

## 美联储利率调控体系未来可能的演化方向

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第62期 (2019.05.06-2019.05.10)

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

### ● 美联储利率调控体系未来可能的演化方向

为了防止 EFFR 突破目标上限 2.5%，5月2日 FOMC 决定将 IOER 下调 0.05 个百分点至 2.35%，低于联邦基金利率目标上限 15BP。美联储当前下限系统运行良好的一个前提是金融机构流动性充足，但美联储缩表导致金融机构流动性收缩，同时，次贷危机之后，Basel III 和 Dodd-Frank 法案对商业银行的流动性要求更严格，技术性下调 IOER 只能缓解 EFFR 过快上涨，不能从根本上消除 EFFR 超过联邦基金利率目标上限的可能性。

未来美联储可能采取的措施中，首先不排除随行就市、继续加息的可能性。当然这意味着美联储对货币政策基准利率控制能力的减弱。如果美联储想加强利率控制，需要对现在的调控体系进行调整。美联储有两个可能的选择：

一是保证金融机构流动性充足以维持下限系统。目前美联储内部以及外界均未就准备金的合理规模达成一致。不同人估计的合理存款准备金不同，但是根据目前 EFFR 已经高于 IOER 的事实，合理的存款准备金规模可能比估计的要高，况且还要预留一部分准备金应对临时冲击。虽然美联储声称结束缩表后的平均储备水平可能仍会略高于有效实施货币政策所需的储备水平，但仍需继续观察。如果不能很好地控制 EFFR，美联储甚至可能重新扩表。但是较大规模的资产负债表会使美联储面临另一个问题，就是当美国再次遭受危机时，缺乏更好的工具来应对。美联储将很快面临零利率约束，并且由于资产负债表规模已经比较大，QE 也会受到限制。但美联储可以选择将资产中的长期国债转换成短期国债，这样即可以维持金融机构流动性，压低短期国债收益率低利率，避免 EFFR 突破目标上限，当再次需要 QE 的时候，美联储还可以重新买入长期国债压低长端利率。

二是从下限系统过渡到利率走廊。这样美联储还可以保持较小的资产负债表规模。虽然美联储拥有贴现窗口，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，金融机构不轻易利用贴现窗口从美联储获得资金，因此，美联储需要额外的再贷款工具利率来作为利率走廊上限。鲍威尔在 5 月 FOMC 会议后，也表明未来可能会考虑回购工具来投放流动性。圣路易斯联储银行经济学家 Andofatto 和 Ihrig 表示，美联储可以设置常备回购便利 (Standing Repo Facility) 作为利率走廊上限，且抵押物只能是国债。由于国债的收益率相对 IOER 高一些，如果能够顺利地置换成准备金，存款机构乐意持有国债而减少持有准备金。SRF 能否成功的关键是如何解决污名效应，由于国债也是高流动性资产，银行参与 SRF 操作不会被认为流动性短缺，这可以在一定程度上避免污名效应。此外，还可以在制度设计上进一步消除污名效应，比如避免泄露参与 SRF 的机构。

对于利率走廊下限，美联储可能将 IOER、ON RRP 利率作为利率走廊的双下限，其中 IOER 是存款机构的下限，而 ON RRP 利率是 GSE 等非存款机构的下限。

美联储从当前的下限系统过渡到利率走廊系统还需要时间，骤然改变调控体系将会给市场带来冲击，况且当前的下限系统整体上运行良好。短期内美联储会继续维持下限系统，同时，设置 SRP 等再贷款工具，来应对金融机构临时的流动性需求，加强对货币政策基准利率的控制。

### ● 美国劳动力市场持续强劲，但通胀仍略显温和

美国 3 月 JOLTS 职位空缺为 748.8 万个，创近十个月来最大环比增幅。美国空缺职位数已连续 13 个月超过失业人口，表明美国就业市场紧俏，劳动力市场供不应求。受汽油、租金和医疗成本上涨的提振，美国 4 月 CPI 同比增长 2%，不及预期；核心 PPI 同比增长 2.4%，增速创 11 月新低。暗示美国的通胀压力相比预期较弱。而对于美国通胀前景，美联储仍需继续观察，并对货币政策的调整保持耐心。

