



邵宇：美联储加息细节 后危机时代的新范式



意见领袖 | 邵宇 陈达飞

自上世纪 80、90 年代确立了价格型货币政策框架以来，如何严格控制短期利率和提高利率传导效率就成为美联储货币政策的关键。这也是美联储利率操作框架最核心的问题，贯穿于非常规政策正常化的全过程。

联邦基金利率 (FFR) 是美联储的政策利率，代表银行隔夜融资成本。原理上，美联储有三种方式控制 FFR：第一，保持准备金供给的短缺；第二，设定保留利率，发挥套利机制的作用；第三，扩大保留利率的适用范围，强化竞争机制——既可以是统一的利率，也可以针对不同交易主体设定差异化的利率。第一种方式适用于短缺准备金框架，后两者适用于充足准备金框架。实践中，两者可搭配使用，相得益彰。

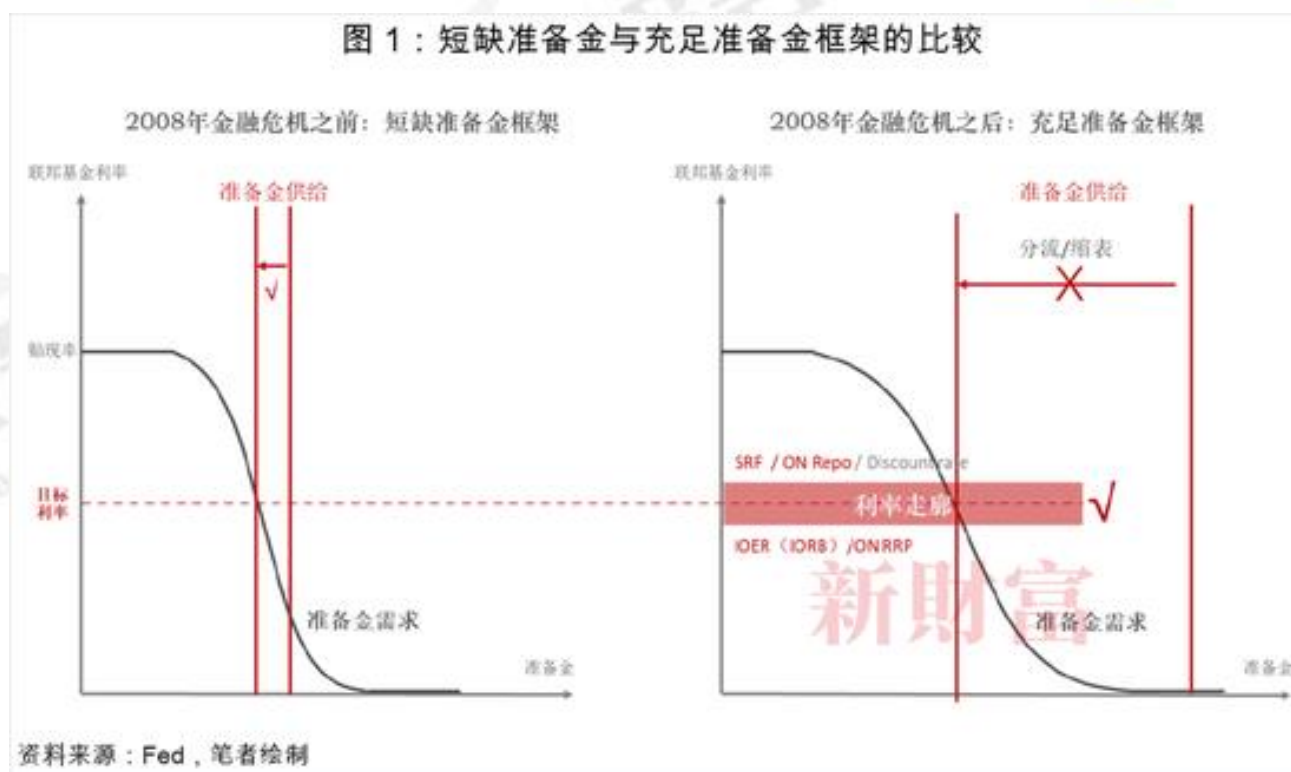
美联储需要在控制利率的有效性、资产负债表成本（准备金规模）和公开市场操作的频率上取得平衡。控制利率的有效性是一阶条件，后两者是二阶条件。短缺准备金框架控制利率的有效性较低，公开市场操作频率较高，但资产负债表成本较低。充足准备金框架控制利率的有效性较高，公开市场操作频率低，但资产负债表成本较高。大危机使得美联储从短缺准备金框架转向了充足准备金框架。



