

美联储考虑设置 SRF，解决降息技术问题

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第 72 期 (2019.07.08-2019.07.12)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 美联储考虑设置 SRF，解决降息技术问题

北京时间 7 月 10 日晚间，美联储主席 Jerome Powell 出席众议院金融委员会就美国半年度货币政策报告作证词陈述。Powell 在发言中对美国经济状况的评估与 6 月 FOMC 会议的基调大体一致。Powell 表示美国经济增长将保持稳健，劳动力市场将保持强劲，通货膨胀率将回升至 2% 的目标，但近几个月来，经济前景的不确定性有所增加。

在 2019 年 1 月、3 月和 5 月的 FOMC 议息会议上，美联储均表示将对货币政策调整保持“耐心”，但在 6 月 FOMC 议息会议上美联储表示，“将采取适当行动”维持经济增长。对于美联储表态的转变，Powell 提到，主要是由于自 5 月会议以来，贸易局势和全球经济放缓对美国经济增长造成的“逆流”再次出现，而这些不确定性将继续令美国经济承压。超预期的非农数据并未让美联储货币政策转向，美国经济的“逆流”也将继续存在，因此市场将 Powell 的发言解读为释放鸽派信号。市场预期美联储 7 月降息 25BP 及以上的概率为 100%；降息 50BP 的概率升至 20.4%，远高于非农报告公布后的 5%。

7 月美联储大概率降息，但是如何降息存在一个技术性问题。次贷危机前，由于商业银行较少的存款准备金以及联邦基金市场规模有限，美联储可通过公开市场操作来降息。当前的下限系统加息容易，但由于缺乏对利率目标上限的控制，无法像欧洲央行一样通过下调利率走廊上限来降息。虽然美联储拥有贴现窗口，但是由于污名效应，金融机构不轻易利用贴现窗口从美联储获得资金，因此，贴现利率并不是有效的利率走廊上限。另外，公开市场操作繁琐、成本较高，当前商业银行具有较高准备金，美联储能否通过公开市场操作来调控利率也是一个问题，美联储需要额外的再贷款工具利率来作为利率走廊上限，以此来加强对联邦基金利率目标上限的控制。

美联储 6 月 FOMC 会议纪要显示，美联储官员对常备回购便利 (Standing Repurchase Facility, SRF) 做出讨论。常备回购便利是指，允许金融机构以固定利率通过与美联储的回购交易获得临时流动性，回购交易涉及其持有的符合公开市场操作条件的证券。这种融资工具可以为联邦基金利率和其他货币市场利率的异常飙升提供支撑，还可能激励银行将流动性资产组合的构成从准备金转向高质量证券。在固定利率的设置方面，许多与会者表示，需要权衡设定的利率相对于其他货币市场利率的水平。一方面，设定略高于货币市场利率可能会提供更好的利率控制，也可以有助于避免设置远高于货币市场利率水平而导致污名效应。另一方面，将利率设定在接近货币市场利率的水平，可能会导致美联储日常进行大量的操作，这可能被视为货币市场中私人实体活动的去中介化。对于符合条件的交易对手，许多参与者指出，只允许一级交易商参与可能令回购市场产生最直接的影响，而对联邦基金市场只会产生间接影响。

长期来看，美联储要想有效地降息，最终肯定会设置 SRF，作为利率走廊上限。至于 7 月是否实行 SRF 也不确定，因为短期内，美联储可以下调超额准备金利率 (IOER) 以及隔夜逆回购协议 (ON RRP) 利率来引导市场利率下降。IOER 和 ON RRP 利率降低了，金融机构融出资金的机会成本将下降，将会在金融市场上提供更多的资金，从而拉低市场利率。但是由于不存在利率走廊上限，美联储无法保证联邦基金利率处于目标区间。如果市场利率有突破联邦基金利率目标上限的可能，美联储只好利用 SRF 来降息。

● 美国 CPI 表现略强于预期，但 PPI 同比增速创两年半来最低

美国 6 月 CPI 表现略强于预期，核心 CPI 环比增速创一年半以来最高，但 CPI 同比增速仍不及美联储目标。同时，美国 6 月 PPI 仅小幅上涨，由于能源和其他商品价格连续两个月下降，抵消服务业的加速增长，导致 PPI 同比创近两年半以来最小增幅。

