

如何理解联储再度扩表

摘要

近期联储发布公告，将从 10 月开始通过购买短期国债重启扩表。联储重启扩表的直接导火索是美国货币市场出现“美元荒”，而更深层次的原因是银行超额存款准备金不足使得“地板系统”对联邦基金有效利率的调控失效，因而需要联储扩表为银行注入流动性。这次扩表并非代表 QE，主要有三点不同。首先，本次扩表是为了重塑联邦基金利率调控体系，更偏技术操作。而 QE 通过购买长债，压低长端利率来刺激经济，并且 QE 也通过购买 MBS 为房地产市场提供定向宽松支持。其次，本次扩表的规模在 6000 亿美元左右，远不及 3 轮 QE 带来联储资产负债表增加 3.5 万亿美元的扩表增量。最后，这次扩表购买短债，或将使得收益率曲线陡峭化，而 QE 通过购买长债压缩期限溢价使得收益率曲线平坦化。与 QE 类似的是，本次扩表也将促进金融条件进一步宽松，并对美国经济构成一定的支撑作用。

联储货币政策操作强调“数据依赖”，未来依然有宽松空间，但联储会保持耐心。考虑到年内美国经济下行压力依然较大，因此年内联储或将再降息 1 次。近期中美贸易摩擦有所缓和，美国通胀也有所回升，这可能会对联储未来货币宽松空间产生影响，但具体情况还需观察。在联储通过购买短期国债扩表后，我们认为联储重回 QE 的门槛变得更高，除非美国经济出现较明显的衰退迹象，不然联储重回 QE 的可能性依然较小。

风险提示：中美贸易摩擦升级。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 联储扩表但并非 QE，国内经济短期平稳 (2019-10-13)
2. 中美贸易谈判再吹暖风与非标认定范围扩大的政策预示 (2019-10-13)
3. 我们就业压力到底有多大？——就业市场分析报告（二） (2019-10-11)
4. 就业看哪些指标比较有效？——就业市场分析报告（一） (2019-10-09)
5. “美元荒”的原因和机制 (2019-10-09)
6. 暂时的弱平稳不改变放缓的趋势——月度经济预测 (2019-10-08)
7. 论预测，金融条件比全球 PMI 更好——全球央行追踪第 13 期 (2019-10-07)
8. 国庆长假期间国内外经济与资本市场状况述评 (2019-10-07)
9. 企业景气度小幅回升，或是短期改善而非趋势回升 (2019-10-07)
10. 限产带动生产走弱，地产需求继续强韧 (2019-09-29)

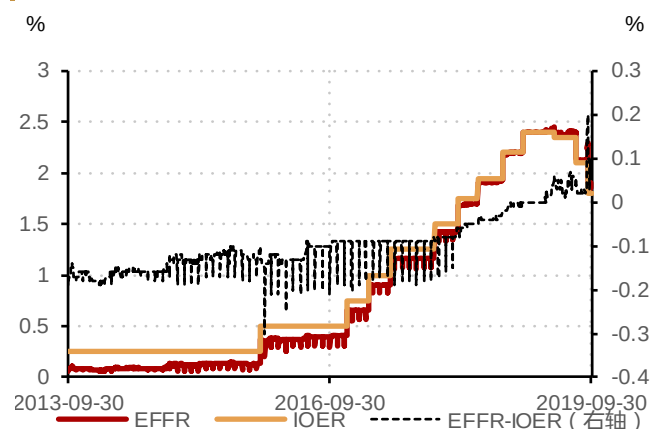
1 联储重启扩表的原因

10月11日美联储宣布从10月15日起每月购买600亿美元短期国债（期限不超过1年），该操作将持续至2022年2季度。同时联储将继续实施隔夜正回购操作，每周实施两次14天正回购，正回购操作将持续至2020年1月份。

货币市场出现“美元荒”是联储扩表的导火索。9月17日美国回购市场出现异动，回购利率出现飙升，纽约联储迅速响应重启正回购操作为货币市场提供流动性。之后纽约联储持续进行正回购操作，截止10月9日，联储通过正回购协议扩表1787亿美元。货币市场资金紧张出现“美元荒”的主要原因是银行超额存款准备金不足，而这是由于联储缩表造成的。银行超额存款准备金从2017年9月的2.2万亿美元下降至2019年9月的1.3万亿美元。为了保持货币市场稳定，需要联储扩表。

