

李超 执业证书编号：S0570516060002
 研究员 010-56793933
 lichao@htsc.com

刘天天 执业证书编号：S0570518050003
 研究员 010-56793946
 liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：中美握手草拟阶段性协议影响几何》 2019.10
- 2 《宏观：方向重于幅度》 2019.10
- 3 《宏观：外储回落幅度仍然可控》 2019.10

美联储开启扩表抵抗负利率

——点评 10 月 11 日美联储公布扩表计划

核心观点：美联储开启扩表抵抗负利率，扩表计划至少持续到明年二季度

美联储 10 月 11 日晚发布公告，自 10 月 15 日起每月购买 600 亿美元的美国国债（期限从 5 周到一年不等），并将至少持续到明年第二季度，以加强对基准利率的控制。美联储还将维持隔夜回购操作至少到明年 1 月，此前计划是 11 月 4 日停止。我们在 9 月 19 日《美联储研究扩表抑制全球负利率扩散——9 月议息点评》中表示，系统流动性现已接近美联储此前提到的临界点，美联储可能扩表在即。我们认为，美联储开启扩表既是对财政政策的配合，也是对负利率趋势的抵抗。尽管此次扩表不同于金融危机时的 QE，但在充分就业的宏观环境下，扩表对经济仍能起到明显支撑作用。

美联储不等 10 月议息开始扩表，扩表的急迫性在哪儿？

我们注意到一个细节，此项扩表决议是 10 月 4 日美联储决策委员会举行了视频会议，一致同意购买国债以扩大资产负债表，10 月 11 日最终发布的公告声明。为什么美联储不等 10 月议息再公布扩表计划，扩表的急迫性究竟在哪儿？我们认为，从 9 月 17 日出现的“钱荒”可以反映出银行间的流动性已经出现不足，尽管当时的流动性紧张是由公司税期叠加一级市场债券发行和二级市场债券抛售催化造成。若流动性继续不足，将会导致短期拆借利率再次出现快速上行，进而传导至更广泛的借贷成本，企业端和居民端均会受到影响，再而对经济产生一定的负向拖累。

扩表既是对财政政策的配合，也是对负利率趋势的抵抗

我们从“钱荒”的成因可以看出，财政政策会倒逼美联储向市场注入更多的流动性。当前美国财政赤字不断扩大，为了弥补财政亏空，政府只能依靠不断发债。在 8 月突破债务上限后，9 月国债发行速率大幅提升，美国财政部统计 9 月底美国国债总额升至 22.7 万亿。所以财政若要发力，是需要美联储用扩表来积极配合。扩表同样是抵抗负利率的重要工具。鲍威尔曾明确表示不想要美国走向负利率。但是在不扩表的情形下，如果全球经济进一步下行，那么最终会向负利率发展。我们认为，美国是全球第一个国家站出来抵抗负利率，用扩表配合财政发力，来抑制全球负利率的蔓延。

