

联储扩表的“意外”效果：货币市场与资本流动

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 31 期

摘要

美联储如期采取扩表行动——常态化回购操作并启动月度国债购买计划，其操作间接导致美债收益率曲线倒挂现象缓解，由此将对中美两国资本流动产生影响。

从汇率对冲的视角来观察，经汇率对冲调整后的长端美债收益率转负是 2019 年海外投资者对美债市场兴趣下降的重要原因，美联储集中购买短期国债、缓解曲线倒挂有利于降低海外投资者的对冲成本，从而提高长端美债的吸引力，但当前尚无法扭转海外投资的观望态度。

目前境外投资者投资中国债市在汇率对冲上仍面临实需交易原则、品种有限、额度限制、程序繁杂等问题。随着边际投资者向对收益和风险更敏感的投资者转向，国家应该进一步完善外汇衍生品市场、满足多样的对冲需求。从对冲框架来看，第四季度经对冲调整的中国长端国债收益率相对于美债的吸引力可能会下降，从而削弱债市纳入全球指数带来的资本流入及其对人民币汇率的支撑效果。

上周央行进行 300 亿元逆回购操作，2000 亿元 MLF 操作以及 60 亿元票据互换，货币市场利率曲线变陡。

本周央行可能展开逆回购操作以对冲税期扰动。1 年期与 3 个月资金利率之差或继续收窄。资金跨年需求导致 3 个月 NCD 利率上行。近期企业中长期贷款和基建融资出现回暖迹象，票据利率或有上升空间。

关键词：汇率对冲，资本流动

宏观研究部

邵翔

分析师

电话：021_22852645

邮箱：shaox@cib.com.cn

郭于玮

分析师

电话：021_22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

图表目录

图表 1	预计美联储资产规模将重回扩张	3
图表 2	美联储此前 QE 主要购买中长期国债和抵押贷款支持债券	4
图表 3	美国短期国债发行量居于高位	5
图表 4	美国国债拍卖中交易商和海外投资者在各期限品种占比	5
图表 5	美债收益率曲线倒挂情况缓解	5
图表 6	国外债券对冲后收益的基本定价框架	7
图表 7	欧元和日元对冲后美国十年期国债收益率	8
图表 8	欧元区资本流出情况	8
图表 9	中国 10 年国债对冲美元汇率敞口后的收益率和跨境债券投资资金情况	10
图表 10	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	11
图表 11	央行逆回购投放与回笼	11
图表 12	央行逆回购余额走势图	12
图表 13	央行逆回购加权平均操作期限与利率	12
图表 14	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	14
图表 15	主要货币市场基准利率走势	14
图表 16	资金利率曲线形态变化图	14
图表 17	流动性分层	15
图表 18	各类投资工具收益率比较	15
图表 19	同业存单净融资额与发行利率走势图	16
图表 20	国股银票转贴利率（分期限）	16
图表 21	3 个月理财收益率（分机构）	16
图表 22	主要利率互换品种收益率走势图	17
图表 23	本周各类工具到期一览（亿元）	17
图表 24	本周主要流动性影响因素前瞻	17



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

一、 美联储扩表的“意外”效果

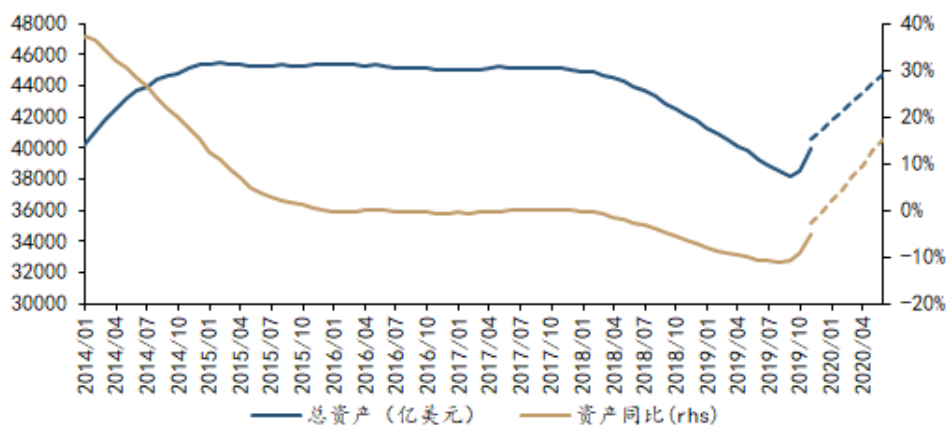
在之前的报告中¹，我们回顾了美国货币市场当前存在的问题，并且预计美联储面临当前的困境将不得不重启资产扩张。10月国庆假期归来，美联储采取了如下措施：