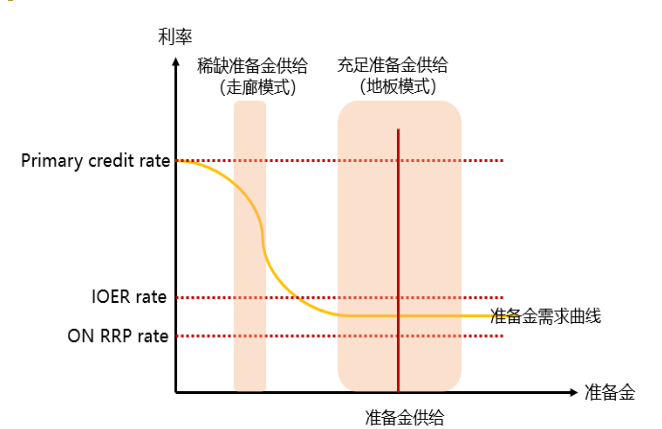
更为重要的是超额准备金不足使得联储“地板系统”利率调控模式受到挑战，急需联储扩表向银行补充准备金。金融危机后，联储货币政策调控框架转向了“地板系统”调控，由于套利链条的存在，IOER实际上成为了EFFR的上限。但由于超额存款准备金不足，使得EFFR突破超额存款准备金利率（IOER）上限。2019年3月以来，IOER和EFFR出现持续倒挂，这说明银行和政府支持机构（GSEs）间资金不足，需要联储扩表向银行提供准备金，以保证“地板系统”对利率调控的有效性。

图1：联储准备金供给不足 EFFR 与 IOER 出现倒挂



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：美联储利率调控模式的变迁



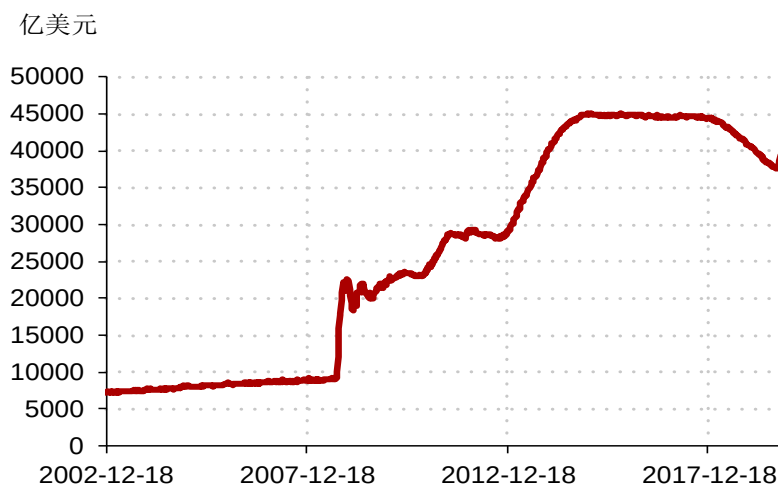
数据来源：Wind，西南证券整理

2 本轮扩表与 QE 的异同

本次扩表并非 QE，其与 QE 主要存在三点不同。首先，扩表目的不同。本轮扩表是为了修复“地板系统”利率上限，偏技术性操作。而 QE 是通过购买长债压低长端利率来进一步刺激经济，带有强烈货币政策宽松立场。本轮联储扩表主要是通过永久性公开市场操作（POMOs）购买短期美国国债。而 QE 是购买美国长期国债和 MBS。购买品种不一样背后反应的扩表意图也不同。前者主要是为了修复 EFFR 的利率上限调控能力。而 QE 是在金融危机发生后，在联邦基金目标利率降至 0 附近时，为了进一步实行宽松的货币政策而采取的非常规货币宽松手段，其通过购买长期国债来压低长端利率，并进而促进投资和消费以达到促进经济的目的。同时 QE 也会购买 MBS 来房地产行业提供定向信用支持。

其次，扩表的规模不同。如果从购买短期国债规模的角度看，从 10 月开始持续到明年 2 季度结束，则将使得联储扩表 5400 亿美元。再考虑到隔夜和 14 天的正回购操作，则本次扩表的总规模估计在 6000 亿美元左右。而 3 轮 QE 下来，联储资产负债表规模从金融危机前的 1 万亿左右，增长到了 4.5 万亿美元，增加了 3.5 万亿美元。因而本次扩表的规模要小于 QE。