### ● 美国经济通胀仍显温和，美元指数回落

美元指数上周下行 0.13% 收至 97.34。美国 CPI、PPI 数据不及预期，表明近期美国通胀尚未加速上涨，美联储将继续对加息保持耐心，美元指数小幅下行。近期受中美贸易局势再度紧张的影响，人民币汇率有所贬值。截至 5 月 10 日，美元兑人民币即期汇率收至 6.8118，一周上行 452BP；美元兑人民币汇率中间价收至 6.7912，较前一周上行 626BP。

### ● 商品指数涨跌互现

中美贸易局势趋紧令避险情绪升温，美国通胀数据不及预期，利多贵金属价格。螺纹钢产量再创新高，而未来南方高温降雨季节来临将影响未消费，利空螺纹钢价格。LME 铜库存大幅累积，中美贸易局势再度紧张令市场悲观预期升温，利空铜价。钢厂及焦炭库存均回落，焦炭开工率持续走低，利多焦炭价格。美伊局势持续升温，原油供应端担忧仍存，以及美国 EIA 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

国际经济及大宗商品：为何美国薪资增长乏力？

2019-04-07

国际经济及大宗商品：为什么长端美债收益率那么低？

2019-03-31

国际经济及大宗商品：中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

2019-03-24

国际经济及大宗商品：为什么中国国债收益率远低于经济增速？

2019-03-17

国际经济及大宗商品：货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

2019-03-10

国际经济及大宗商品：为何美国经济增速超预期？

2019-03-03

国际经济及大宗商品：美国菲利普斯曲线“失效”了么？

2019-02-24

国际经济及大宗商品：未来美联储缩表走势如何演绎？

2019-02-17

## 目 录

1、 美联储利率调控体系未来可能的演化方向.....	4
2、 国外经济形势一周综述.....	5
3、 汇率走势一周综述.....	7
4、 商品价格走势一周综述.....	8
4.1、 商品指数涨跌互现.....	8
4.2、 黄金价格走高.....	9
4.3、 金属价格多数下跌.....	9
4.4、 能源化工产品价格涨跌不一.....	11
4.5、 农产品价格多数走高.....	13

## 图表目录

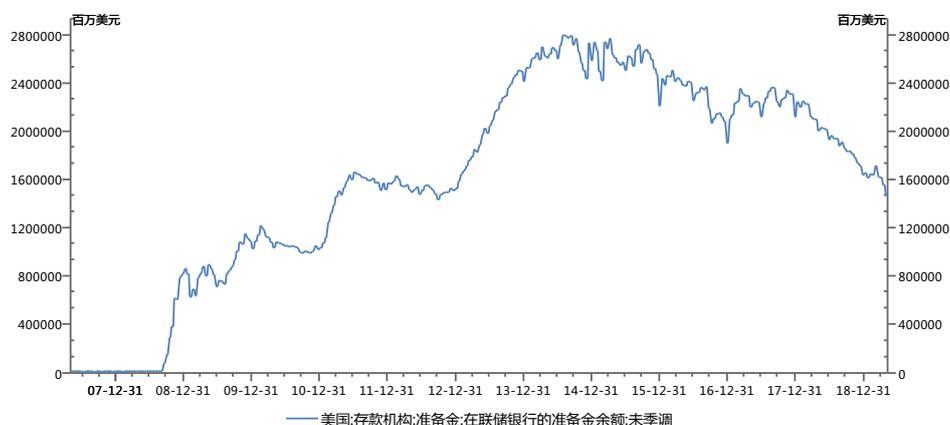
图 1: 存款准备金不断萎缩.....	4
图 2: 美国 JOLT 职位空缺 (千人).....	6
图 3: 美国 PPI 同比、环比增速 (%).....	6
图 4: 美国 CPI 同比 (%).....	6
图 5: 欧元区零售销售环比 (%).....	6
图 6: 欧元区 Sentix 投资者信心指数.....	7
图 7: 南华商品指数近期走势.....	8
图 8: 南华商品指数周度涨跌幅.....	8
图 9: 上周黄金价格走势.....	9
图 10: 美元指数走势.....	9
图 11: 高炉开工率 (%).....	10
图 12: 当周螺纹钢库存 (万吨).....	10
图 13: 全国主要钢材品种库存 (万吨).....	10
图 14: 铁矿石港口库存 (万吨).....	10
图 15: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨).....	10
图 16: 上期所阴极铜库存(吨).....	10
图 17: 焦化企业开工率 (%).....	11
图 18: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨).....	11
图 19: 港口焦炭库存 (万吨).....	12
图 20: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	12
图 21: 下游发电集团煤炭库存 (万吨).....	12
图 22: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨).....	12
图 23: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	12
图 24: 港口煤炭库存 (万吨).....	12
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).....	错误!未定义书签。
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.05.06-2019.05.10).....	7
表 2: 商品指数总览 (2019.05.06-2019.05.10).....	8
表 3: 黄金价格走高 (2019.05.06-2019.05.10).....	9
表 4: 金属价格多数下跌 (2019.05.06-2019.05.10).....	9
表 5: 能源化工产品价格涨跌不一 (2019.05.06-2019.05.10).....	11