尽管此次扩表不同于金融危机时的 QE，但对经济仍能起到明显支撑作用

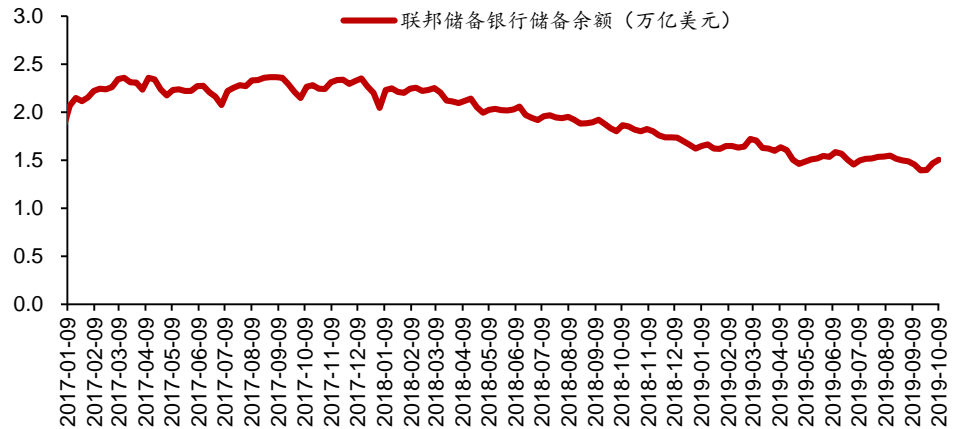
在分析扩表操作对于经济的作用时，我们需要注意到现在是接近充分就业的宏观环境，与金融危机时期实施 QE 的状态不同。9 月失业率进一步下行到 3.5%，显示劳动力市场仍较为强劲。在充分就业的状态下，尽管经济的前瞻性指标变差，但是财政政策和货币政策相配合将有效延缓美国经济的下滑。货币政策方面，降息可能伴随扩表，将为积极的财政政策释放一定的空间，预计年内仍有一次降息。财政政策方面，美国暂停债务上限、增加未来两年开支额度，政府投资有望对经济增长提供更强支撑。我们认为，逆周期调节力度加大将有望对冲全球经济下滑对美国经济的冲击。

特朗普大选客观要求经济不能变差

对于特朗普任内的表现，税改是其前期政绩的最大亮点，而美国经济增长自特朗普上任以来持续保持高位，失业率连创新低均是特朗普反复吹嘘的资本。目前美国经济呈现见顶回落态势，前期税改的成效在逐步消退。我们认为，特朗普想赢得大选，客观上会要求经济不能变差，特朗普需要通过提振美国经济在大选前争取摇摆州的中间选票。所以，在这次中美两国达成贸易协议第一阶段共识的时候，特朗普还在不断倒逼美联储放松货币政策。特朗普强调不能因为贸易谈判向好而不降息，督促美联储还是要降息，因为利率仍高于其他国家。

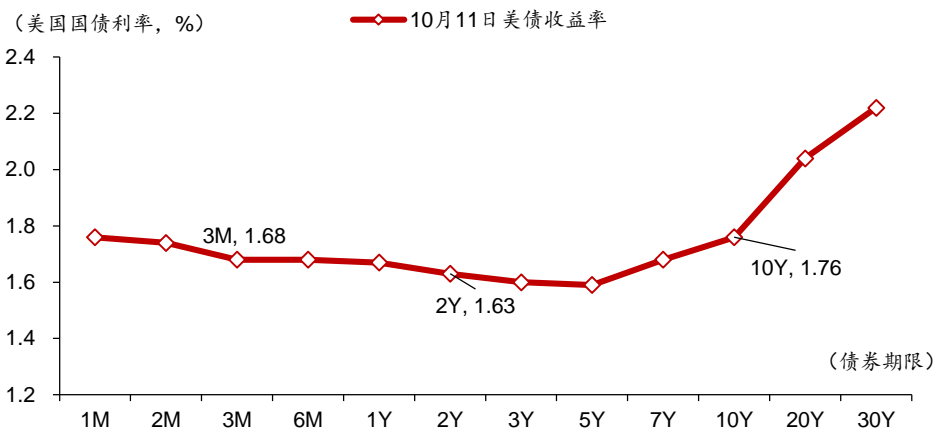
风险提示：美联储货币政策宽松不及市场预期，贸易摩擦事态反复或升级冲击市场风险偏好。

图表1：9月18日美国银行系统中的超额准备金已不足1.4万亿美元，在美联储持续进行隔夜回购操作的影响下，银行间的超额准备金在10月9日开始回升到1.51万亿美元



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表2：扩表计划公布叠加上贸易摩擦缓和的影响下，3月期和10年期美债结束倒挂。10月11日，3月期美债收益率维持不变在1.68%，10年期美债收益率涨9个基点收于1.76%



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

风险提示

美联储货币政策宽松不及市场预期，贸易摩擦事态升级或反复冲击市场风险偏好。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

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_9701