01 走廊体系：短缺准备金框架

大危机之前，FFR 是在短缺准备金框架下确定的（图 1，左图）。法律和监管要求银行在美联储开设准备金账户，按存款的一定比例存入法定准备金。此外，为了应付取款等流动性需求，银行还会保留一定比例的超额准备金。超额准备金利率为零，故规模非常小。2003-2008 年大危机前夕，美国存款机构准备金总额维持在 400-500 亿美元，其中超额准备金平均只有 20 亿。银行主要通过联邦基金市场调剂余缺——借款人是银行，贷款人包括银行、证券交易商和政府支持企业等。

图 1：短缺准备金与充足准备金框架的比较



美联储是准备金的垄断供给者，故准备金供给曲线是垂直的。准备金需求曲线在贴现率处无弹性，在贴现率以下与 FFR 负相关，且弹性较大，意味着美联储只需要吸收少量的准备金，就能提高 FFR，操作方法包括提高法定准备金率或通过系统公开市场账户（SOMA）出售证券。降低 FFR 的操作方法正好相反：降低法定准备金率或购买证券。实践中多以公开市场操作为主，美联储需要估算准备金需求，推断供给缺口，而后指示规模开展应对规模的回购业务。

该操作框架被称为“走廊体系”，贴现率为“天花板”，准备金利率为地板，目标利率一般位于中间位置。走廊体系有两个特征，第一，准备金利率非常低，或等于零，大危机之前，美国的准备金利率就等于零。这实际上是一种激励机制，鼓励银行通过联邦基金市场拆借，利用市场发现

资金的价格，实现资源的充分利用。第二，为增加对 FFR 的控制，美联储需要保持准备金处于一种相对短缺的状态。因为，假如准备金供给是过剩的，即供给曲线与需求曲线的右端交叉，此时 FFR 无弹性，美联储将无法通过小规模의公开市场操作来调节利率。

该框架的优点是美联储不需要向银行支付利息，缺点有两个，第一，准备金需求呈现显著的季节性特征，例如在圣诞节等节假日或季末企业缴税期，需求会显著增加。国债发行的规模和节奏也有重要影响。因此，美联储需要密切监控或预测准备金需求的波动，每日开展公开市场操作，以“烫平”短期利率的波动。但规模都比较小，大危机之前较长时期内，日均隔夜回购的规模为 5 亿美元，95% 的时间低于 10 亿美元，季末或节假日时期可达到百亿规模。另一个缺点是，“走廊体系”名不副实，天花板和地板都不是控制利率的有效约束，其中，由于“耻辱效应”（一旦对手方知道某个机构在贴现窗口有借贷，原则上这些对手方可能会对该机构的健康程度得出负面的结论）的存在，银行不愿意通过贴现窗口向美联储借款。

02 地板体系：充足准备金框架

大危机之后的三轮量化宽松政策 (QE) 导致准备金供给曲线大幅右移，与需求曲线相交于无弹性区间（图 1，右图）。依照传统思路，只有开展与 QE 同等量级的公开市场操作，吸收（或冻结）足够多的准备金，才能提高 FFR。这对经济和金融体系的冲击是无法估量的，也许在抬升利率之前就出

现了系统性风险。另外，以《巴塞尔Ⅲ》和《多德-弗兰克法案》为代表的金融监管改革，提高了金融机构的流动性覆盖率要求，加强了对杠杆率的控制，银行风险偏好的变化和内部风险管理体系的更新都增加了对准备金的需求。所以，大危机后，准备金供给曲线大幅右移、需求曲线向右移的同时，向下倾斜部分的利率弹性也下降了。并且，供给和需求的不确定性都提高了。如何在新形势下控制 FFR 成为美联储的重要命题。美联储为此构建了“地板体系”，转向了充足准备金操作框架。