表 6: 农产品价格多数走高 (2019.05.06-2019.05.10) ..... 13

## 1、美联储利率调控体系未来可能的演化方向

2019年3月20日EFFR达到2.41%，首次高于IOER，4月29日更是达到2.45%，进一步接近2.5%的联邦基金利率目标上限。为了防止EFFR突破目标上限2.5%，5月2日FOMC决定将IOER下调0.05个百分点至2.35%，低于联邦基金利率目标上限15个基点。这不是美联储第一次对IOER进行技术性调整，2018年6月14日和12月20日也进行过。美联储当前下限系统（floor system）运行良好的一个前提是金融机构流动性充足，但是美联储缩表导致金融机构流动性收缩，同时，次贷危机之后，Basel III和Dodd-Frank法案对商业银行的流动性要求更加严格，技术性下调IOER只能缓解EFFR过快上涨，不能从根本上消除EFFR超过联邦基金利率目标上限的可能性。

图1：存款准备金不断萎缩



数据来源：Wind

资料来源：Wind，新时代证券研究所

未来美联储可能采取的措施中，首先不排除随行就市、继续加息的可能性。当然这意味着美联储对货币政策基准利率控制能力的减弱。如果美联储想加强利率控制，需要对现在的调控体系进行调整。美联储有两个可能的选择，一是保证金融机构流动性充足以维持下限系统，二是从下限系统过渡到利率走廊。

如果要维持下限系统，银行系统必须维持充足的准备金，但是美联储内部以及外界均未就准备金的合理规模达成一致。堪萨斯城联储高级经济学家Smith(2019)指出，美联储需要的准备金水平取决于联邦基金利率和IOR利率之间的息差，如果政策制定者选择以接近于零的FFR-IOR息差来运作，那么实施货币政策可能需要1.5万亿美元的准备金。鲍威尔曾称，对未来准备金的合理预期是约1万亿美元加上一个缓冲。这和费城联储主席Harker和纽约联储主席Williams认为的1.0至1.3万亿美元比较吻合。而Keating et al. (2019)根据高级财务官调查(SFOS)提供的微观数据，估计准备金的总体最低舒适区间是6500亿美元到9000亿美元之间。不同人估计的合理存款准备金不同，但是根据目前EFFR已经高于IOER的事实，合理的存款准备金规模可能比估计的要高，况且还要预留一部分准备金应对临时冲击。