● 美联储降息预期升温，美元指数回落

美元指数上周下行 0.45% 收至 96.8225。美联储主席 Powell 在国会证词表态偏鸽，市场对美联储 7 月降息的预期升温，美元指数走弱。截至 7 月 5 日，美元兑人民币即期汇率收至 6.8783，一周上行 2BP；美元兑人民币汇率中间价收至 6.8662，较前一周下行 35BP。

● 商品指数涨跌不一

美联储主席 Powell 在国会证词表态偏鸽，市场预期美联储 7 月大概率降息，美元指数走弱，贵金属价格走强。终端需求相对较弱，钢材库存回升，利空螺纹钢价格。美联储主席鲍威尔发言偏鸽，美元指数走弱，叠加 LME 铜库存大幅回落，利多铜价。港口焦炭库存回升，利空焦炭价格。电厂日耗回落，煤炭库存有所堆积，利空煤炭价格。墨西哥湾风暴导致其海上原油产量减少三分之一，叠加美国原油库存超预期减少，利多油价

● 风险提示：美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：美国非农数据良好，市场预期降息幅度下降

2019-07-07

国际经济及大宗商品：下半年美国经济展望

2019-06-30

国际经济及大宗商品：美联储降息的一个技术性问题

2019-06-23

国际经济及大宗商品：辩证地看美国消费增速低迷

2019-06-16

国际经济及大宗商品：美国非农数据不佳，市场降息预期进一步加强

2019-06-09

国际经济及大宗商品：美债收益率倒挂，市场降息预期增加

2019-06-02

国际经济及大宗商品：政府汇率管理工具箱里有什么？

2019-05-26

国际经济及大宗商品：央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式

2019-05-19

国际经济及大宗商品：美联储利率调控体系未来可能的演化方向

2019-05-12

国际经济及大宗商品：美联储短期内加息降息可能性都不大

2019-05-05

国际经济及大宗商品：超预期的美国经济可能没那么好

2019-04-28

国际经济及大宗商品：美联储货币政策对美股的影响

2019-04-21

国际经济及大宗商品：美联储前瞻指引面临困境

2019-04-14

目 录

1、 美联储考虑设置 SRF，解决降息技术问题.....	4
2、 国外经济形势一周综述.....	6
3、 汇率走势一周综述.....	8
4、 商品价格走势一周综述.....	9
4.1、 商品指数涨跌不一.....	9
4.2、 国际黄金价格走高.....	10
4.3、 金属价格涨跌不一.....	10
4.4、 能源化工产品价格多数下行.....	12
4.5、 农产品价格多数回落.....	14

图表目录

图 1: CME 美联储降息概率.....	4
图 2: 次贷危机前的美联储利率调控体系.....	5
图 3: 次贷危机后的美联储利率调控体系.....	5
图 4: 美国 CPI 同比增速 (%).....	7
图 5: 美国 PPI 同比增速 (%).....	7
图 6: 美国职位空缺数 (千人).....	7
图 7: 日本机械订单环比增速 (%).....	7
图 8: 南华商品指数周度涨跌幅.....	9
图 9: 上周黄金价格走势.....	10
图 10: 美元指数走势.....	10
图 11: 高炉开工率 (%).....	11
图 12: 当周螺纹钢库存 (万吨).....	11
图 13: 全国主要钢材品种库存 (万吨).....	11
图 14: 铁矿石港口库存 (万吨).....	11
图 15: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨).....	11
图 16: 上期所阴极铜库存(吨).....	11
图 17: 焦化企业开工率 (%).....	12
图 18: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨).....	12
图 19: 港口焦炭库存 (万吨).....	13
图 20: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	13
图 21: 下游发电集团煤炭库存 (万吨).....	13
图 22: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨).....	13
图 23: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	13
图 24: 港口煤炭库存 (万吨).....	13
图 25: 国际原油期货价格走势 (美元/桶).....	13
图 26: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶).....	13
图 27: 全国豆粕库存 (万吨).....	14
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.07.08-2019.07.12).....	8
表 2: 商品指数总览 (2019.07.08-2019.07.12).....	9
表 3: 国际黄金价格走高 (2019.07.08-2019.07.12).....	10
表 4: 金属价格涨跌不一 (2019.07.08-2019.07.12).....	10
表 5: 能源化工产品价格多数下行 (2019.07.08-2019.07.12).....	12