- **常态化回购操作。**美联储将继续保持一定频率的隔夜和定期回购操作，至少持续至2020年1月。一般情况下，定期回购（期限主要是14至15天）每周操作两次，每次招标额度不低于350亿美元；每日进行隔夜回购操作，每次招标额度不低于750亿美元。
- **启动短期国债（Treasury Bill）月度购买计划。**从10月中旬开始，每月将额外购买600亿美元的短期国债²，至少持续至直至2020年第二季度。

根据美联储的数据，截至10月16日联储资产规模约为3.996万亿，按招标额度和月度购买计划估计，到2020年1月联储资产有望回到4.39万亿。

如何看待此次美联储的扩表行为？这对全球市场尤其是中国会产生怎样的影响？

图表1 预计美联储资产规模将重回扩张



资料来源：Bloomberg，兴业研究

¹ 请参考兴业研究货币市场周报《美国货币市场“惊变”20190922》。

² 根据此前美联储的决定，到期的机构债和MBS的本金，部分将用于增持美国国债。

1. 扩表的“意外”效果

美联储在推出扩表计划时明确表示这不是新一轮的 QE。不过市场似乎并不买账——美联储公布计划后，美元指数出现连续下跌，美股也接近前高³。

在我们看来，虽然每月购买固定数量国债的模式似曾相识，但本次美联储“大动干戈”确实也有不同之处：

- 从月度购买计划本身来看，购买债券的范围与之前存在明显差异——本次仅购买短期限的国债（1年之内），而此前的三轮 QE 则主要是购买长期限国债和抵押贷款支持证券（MBS, Mortgage-backed security）（见图表 2）。在美国，短期国债是货币市场投资的重要工具，比如重要定价基准美元 Libor 利率就与相应期限的国债利率走势一致；而长期限的国债收益率则是实体经济融资成本的重要参考，比如美国 30 年抵押贷款利率与相应期限的国债利率走势密切相关。从购买对象上可以看出：与此前不同，本次操作的重点在于货币市场。
- 从操作目的和影响来看，从我们之前的报告分析⁴和美联储的声明来看，本次操作的主要目的在于维持必要的（超额）准备金水平，缓解发债高峰期一级交易商的融资压力。随着美国联邦政府预算赤字扩大、债务上限提高，美债发行压力增大，根据美国财政部的估计，2019 年第三季度和第四季度通过（可销售的）债券净融资额度将由第二季度的 400 亿美元增加至 4330 亿美元和 3810 亿美元⁵。其中短期国债发行量较第一、二季度有明显的增加，而从历史上的拍卖数据来看，交易商持有短债的比例较高（见图表 3 和图表 4）。

综合以上分析，可以认为本次美联储的扩表操作是对此前缩表“矫枉过正”的修复，同时缓解财政部国购债发行大幅增加对货币市场的负面冲击。但不容忽视的是，其还有另外一个相当重要的间接效果，即美债收益率曲线倒挂的现象因此将有所缓解（见图表 5）。那么，此种变故对全球债市尤其是中国债市会产生怎样的影响？我们通过一个汇率对冲的中观视角来分析这个问题。