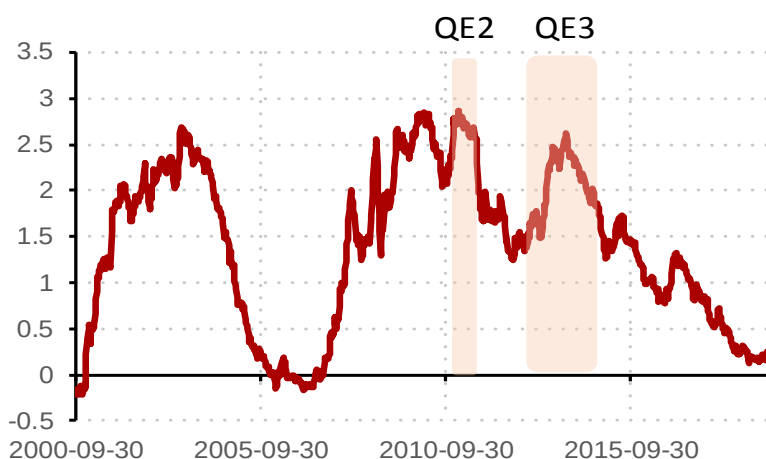
图 3：美联储资产负债表规模



数据来源：Wind，西南证券整理

最后，对收益率曲线影响不同。本次扩表联储直接购买短期国债，因而将使得短端利率下行更加明显，长短端利差或将扩大，利率曲线将变得更加陡峭。而 QE 大规模购买长期国债，压缩期限溢价，最终将使得收益率曲线更加平坦化。QE2 和 QE3 实施期间，伴随对美国长期国债购买规模的增加，最终期限利差均是回落。

图 4：美国收益率曲线 (10Y-2Y)



数据来源：Wind，西南证券整理

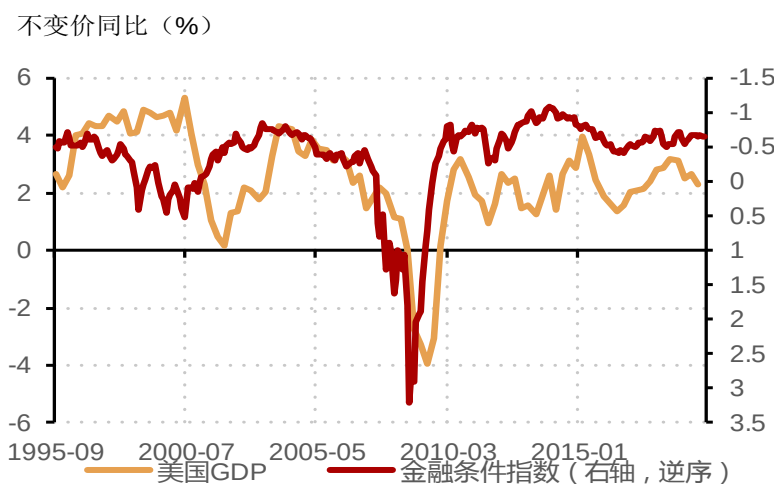
本次扩表和 QE 相同的地方在于，都会增加银行的超额准备金，也即增加基础货币供给，使得金融条件进一步宽松，并进而促进经济。QE 是纽约联储通过 SOMA 账户购买长债和 MBS，可以看做是联储 POMOs 的特例，而本次联储扩表可以看做常规的 POMOs。二者同

属于公开市场操作范畴，均会增加银行超额存款准备金，并带来基础货币的再次扩张。即使联储购买短期国债这也会给银行准备金带来“永久”性增加，这点和 QE 一样。在流动性充裕情况下促进银行放贷，并进而维稳经济。

3 联储重启扩表的影响

联储重新扩表带来金融条件进一步宽松将为美国经济提供一定支撑。当前美国经济下行压力依然较大。9 月 ISM 制造业 PMI 跌落至 47.8%，创下 09 年以来新低。虽然美国就业市场依然稳健，但制造业放缓对居民就业的影响不容忽视，消费增速存在放缓压力。在这样的背景下，联储已经通过放松货币来对冲，并分别在今年的 8 月、9 月各降息 25bp。联储购买短期国债扩表，首先受益的是货币市场，之后会逐步传导至实体经济，宽松的货币政策带来金融条件进一步放松，并为经济提供支撑。

图 5：金融条件领先美国 GDP 增速



数据来源：Wind，西南证券整理

联储货币政策操作强调“数据依赖”，未来依然有宽松空间，但联储会保持耐心。在经历了快速降息以提前预防经济大幅下行后，联储“先发制人”式货币操作将淡化，当前联储强调“数据依赖”。从过去的经验来看，数据依赖意味着联储将保持耐心，将会根据经济、就业和通胀数据的变化来调整下一步货币政策行动。考虑到年内美国经济下行压力依然较大，因此年内联储或将再降息 1 次。当前联储主要关注全球经济放缓、贸易政策不确定性和通胀疲弱三大风险。而近期中美贸易摩擦有所缓和，美国通胀也有所回升，这可能会对联储货币未来政策宽松空间产生影响，但具体情况还需观察。在联储通过购买短期国债扩表后，我们认为联储重回 QE 的门槛变得更高，除非美国经济出现较明显的衰退迹象，不然联储重回 QE 的可能性依然较小。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_9703