4月末存款机构在美联储的准备金约为1.5万亿美元，美联储9月底才会停止缩表，准备金会继续减少。虽然美联储声称结束缩表后的平均储备水平可能仍会略

高于有效实施货币政策所需的储备水平，但是否真的如此，仍需要继续观察。如果不能很好地控制 EFFF，美联储甚至可能重新扩表。但是较大规模的资产负债表会使美联储面临另一个问题，就是当美国再次遭受危机时，缺乏更好的工具来应对。相比次贷危机前的 5.25% 基准利率，当前的基准利率只有 2.5%，降息空间很小，美联储将很快面临零利率约束。由于资产负债表规模已经比较大，QE 也会受到限制。不过，也不是没有办法预防，美联储可以将资产中的长期国债转换成短期国债，这样即可以维持金融机构流动性，压低短期国债收益率低利率，避免 EFFF 突破目标上限，当再次需要 QE 的时候，美联储还可以重新买入长期国债压低长端利率。

美联储加强利率控制的另一个选择是从当前的下限系统过渡到走廊系统，这样美联储还可以保持较小的资产负债表规模。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，美联储需要额外的再贷款工具利率来作为利率走廊上限。

鲍威尔在 5 月 FOMC 会议后，也表明未来可能会考虑回购工具 (repo facility) 来投放流动性。圣路易斯联储银行经济学家 Andofatto 和 Ihrig 在今年 3 月的一份报告中提到，美联储可以设置常备回购便利 (Standing Repo Facility) 作为利率走廊上限，且抵押物只能是国债。由于国债的收益率相对 IOER 高一些，如果能够顺利地置换成准备金，存款机构乐意持有国债而减少持有准备金。SRF 能否成功的关键是如何解决污名效应，由于国债也是高流动性资产，银行参与 SRF 操作不会被认为流动性短缺，这可以在一定程度上避免污名效应。此外，还可以在制度设计上进一步消除污名效应，比如避免泄露参与 SRF 的机构。

对于利率走廊下限，美联储可能将 IOER、ON RRP 利率作为利率走廊的双下限，其中 IOER 是存款机构的下限，而 ON RRP 利率是 GSE 等非存款机构的下限。

美联储从当前的下限系统过渡到利率走廊系统还需要时间，骤然改变调控体系将会给市场带来冲击，况且当前的下限系统整体上运行良好。短期内美联储会继续维持下限系统，同时，设置 SRP 等再贷款工具，来应对金融机构临时的流动性需求，加强对货币政策基准利率的控制。

## 2、国外经济形势一周综述

美国劳动力市场持续强劲，但通胀仍略显温和，美联储近期仍将对加息保持耐心。美国 3 月 JOLTS 职位空缺为 748.8 万个，增幅高达 34.6 万个，创近十个月来最大环比增幅。截至目前，美国空缺职位数已连续 13 个月超过失业人口，表明美国就业市场紧俏，劳动力市场供不应求。受汽油、租金和医疗成本上涨的提振，美国 4 月 CPI 同比增长 2%，不及预期 2.1%，高于前值 1.9%；而核心 CPI 同比增长 2.1%，持平预期，高于前值 2%。美国 4 月核心 PPI 同比增长 2.4%，增速创 11 月新低；PPI 同比上涨 2.2%，不及预期 2.3%，持平前值。美国 4 月 CPI、PPI 数据不及预期，暗示美国的通胀压力相比预期较弱。而对于美国通胀前景，美联储仍需继续观察，并对货币政策的调整保持耐心。

欧元区5月Sentix投资者信心指数录得5.3, 好于预期1.2和前值-0.3, 该数据已连续三个月增长, 创2018年11月以来新高, 主要受国际经济环境改善以及10月前出现无序脱欧风险暂时缓解的支撑。此外, 欧元区3月零售销售月率录得0%, 高于预期的-0.1%, 表明欧元区消费有所好转。欧盟委员会在5月7日的报告中下调2019年经济预期至1.2% (此前为1.3%), 但同时也表示, 随着内部需求的反弹、生产瓶颈的暂时缓解以及外部需求的改善, 欧元区在经历了2018年下半年和2019年初的大幅放缓之后, 经济增长有望在下半年一定程度上恢复, 并预计欧元区到2020年的经济增速将反弹到1.5%。