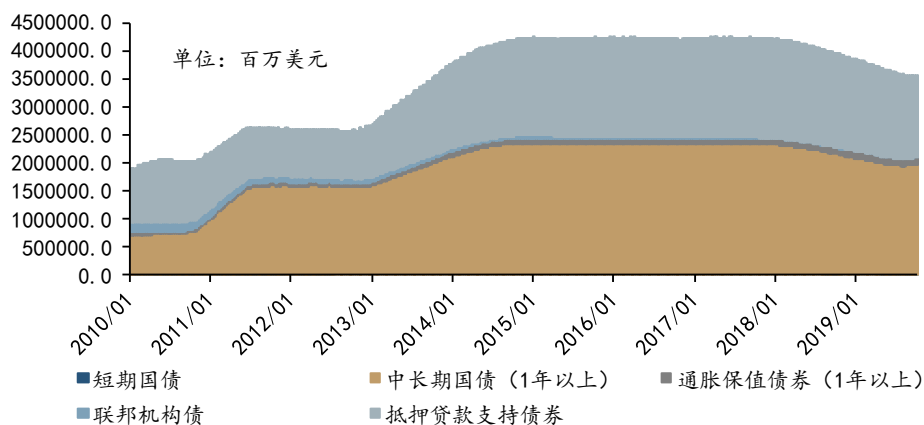
图表 2 美联储此前 QE 主要购买中长期国债和抵押贷款支持债券

³ 美元指数和美股的表现还和中美贸易战缓和以及英国脱欧出现转机带来市场风险偏好回升密切相关。

⁴ 请参考兴业研究报告《美国货币市场“惊变”20190922》，《美联储会重启 QE 吗？20190910》

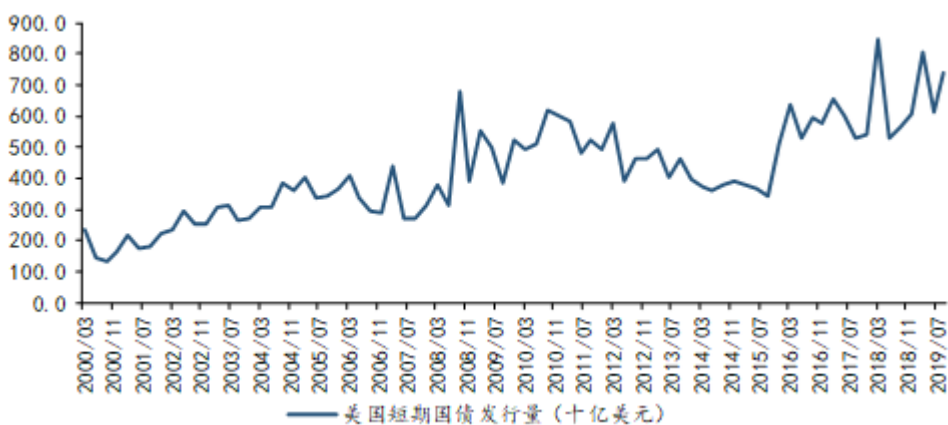
⁵ 具体可参考 <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm743>

请务必参阅尾页免责声明



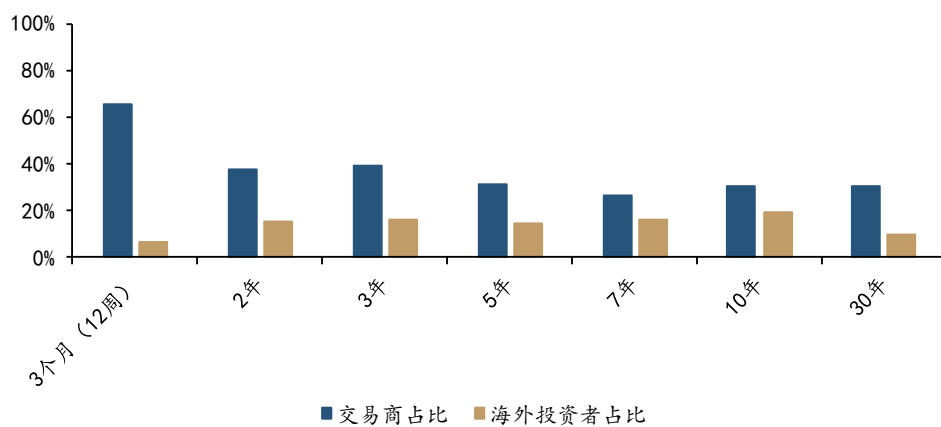
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表3 美国短期国债发行量居于高位



