



东兴证券
DONGXING SECURITIES

扩表是降息的正常配套动作，市场流动性已与QE之前相仿

——10月美联储扩表点评

2019年10月13日

宏观经济 事件点评

康明怡	宏观经济分析师	执业证书编号：S1480519090001	
	kangmy@dxzq.net.cn 021-25102911		
王宇鹏	宏观经济分析师		
	wangyp_yjs@dxzq.net.cn 010-66554151	执业证书编号：S1480519070003	

事件：

10月11日，美联储发布扩表声明。

观点：

市场流动性回归QE之前，因此QE之前与降息配套的OMO动作也随之回归。此次FED的迅速反应表明FED对当前市场异动反应十分主动，可理解其整体态度偏向宽松。但近期国债期限利差陡峭与扩表无关。

1. 扩表的目的是为了保证充足的储备以确保政策利率的有效性。

扩表为了保证充足的储备，具体目的有二：1) 保证能有效控制FFR和其他短期利率仍在美联储利率管理的框架下；2) 确保储备供应不需要主动管理，即不需要对季节性需求有特别的响应。

扩表的方式：1) 最早2020年6月前，持续购入短期国债以确保储备的充足至少处于2019年9月之前的水平。2) 最早2020年1月前，在回购市场操作以确保储备保持充足，缓解货币市场压力，隔夜回购利率为1.7%。

此外，MBS债到期的部分优先置换成国债，期限结构与国债市场总体期限结构相同，超过200亿美元的部分仍购入MBS债。

2. QE创造的流动性已消失殆尽，超额准备金已不代表流动性宽裕，可认为当前的流动性已回归QE之前的状态。

之前的缩表使得FED总资产缩减约0.8万亿美元，抵消了第二次QE(0.5万亿)。虽然总资产仍有3.8万亿，但应考虑到四个因素。一是当前名义GDP比2007年高出1/3，商业银行资产总规模也高出约50%；二是商业银行持有的高流动性资产(国债+现金(含准备金))占商业银行总资产比重已降低到第一次QE之后的水平，即缩表对商业银行的资产结构的影响远比美联储总资产的变化要大的多；三是金融机构对流动性资产偏好的结构性提高；最后，为了应对巴塞尔III协议对流动性资产的要求以及美联储对大型商业银行的压力测试，商业银行有永久增持高流动性资产的需求。

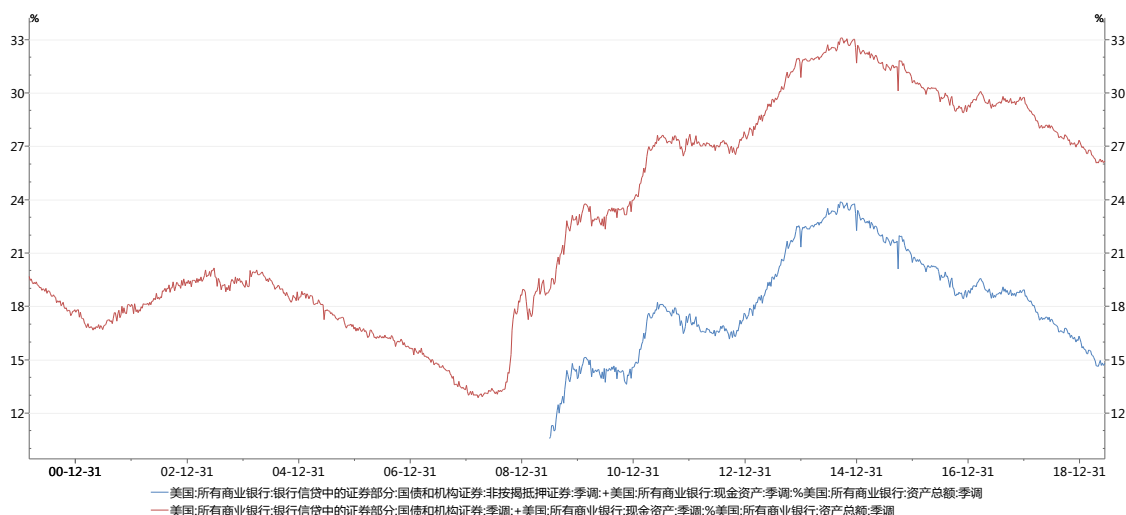
次贷危机后，金融机构对高流动性低风险资产的配置上升，除监管机构的硬性规定外，也与金融机构对这类资产偏好出现变化有关，这与1929年大萧条后美国商业银行对流动性资产偏好上升十分类似。鉴于流动性紧缺导致银行倒闭潮，1929年后的相当长一段时间内，美国商业银行对现金和国债的持有偏好出现结

构性上升，保持着大量超额准备金。直到 2 战结束后其对高流动性资产的偏好才逐渐恢复正常。次贷危机后的 QE 恰恰满足了金融机构对低风险资产的结构性需求的上升。因此，在特殊的经济环境下，低利率环境以及超额准备金的存在不能完全表明流动性是充裕的。而金融机构感觉到“安全”的流动资产配置比重很难量化，因为随着经济环境的不同，“安全”的比重显然会变化。

因此 QE 创造的宽松的金融环境大多已被缩表抵消，超额准备金不代表流动性宽裕，可以认为当前的流动性已回归 QE 之前的状态。

3.