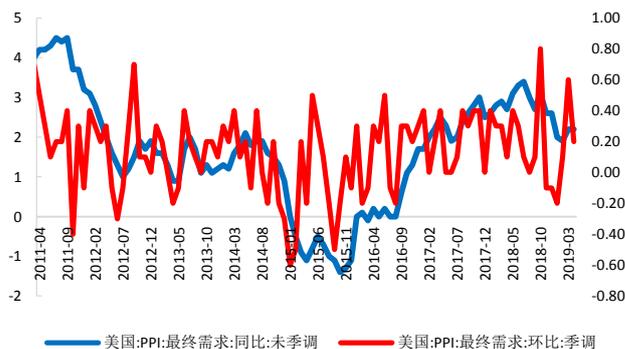
5月7日, 澳大利亚联储公布利率决议, 维持5月现金利率在1.5%不变。澳联储按兵不动超出市场预期, 此前市场普遍预计澳联储将进行2016年8月以来的首次降息。市场产生此预期的原因主要是澳大利亚通胀持续低迷, 一季度通胀环比增幅意外降至0%。澳大利亚联储表示, 澳大利亚经济有进一步的闲置产能, 劳动力市场将进一步改善, 以此来达成通胀目标, 将密切关注劳动力市场的发展情况。在经济预期方面, 澳联储预计2019年和2020年澳大利亚经济增长率将在2.75%附近, 2019年底通胀率将在1.75%, 2020年核心通胀率为2%。澳大利亚联储还表示, 全球经济前景风险偏向下行, 全球金融环境依旧宽松。

图2: 美国JOLT职位空缺(千人)



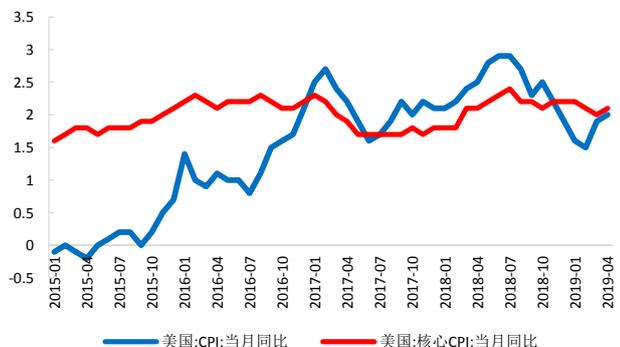
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3: 美国PPI同比、环比增速(%)



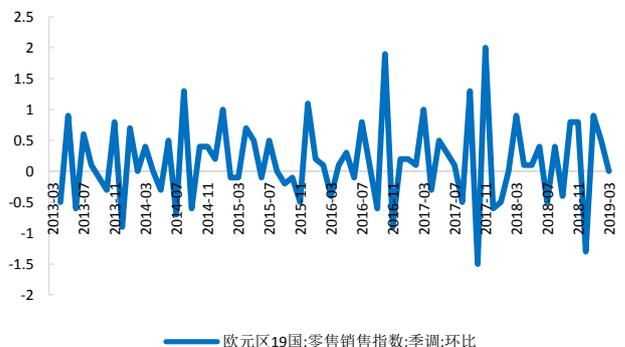
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4: 美国CPI同比(%)



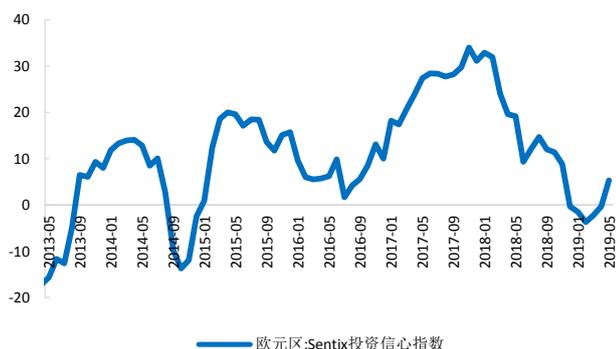
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 欧元区零售销售环比(%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 欧元区 Sentix 投资者信心指数