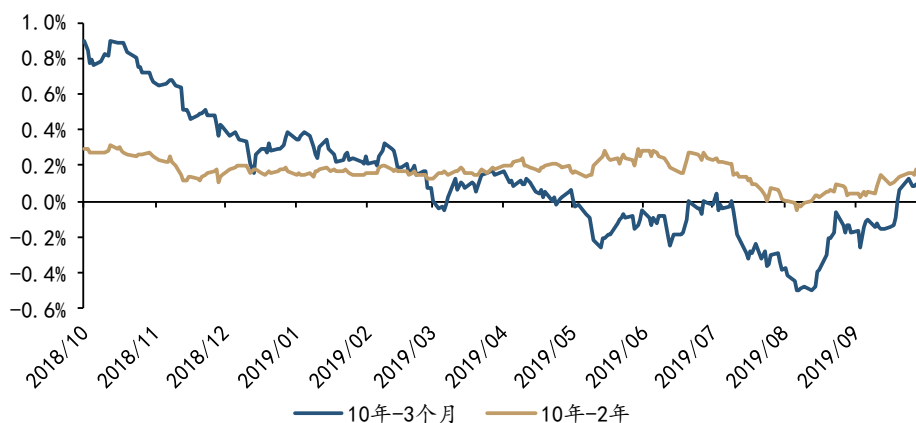
资料来源：Bloomberg, WIND, 兴业研究

图表4 美国国债拍卖中交易商和海外投资者在各期限品种占比



资料来源：Bloomberg, WIND, 兴业研究

图表5 美债收益率曲线倒挂情况缓解



资料来源：Bloomberg，兴业研究

2. 国际债市资本流动：对冲视角

在后危机时代，主要发达经济体央行多采取非常规的宽松政策应对经济的疲软，这导致主要国家政府债券收益率出现不同程度的下滑，日本以及欧洲部分国家更是纷纷步入负利率时代。由此，对于在全球范围内进行债券资产配置的投资机构（尤其是私人投资机构）而言，汇率波动已成为不得不面对的重要问题。

在此情况下，投资机构可以使用多种工具来对冲汇率风险，其中最常见的是外汇远掉期合约。使用远掉期来进行对冲，意味着投资者在做跨境决策时需要比较本国债券收益率和国外债券对冲后的收益率，而对冲成本本质上就是外汇远掉期价格背后隐含的利率 $(F-S)/S$ ，其中 F 为当期远期汇率， S 为当期即期汇率。在报告《市场参与者行为解析——再论外汇掉期（二）20190605》中，我们通过无套利原理将上述对冲成本归因为两大驱动力——国内外利差（国内利率-国外利率）越小，远掉期市场上外币流动性越紧，则投资国外债券的对冲成本越高（或者国外投资者投资境内债市的对冲成本越低），三个重要影响因素：

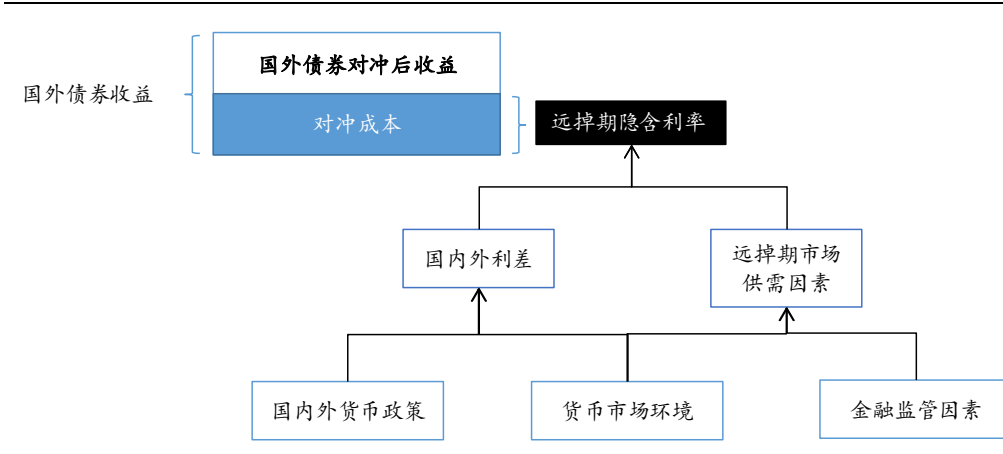
- 国内外货币政策。该因素决定了国内外货币市场利差的基本走势。
- 国内外货币市场的状况。这对货币市场具体融资成本的定价有重要影响，比如当前美国货币市场准备金不足就会导致重要利率大幅波动。
- 金融监管因素。危机后金融监管趋严成为银行等金融机构参与外汇衍生品市场的重要限制因素。

综合以上分析，可以将上述关系简化为：

$$\frac{F-S}{S} = r - r_f + \alpha$$

其中 F 与 S 为直接标价法的汇率，即 1 单位外币兑换的本币数量， r 为本国货币市场利率， r_f 为外国货币市场利率， α 表示了远期市场上其他影响供需的因素（成熟市场也称为交叉货币基差）。不难看出，后危机时代对于汇率风险的重视的使得货币市场和债券投资的关系越来越紧密。

图表 6 国外债券对冲后收益的基本定价框架



资料来源： 兴业研究

3. 美债市场：2019 年吸引力下降

从对冲后的收益看，2019 年以来随着美债收益率曲线倒挂，美债的吸引力在下降。从全球来看，日本和德国拥有最大规模的海外金融净资产，分析以上两个经济体债市资本流动的方向具有重要的代表性意义。以投资美国债市的德国投资者为例，他可以投资欧元区内任何一个国家的国债获得收益 R_{euro} ，或者投资于美国国债市，假设长端美债收益率为 R_{usd} ，为了对冲欧元兑美元汇率波动的风险，还需支付对冲成本。由于当前的低收益环境，成熟市场中对冲惯例通常是用 3 个月远掉期滚动对冲，根据第二部分的分析该投资者的权衡如下：

