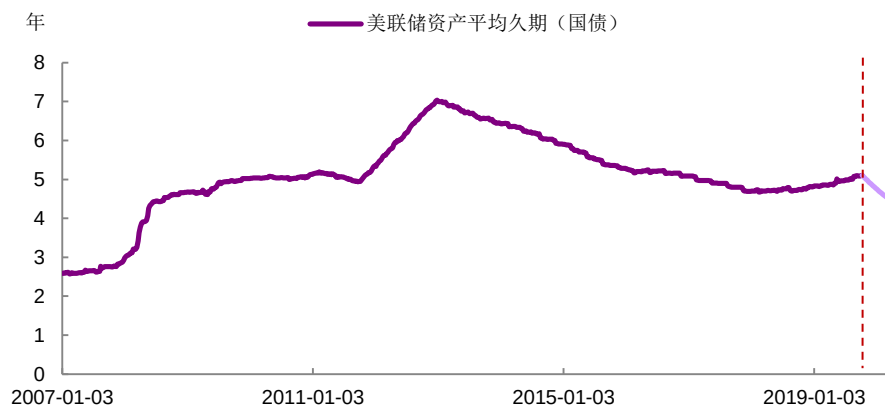
当然，以上计算并未考虑其他因素。比如美联储仍在减持 MBS，并用赎回的资金进行国债再投资，买入国债的期限匹配市场中留存的国债结构（具体参数见附表）。这一操作会让美联储资产的久期更高一点。

图 3：美联储的证券资产（国债+MBS）的平均久期



资料来源：Wind，光大证券研究所预测。已有数据时间截止 2019 年 10 月，预测区间至 2020 年 4 月。

图 4：美联储的国债资产的平均久期



资料来源：Wind，光大证券研究所预测。已有数据时间截止 2019 年 10 月，预测区间至 2020 年 4 月。

问题 6：扩表对美债有何影响？

答：对短端利率有向下压力，对长端利率影响不大，收益率曲线更加陡峭。此次美联储购买的是 1 年及以下期限的国债，当前这些国债的存量规模约为 2.3 万亿美元，如果按 3600 亿的扩表规模算，占比约为 16%，并不算低。

从市场的反应看，扩表决议公布后，3M 美债收益率下行 5 bps，1Y 下行 4 bps，2Y 下行 3 bps，10Y、30Y 基本未变，收益率曲线陡峭（图 5）。3M10Y 利差扩大至 8 bps，为今年 5 月以来最高水平，2Y10Y 利差稳定在 13 bps（图 6）。

中期来看，美联储资产久期下降可能也会影响美债曲线。一般来说，央行国债资产的久期上升会令曲线更加扁平，这是因为当市场观察到央行买入长端债券时，也会增加对长债的配置。这也是央行货币政策信号作用（signaling effect）的体现。反过来，如果央行久期下降，可能导致曲线更加陡峭，对此我们还需进一步观察。

图 5：扩表决议公布前后的美债收益率曲线

图 6：扩表决议公布后，3M10Y 利差上升

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_9699