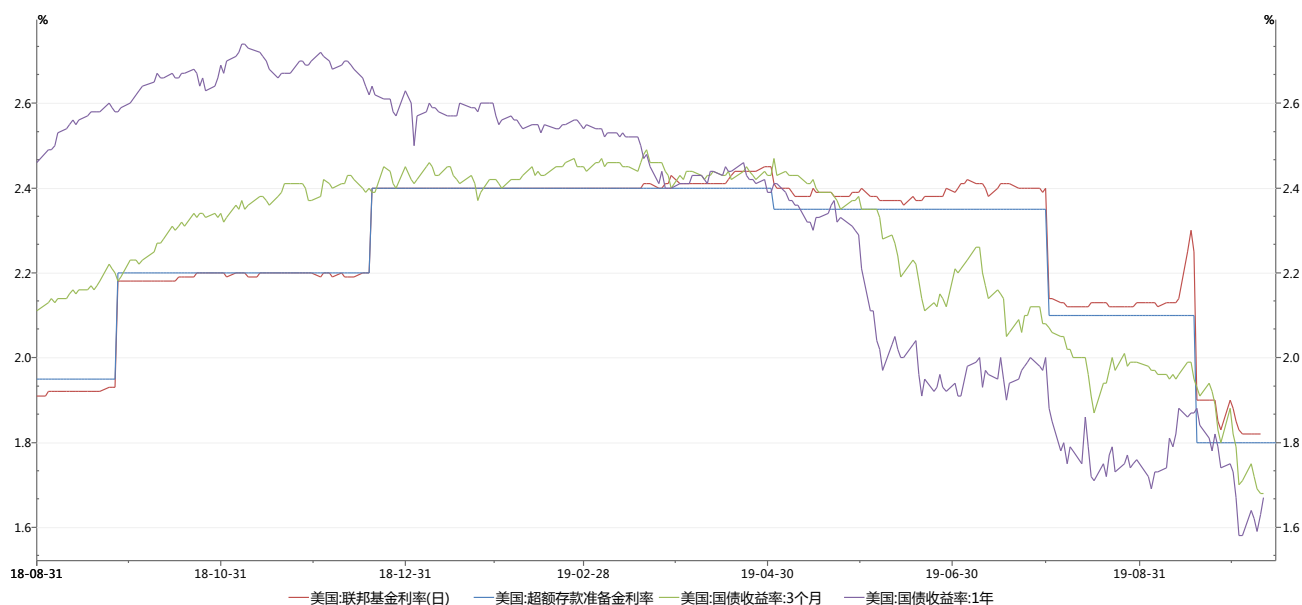
图 1: 商业银行高流动性资产占总资产比重



3. 短期货币市场偏紧，银行隔夜市场已不能及时提供流动性，美联储希望维持回购市场利率在 1.7%。

9 月降息之前，1 年期国债利率持续低于联邦基金利率 40bp 左右（现在约 10bp），这是典型的货币政策偏紧信号。短期国债利率低于 IOER 或 FFR 意味着金融机构在银行间市场的融资成本远高于货币市场，使得降息没有对市场的流动性产生任何宽松的影响。IOER（1.8%）高于短期国债利率（1.7%），意味着持有大量超额准备金的大型商业银行并不愿在短期货币市场出借现金，从而使得在 9 月末季节性流动需求不能通过银行隔夜市场（FFR 所在市场）得到满足。因此，在最新的货币政策声明中，FED 直接在回购市场出借现金，并将操作利率控制在 1.7%。

图 1: 联邦基金利率与短期无风险利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

4. 当前扩表的动作是 2008 年之前没有 QE 的正常的降息配套动作。

从以上两点分析可知，当前的流动性与没有 QE 之前类似，扩表动作是 2008 年之前正常的配合降息的 OMO 动作，市场不应解读过度。在 QE3 之后由于流动性非常充裕，因此不需要对季节性需求做出回应，市场已将类似的 OMO 动作有所遗忘。本次扩表的意图非常明确，是为了保持充足的储备，避免政策利率在 9 月底受季节性需求的影响而大幅波动。在 2008 年之前，降息往往会配套 OMO 动作，本次操作亦属此类。

5. 当前 FED 的态度整体偏向宽松，但当前国债期限利差陡峭的原因并非扩表。

FED 对 9 月底出现的久违的季节性流动需求的快速和足够的反应，充分表明目前 FED 应对任何非正常的异动是十分警惕和开放的。我们认为虽然之前 FED 的点阵图分歧非常之大，但此次动作表明 FED 当前态度偏向宽松。

本次扩表集中购买短期国债，对短期国债的利率有抑制作用。但当前 10 年国债利率迅速走高并超过短期国债利率与此无关，而是受到中美谈判利好的影响。因此，此次扩表能否能起到逆向扭曲国债期限利差的作用仍有待观察

结论：

市场流动性回归 QE 之前，因此 QE 之前与降息配套的 OMO 动作也随之回归。此次 FED 的迅速反应表明 FED 对当前市场的异动反应十分主动，可理解其整体态度是偏向宽松。

风险提示：中美贸易摩擦继续。

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师简介

王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有 8 年中国宏观经济和资产配置研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_9709