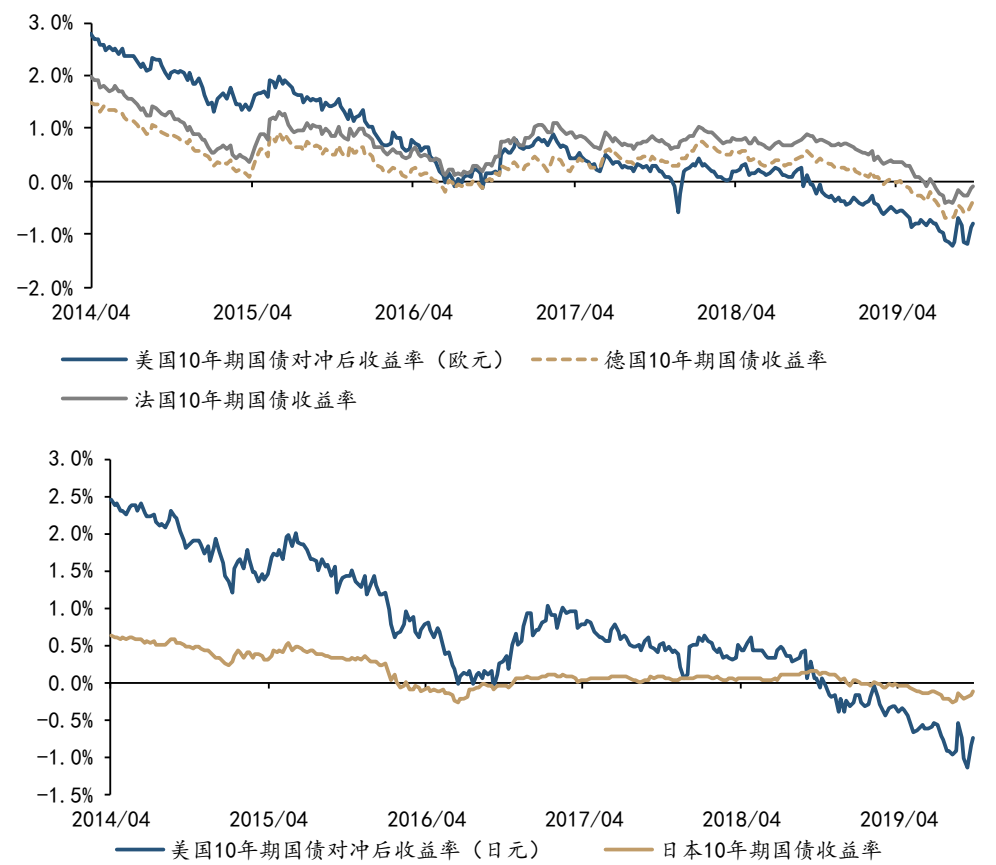
$$R_{euro} \text{ VS } R_{usd} - 3m \text{ Libor} + 3m \text{ Euribor} + \alpha$$

其中 3m Libor 和 Euribor 为美元和欧元常见的货币市场基准利率。在第一部分中我们提到 3 个月 Libor 和 3 个月美国国债收益率走势密切相关，不难看出美债收益率曲线的斜率在跨境债券投资中的重要影响。

使用掉期工具对冲欧元和日元相对美元的汇率风险后，美国 10 年期国债收益率在 2017 年下半年之后逐步落后于德、法等欧元区国家，2018 年第四季度则转负——采用对冲策略投资长端美债是亏损的，这是欧元区资本流出趋势性下降、2019 年美债对海外投资者吸引力下降的重要原因。结合第二部分的框架，美联储此前坚持加息和缩表导致货币市场利率中枢不断提高、货币条件收紧是重要的推动力。

美联储此次扩表集中购买短期国债，有利于压低短端国债收益率和货币市场利率，叠加此前的降息这有利于降低国外投资者的汇率对冲成本，使得调整后的长端美债收益率有所上升，不过当前仍然处于负值区间且低于相应经济体本国国债收益率，尚不足以扭转海外投资者（尤其是欧洲投资者）的观望态度。

图表 7 欧元和日元对冲后美国十年期国债收益率



注：一般使用 3 个月掉期滚动进行汇率对冲

资料来源：Bloomberg，兴业研究

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_9463