表 6: 农产品价格多数回落 (2019.07.08-2019.07.12) 14

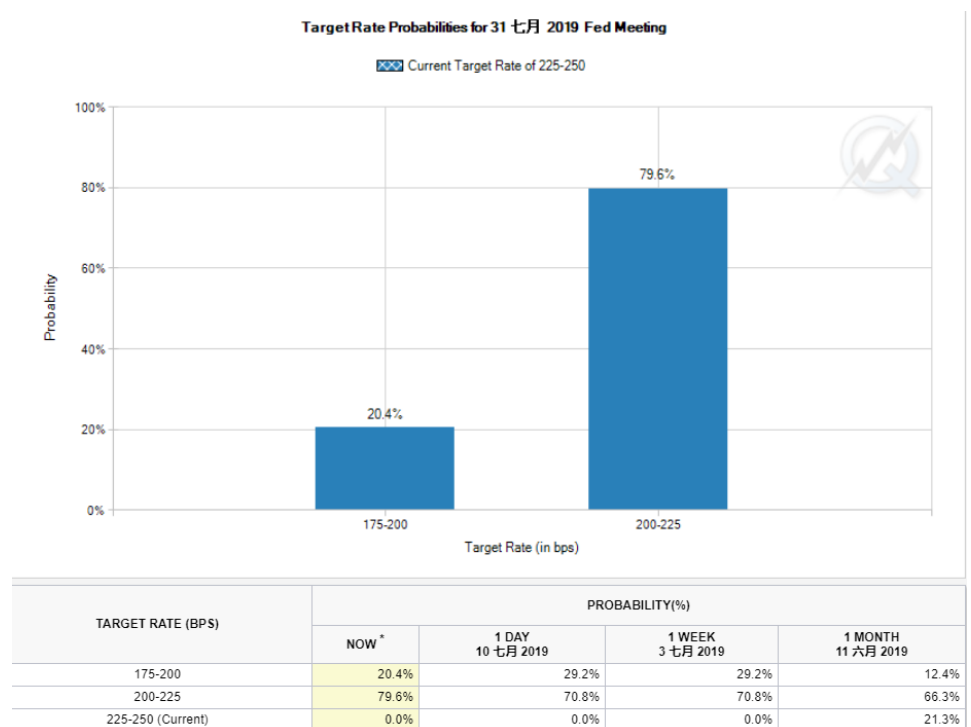
1、美联储考虑设置SRF，解决降息技术问题

北京时间2019年7月10日晚间，美联储主席Jerome Powell出席众议院金融委员会就美国半年度货币政策报告作证词陈述。Powell在发言中对美国经济状况的评估与6月FOMC会议的基调大体一致。2019年上半年，美国经济表现尚可，劳动力市场依然健康；尽管第一季度消费者支出增长疲弱，但最新数据显示消费支出已经反弹，正以稳健的步伐增长；企业投资增长似乎明显放缓，企业固定投资增速放缓可能反映出人们对贸易紧张局势和全球经济增长放缓的担忧；通胀一直低于美联储2%的对称目标，贸易紧张局势和对全球增长的担忧等因素，一直在打压经济活动和经济前景。Powell表示，美联储的基本预期是，美国经济增长将保持稳健，劳动力市场将保持强劲，并且随着时间的推移，通货膨胀率将回升至2%的目标，但近几个月来，经济前景的不确定性有所增加。

在今年1月、3月和5月的FOMC议息会议上，美联储均表示将对货币政策调整保持“耐心(patient)”，以实现就业最大化和物价稳定的目标。但在6月FOMC议息会议上美联储表示，鉴于经济前景的不确定性增加，通胀压力减弱，将密切关注即将发布的信息对经济前景的影响，并“将采取适当行动(act as appropriate)”维持经济增长。对于美联储表态的转变，Powell提到，主要是由于自5月会议以来，贸易局势和全球经济放缓对美国经济增长造成的“逆流(crosscurrents)”再次出现，而这些不确定性将继续令美国经济承压。贸易方面的进展明显具有更大的不确定性，来自商业和农业的报告都显现出对贸易局势的担忧加剧；世界各地公布的经济增长指标总体上令人失望，全球经济增长动能放缓将影响美国经济增长。

从讲稿中可以看出，超预期的非农数据并未让美联储货币政策转向，美国经济的“逆流”也将继续存在，因此市场将Powell的发言解读为释放鸽派信号。根据CME FedWatch显示，市场预期美联储7月降息25BP及以上的概率为100%；降息50BP的概率升至20.4%，远高于非农报告公布后的5%。