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 (2019.05.06-2019.05.10)

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	6.7286	6.7912	6.7344	6.7912	0.9304	↑
美元兑离岸人民币	6.7344	6.8642	6.7342	6.845	1.6423	↑
美元兑日元	111.105	110.97	109.47	109.94	-1.0486	↓
欧元兑美元	1.1204	1.1254	1.1167	1.1233	0.2588	↑
英镑兑美元	1.3175	1.3172	1.2968	1.2998	-1.3435	↓
美元指数	97.4619	97.7481	97.1255	97.3356	-0.1296	↓
CFETS 人民币汇率指数	95.7			95.63	-0.0731	↓
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	95.69			95.6	-0.0941	↓
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	99.44			99.37	-0.0704	↓

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4月26日-4月30日。

美元指数上周下行0.13%收至97.34。美国CPI、PPI数据不及预期,表明近期美国通胀尚未加速上涨,美联储将继续对加息保持耐心,美元指数小幅下行。上周欧元兑美元上行0.2588%,收报1.1233;英镑兑美元上行1.3435%,收报1.2998。

近期受中美贸易局势再度紧张的影响,人民币汇率有所贬值。截至5月10日,美元兑人民币即期汇率收至6.8118,一周上行452BP;美元兑人民币中间价收至6.7912,较前一周上行626BP;美元兑离岸人民币汇率收至6.845,较前一周上行1106BP;12个月期美元兑人民币NDF收至6.8784,较前一周上行1093BP。

## 4、商品价格走势一周综述

### 4.1、商品指数涨跌互现

表2：商品指数总览（2019.05.06-2019.05.10）

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
南华商品指数	1434.39	1461.31	1430.64	1455.32	0.03	↑
南华工业品指数	2233.18	2284.44	2226.98	2270.42	-0.18	↓
南华农产品指数	753.67	766.48	749.26	761.83	0.91	↑
南华金属指数	3115.93	3182.88	3104.76	3149.32	-0.96	↓
南华能化指数	1364.48	1397.63	1360.36	1389.47	0.34	↑
南华贵金属指数	521.45	522.41	518.62	520.55	0.51	↓
CRB 现货指数:综合	417.54			410.08	-2.03	↓

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上周，南华商品价格指数涨跌互现。南华商品指数上行 0.03% 至 1455.32，分项中，南华贵金属指数上行 0.51%；南华工业品指数下行 0.18%；南华金属指数下行 0.96%；南华农产品指数上行 0.91%；南华能化指数上行 0.34%。此外，CRB 现货综合指数上周下行 2.03% 至 410.08。

南华贵金属指数上行 0.51% 至 520.55。中美贸易局势趋紧，避险情绪对贵金属价格有一定拉升；此外，美国通胀数据不及预期，美元指数走弱，利多贵金属价格。

金属价格多数下跌，南华金属指数下行 0.96% 至 3149.32。螺纹钢产量再创新高，供给端较为宽松，而未来南方高温降雨季节来临，消费端将逐渐步入淡季，利空螺纹钢价格。LME 铜库存再度大幅累积，中美贸易局势再度紧张令市场悲观预期升温，利空铜价。

能化类商品价格涨跌不一，南华能化指数上行 0.34% 至 1389.47。钢厂及焦企焦炭库存均回落，焦企开工率持续走低，供给略有减少；此外，中央环保督察组指出山西省督察整改仍然存在责任落实不够有力等问题，引发焦炭供给收缩预期，利多焦炭价格。美伊局势持续升温，原油供应端担忧仍存，以及美国 EIA 原油库存超预期减少，利多油价。

上周农产品期货价格多数走高，南华农产品指数上行 0.91% 至 761.83。中美贸易关系紧张导致美国出口大豆锐减，利多豆粕价格。

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\\_12572](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12572)