一个有效的“地板”要能够充当 FFR 的下限，这需要美联储为广泛的金融机构提供一个保留利率。与短缺准备金框架不同的是，地板与目标利率非常接近。2006 年通过的《金融服务监管救济法案》授权美联储自 2011 年 10 月 1 日起对存款类金融机构的超额准备金支付利息，即超额准备金利率（interest on excess reserves，简称“IORB”）。2008 年《紧急经济稳定法案》将生效日期提前至 2008 年 10 月 1 日。

IORB 就是一个合格的保留利率——商业银行不会以低于 IORB 的利率在联邦基金市场上出借准备金。由于不同货币金融资产的交易者高度重叠，在套利机制的作用下，包括 FFR 在内的短期利率都会向 IORB 收敛——假如 FFR 远低于 IORB，银行会在联邦基金市场上借款，并将资金存入准备金账户进行无风险套利，导致 FFR 自下而上向 IORB 收敛。反之，假如 FFR 远高于 IORB，银行会在联邦基金市场上出借资金进行套利，导致有效联邦基金利率（EFFR）自上而下收敛至 IORB。

严格意义上，IORB 只是银行间隔夜拆借利率的“地板”，因为只有部分银行有准备金账户。货币市场基金、政府支持企业等都是联邦基金市场的积极参与者，但却无法获得 IORB 的保留利率。这就形成了“漏损”，使 IORB 难以成为一个硬约束。即使存在套利空间，银行对准备金的需求并不是无限的，因为不同的资产负债表规模和结构对应的成本不同——支付给联邦存款保险公司（FDIC）的计费基础是总资产减去有形权益资产；金融监管也隐含着成本；又由于套利成本的存在，虽然短期利率确实会向 IORB 收敛，实际的地板往往比 IORB 更低。交易成本在理论地板和实际地板之间形成了一个“楔子”。QE 期间，包括 EFFR 和 Libor 在内的主要短期利率基本上都运行于 IORB 以下，1 个月期的国库券利率甚至触及零下限。理论上的“地板”变成了现实世界中的“天花板”。

2013 年 7 月，交易柜台提议利用隔夜逆回购（ON RRP）工具来辅助 IORB 构建地板体系。与准备金一样，ON RRP 也是美联储的负债，前者是无抵押品要求，后者是美联储的固定利率抵押借款工具。由于 ON RRP 的交易对手方包括更广泛的非存款类金融机构，如一级交易商、政府支持机构、证券经纪人、货币市场共同基金等，所以能设置了一个更有效的地板利率。

IORB 和 ON RRP 利率统称为管理利率，都是美联储的负债成本，前者一般高于后者。两者共同搭建了一个双层地板体系——以 IORB 为主，ON RRP 利率为辅。只要准备金是相对充裕的，且套利机制是有效的，调