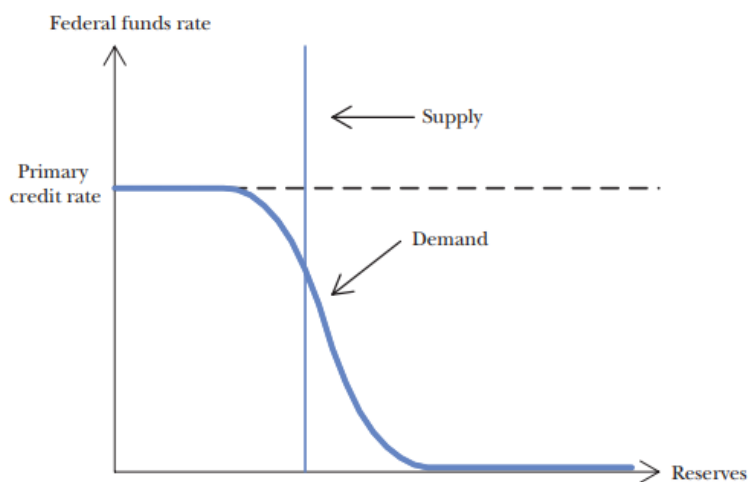
图1：CME 美联储降息概率



资料来源：CME FedWatch，新时代证券研究所

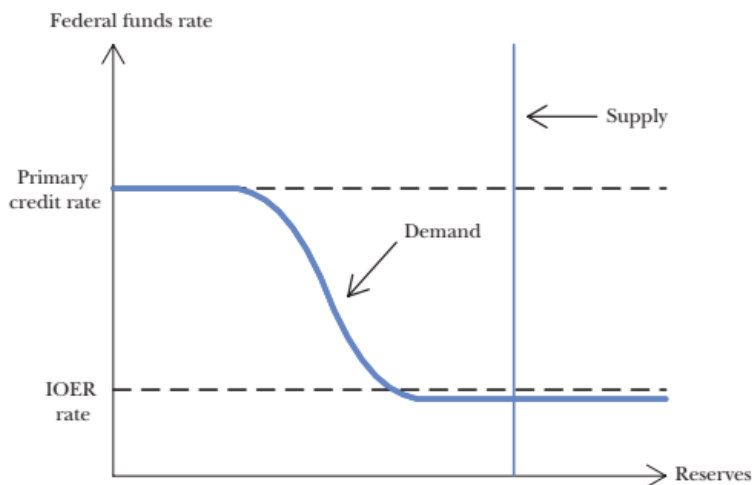
7月美联储大概率降息，但是如何降息存在一个技术性问题。次贷危机之前，由于商业银行较少的存款准备金以及联邦基金市场规模有限，美联储可以通过公开市场操作来降息。当前的下限系统，加息容易，但由于缺乏对利率目标上限的控制，无法像欧洲央行一样通过下调利率走廊上限来降息。虽然美联储拥有贴现窗口（Discount Window），这相当于中国的常备借贷便利（Standing Lending Facility, SLF）、欧洲的边际贷款便利（Marginal Lending Facility），理论上可以作为联邦基金利率目标上限，但是由于污名效应（stigma effect），金融机构不轻易利用贴现窗口从美联储获得资金，因此，贴现利率并不是有效的利率走廊上限。另外，公开市场操作繁琐、成本较高，而且当前商业银行具有较高准备金，美联储能否通过公开市场操作来调控利率也是一个问题，美联储需要额外的再贷款工具利率来作为利率走廊上限，以此来加强对联邦基金利率目标上限的控制。

图2：次贷危机前的美联储利率调控体系



资料来源：Ihrig et al. (2015)，新时代证券研究所

图3：次贷危机后的美联储利率调控体系



资料来源：Ihrig et al. (2015)，新时代证券研究所

北京时间7月11日凌晨，美联储公布6月FOMC会议纪要，纪要中对常备回购便利（Standing Repurchase Facility, SRF）做出讨论。常备回购便利是指，允许金融机构以固定利率通过与美联储的回购交易获得临时流动性，回购交易涉及其持

有的符合公开市场操作条件的证券。这种融资工具可以为联邦基金利率和其他货币市场利率的异常飙升提供支撑，还可能激励银行将流动性资产组合的构成从准备金转向高质量证券。

与会者就 SRF 的参数设置做出了相关讨论。在固定利率的设定方面，许多与会者表示，需要权衡设定的利率相对于其他货币市场利率的水平。一方面，设定略高于（narrow spread）货币市场利率可能会提供更好的利率控制，也可以有助于避免设置远高于货币市场利率水平而导致污名效应。另一方面，将利率设定在接近货币市场利率的水平，可能会导致美联储日常进行大量的操作，这可能被视为货币市场中私人实体活动的去中介化。对于符合条件的交易对手，许多参与者指出，只允许一级交易商参与可能令回购市场产生最直接的影响，而对联邦基金市场只会产生间接影响。

长期来看，美联储要想有效地降息，最终肯定会设置 SRF，作为利率走廊上限。至于 7 月是否实行 SRF 也不确定，因为短期内，美联储可以下调超额准备金利率（IOER）以及隔夜逆回购协议（ON RRP）利率来引导市场利率下降。IOER 和 ON RRP 利率降低了，金融机构融出资金的机会成本将下降，将会在金融市场上提供更多的资金，从而拉低市场利率。但是由于不存在利率走廊上限，美联储无法保证联邦基金利率处于目标区间。如果市场利率有突破联邦基金利率目标上限的可能，美联储只好利用 SRF 来降息。

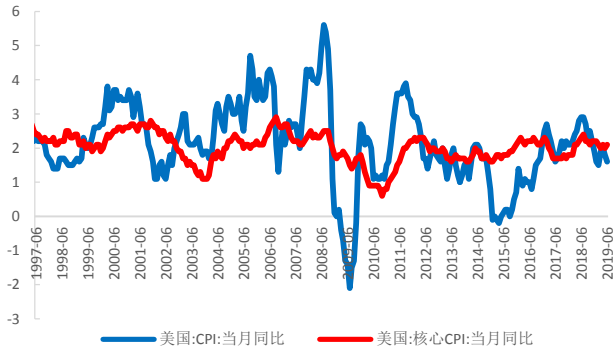
2、国外经济形势一周综述

美国 6 月 CPI 表现略强于预期，核心 CPI 环比增速创一年半以来最高，但 CPI 同比增速仍不及美联储目标。同时，美国 6 月 PPI 仅小幅上涨，由于能源和其他商品价格连续两个月下降，抵消服务业的加速增长，导致 PPI 同比创近两年半以来最小增幅。具体数据方面，美国 6 月季调后 CPI 环比增长 0.1%，高于预期 0%，持平前值；6 月核心 CPI 环比增长 0.3%，创一年半以来最大增幅，高于预期 0.2% 及前值 0.1%；6 月未季调 CPI 同比增长 1.6%，持平预期，不及前值 1.8%；6 月未季调核心 CPI 同比增长 2.1%，高于预期和前值的 2%。美国 6 月 PPI 环比增长 0.1%，好于预期 0%，持平前值；6 月 PPI 同比增长 1.7%，为自 2017 年 1 月以来最小涨幅，高于预期 1.6%，但不及前值 1.8%；6 月核心 PPI 同比增长 2.3%，不及预期 2.2%，高于前值 2.3%；6 月核心 PPI 环比增长 0.3%，高于预期和前值增长 0.2%。

美国劳动力市场依旧紧俏，职位空缺的水平没有太大变化，美国 5 月 JOLTs 职位空缺 732.3 万，不及市场预期 747 万和前值 744.9 万，职位空缺率为 4.6%。其中，政府部门的职位空缺减少 5.4 万个，其他服务业职位空缺增加 7.7 万个，在诸多行业中，降幅最大的行业是建筑业(减少 6.5 万个)、运输业、仓储和公用事业(减少 6 万个)，以及房地产和租赁行业(减少 4.9 万个)。美国职位空缺数自今年 1 月创历史新高的 762.5 万后，开始呈现回落的态势，一定程度上说明美国劳动力市场供不应求的状况有所改善，但职位空缺数仍高于求职人数，显示劳动力市场需求仍较为强劲。

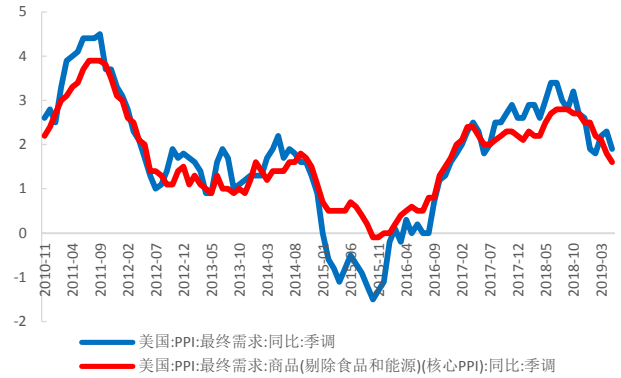
日本核心机械订单环比数据在 5 月超预期大幅下滑，该数据为衡量日本企业投资的先行指标，表明全球贸易局势紧张、全球经济增速放缓正对企业投资产生影响。日本 5 月核心机械订单环比下降 7.8%，为四个月来首次下滑，并创八个月以来最大降幅。在一季度，资本支出支撑日本一季度 GDP 年化季环比增长 2.2%，而全球经济放缓、贸易局势紧张等外部风险因素令企业投资承压，将影响日本经济增长。