节 IORB 和 ON RRP 利率就可以将短期利率控制在政策目标区间内部（图 2、图 3）。

图 2：美联储“地板体系”操作示意图

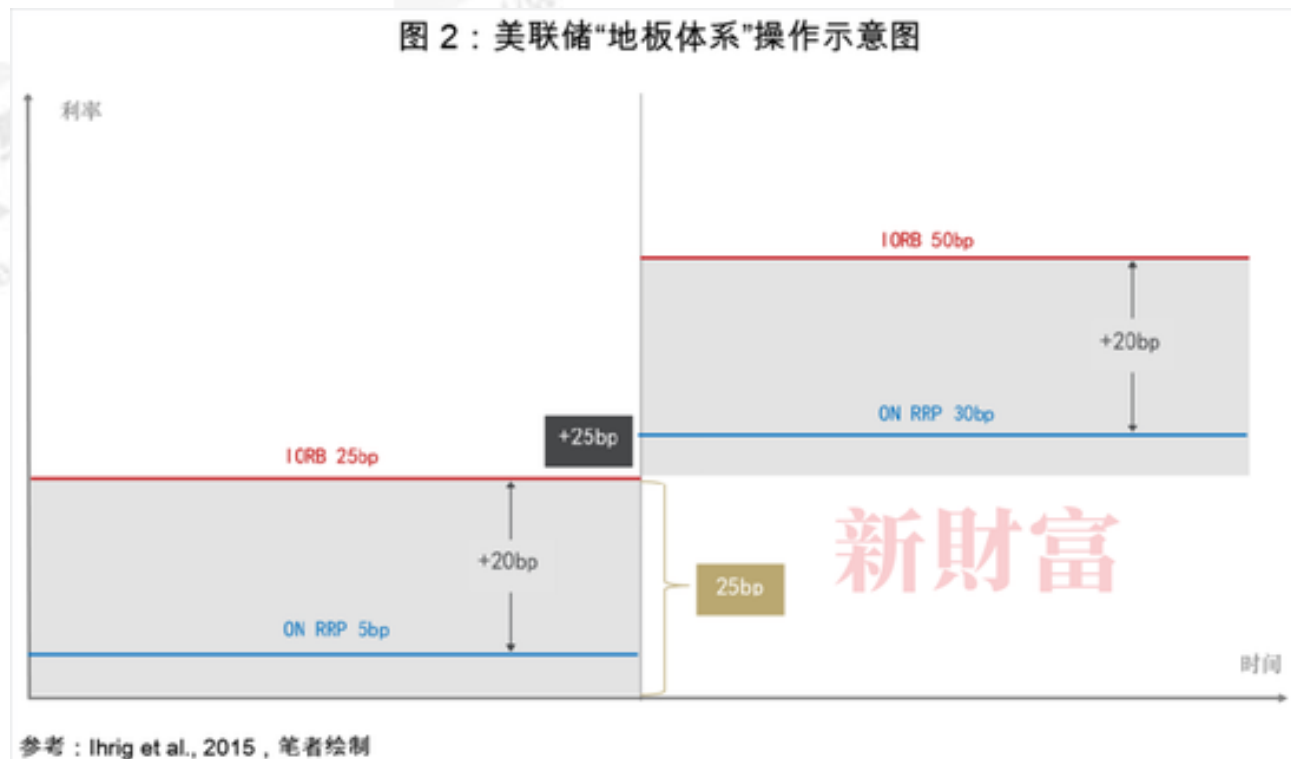
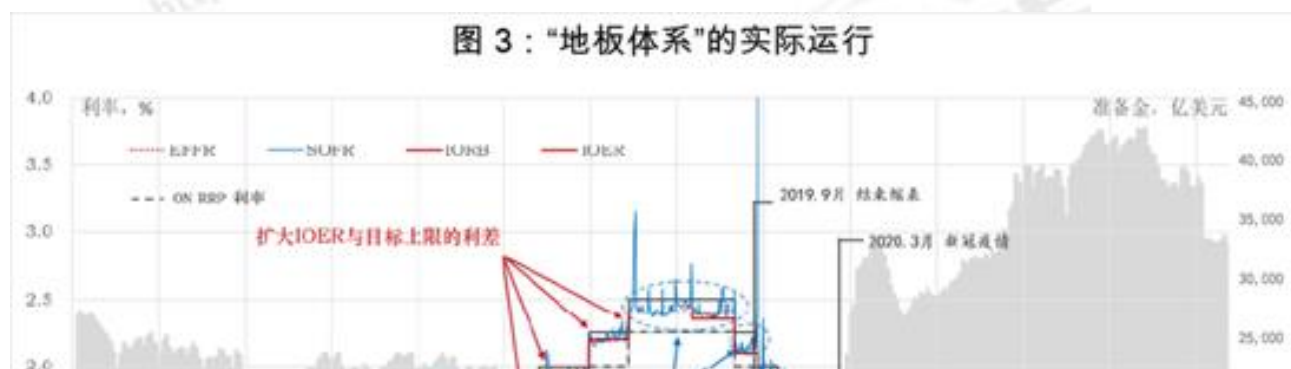


图 3：“地板体系”的实际运行



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_43373