图4： 美国 CPI 同比增速 (%)



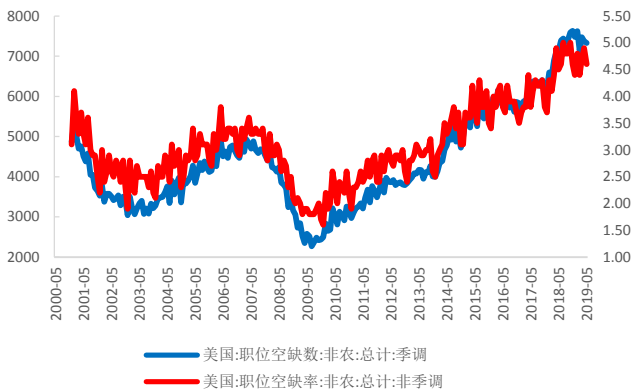
资料来源： Wind， 新时代证券研究所

图5： 美国 PPI 同比增速 (%)



资料来源： Wind， 新时代证券研究所

图6： 美国职位空缺数 (千人)



资料来源： Wind， 新时代证券研究所

图7： 日本机械订单环比增速 (%)

Percentage change from previous quarter (month) (%)

	2018 Apr-Jun	Jul-Sep	Oct-Dec	2019 Jan-Mar	Apr-Jun (forecast)	2019 Feb	Mar	Apr	May
Total	1.8	1.7	2.5	-10.4	10.9	5.4	-4.3	4.3	-6.0
Private sector	7.3	1.2	-5.7	-0.9	9.7	-1.1	-3.5	10.7	-8.0
(exc. volatile orders)	1.6	1.5	-3.2	-3.2	15.7	1.8	3.8	5.2	-7.8
Manufacturing	4.7	-1.0	-4.1	-7.7	11.7	3.5	-11.4	16.3	-7.4
Non-manufacturing (exc. volatile orders)	0.4	3.4	-1.9	-0.3	18.8	-0.8	13.4	1.2	-9.0
Governments	4.4	17.9	-6.3	-24.1	48.5	2.2	-37.7	93.4	19.5
From overseas	-1.0	-0.5	10.4	-12.3	1.1	19.0	9.0	-24.7	-0.8
Through agencies	2.9	-0.6	4.4	-5.7	3.8	-8.8	7.6	4.4	0.4

资料来源： Wind， 新时代证券研究所

3、汇率走势一周综述

表1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.07.08-2019.07.12)

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	6.8697	6.8881	6.8662	6.8662	-0.0509	↓
美元兑离岸人民币	6.8954	6.8989	6.8616	6.8789	-0.2393	↓
美元兑日元	108.485	108.99	107.805	107.91	-0.5300	↓
欧元兑美元	1.1225	1.1285	1.1193	1.127	0.4009	↑
英镑兑美元	1.2529	1.2579	1.244	1.2576	0.3751	↑
美元指数	97.2614	97.6026	96.7917	96.8225	-0.4513	↓
CFETS 人民币汇率指数	92.66			92.92	0.2806	↑
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	92.89			93.27	0.4091	↑
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	96.09			96.37	0.2914	↑

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 人民币汇率指数时间区间为 6 月 28 日-7 月 5 日。

美元指数上周下行 0.45% 收至 96.8225。美联储主席 Powell 在国会证词表态偏鸽, 市场对美联储 7 月降息的预期升温, 美元指数走弱。上周欧元兑美元下行 0.4009%, 收报 1.127; 英镑兑美元下行 0.3751%, 收报 1.2576。

人民币汇率有所贬值。截至 7 月 5 日, 美元兑人民币即期汇率收至 6.8783, 一周上行 2BP; 美元兑人民币汇率中间价收至 6.8662, 较前一周下行 35BP; 美元兑离岸人民币汇率收至 6.8789, 较前一周下行 165BP; 12 个月期美元兑人民币 NDF 收至 6.9156, 较前一周下行 170BP。

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_11459

