

化解金融风险，美联储开始扩表

2019年10月美联储扩表简析

核心结论

金融市场对美联储宣布扩表已有一定预期。10月11日美联储正式宣布，从10月15日开始，每月购买600亿美元的国库券，一直持续到2020年二季度，同时延长隔夜、7天、14天回购操作至2020年1月。其实，早在10月8日，鲍威尔已经在全美商业经济学会年会上表示，联储将很快开始再次扩大资产负债表规模，并且关于如何扩表将在未来几天得到解释。




扩表的主要目的是维持银行间体系的流动性充裕，化解金融风险。根据美联储的货币政策声明以及问答，此次扩表的主要目的是将准备金余额保持在或高于2019年9月上旬的水平，维持银行体系中流动性充裕。2014年10月美联储结束扩表至今，美国银行准备金余额已由峰值的2.79万亿美元降至目前的1.44万亿美元，创2011年4月以来新低。但伴随2018年特朗普税改法案落地，美国国债发行额明显增加，对银行间流动性的需求增加。此外，今年以来美国经济放缓迹象明显，维持经济增长也要求保持流动性的合理充裕。面对准备金总额的持续下降与美国经济增长及国债发行增加的需要，美国银行间的流动性愈加紧张，当面临突发事件扰动时，银行间资金利率将大幅上涨。美东时间9月17日上午，受美国企业缴税和美国国债拍卖结算等因素影响，美国隔夜回购利率大幅飙升，盘中最高升至8.525%，创下历史高位，远远超出美联储设定的联邦基金利率2%-2.25%的目标区间，而联邦基金利率，即银行间拆借利率，也升至2.30%，高出目标区间5个基点。这表明当前美国银行的准备金水平已不足以应对突发事件的扰动了，扩表的需求日益紧迫。

但是，美联储强调此次扩表计划并不是正式的货币政策转向，和新一轮的量化宽松有本质区别。美联储强调，扩表操作纯粹是维持适当准备金水平的技术操作，对货币政策的立场没有影响。不应将该计划与量化宽松(QE)相混淆，后者旨在压低长期利率，但扩表购买的国库券期限不超过1年，对长端利率和实体经济无明显影响。我们认为，美联储对扩表区别于QE的强调或是为了避免金融市场对货币政策的预期过于宽松，也为后面可能重启QE留出空间。

资本市场快速反应。扩表的消息公布后，美股三大股指小幅走高，美债收益率陡峭化上行，10年-3个月期限利差升至8个基点，结束了自5月以来的倒挂。预计未来美债收益率曲线将进一步陡峭化。

风险提示：美国经济下行压力加大。

分析师

 雒雅梅 S0800518080002

 luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

 张育浩
 021-38584233
 zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
 赵梓彤

 zhaozitong@research.xbmail.com.cn

相关研究

宏观：《2019年9月全球央行月历：预计美联储和欧洲央行9月降息》2019-8-30
 《2019年10月全球央行月历：美联储10月利率决议市场分歧严重》2019-9-30

2019年10月美联储扩表简析

金融市场对美联储宣布扩表已有一定预期。10月11日美联储正式宣布，从10月15日开始，每月购买600亿美元的国库券，一直持续到2020年二季度，同时延长隔夜、7天、14天回购操作至2020年1月。其实，早在10月8日，鲍威尔已经在全美商业经济学协会年会上表示，联储将很快开始再次扩大资产负债表规模，并且关于如何扩表将在未来几天得到解释。因此，金融市场对此次扩表计划的宣布已有一定预期。

扩表的主要目的是维持银行间体系的流动性充裕，化解金融风险。根据美联储的货币政策声明以及问答，此次扩表的主要目的是将准备金余额保持在或高于2019年9月上旬的水平，维持银行体系中流动性充裕。

2014年10月美联储结束扩表至今，美国银行准备金余额已由峰值的2.79万亿美元降至目前的1.44万亿美元，创2011年4月以来新低。但伴随2018年特朗普税改法案落地，美国国债发行额明显增加，今年1-10月，美国国债月均发行额已达9121亿美元，远超去年8433亿美元的水平，对银行间流动性的需求增加。此外，今年以来美国经济放缓迹象明显，ISM制造业PMI已连续6个月下滑，9月更降至2009年7月以来的最低值47.8，维持经济增长也要求保持流动性的合理充裕。

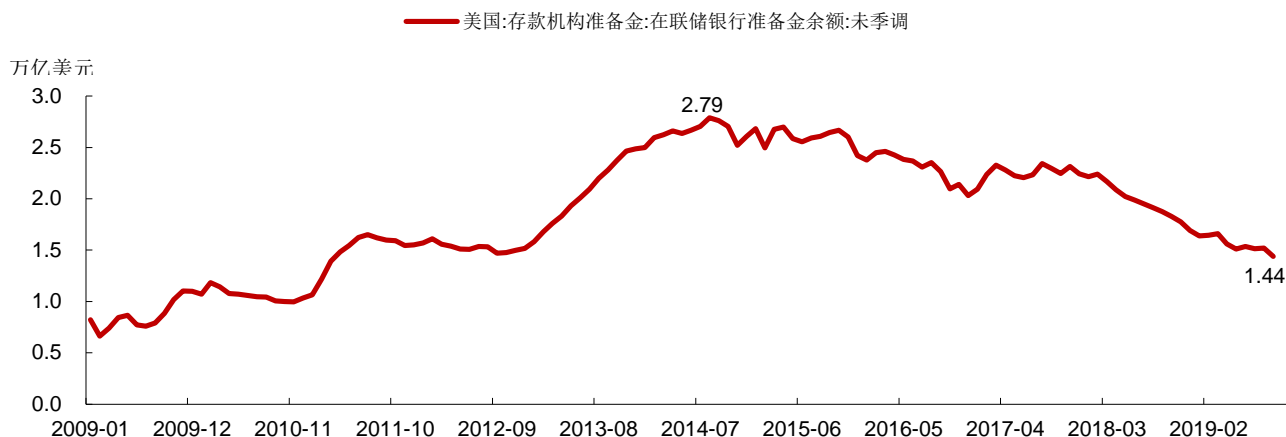
面对准备金总额的持续下降与美国经济增长及国债发行增加的需要，美国银行间的流动性愈加紧张，当面临突发事件扰动时，银行间资金利率将大幅上涨。美东时间9月17日上午，受美国企业缴税和美国国债拍卖结算等因素影响，美国隔夜回购利率大幅飙升，盘中最高升至8.525%，创下历史高位，远远超出美联储设定的联邦基金利率2%-2.25%的目标区间，而联邦基金利率，即银行间拆借利率，也升至2.30%，高出目标区间5个基点。这表明当前美国银行的准备金水平已不足以应对突发事件的扰动了，扩表的需求日益紧迫。

但是，美联储强调此次扩表计划并不是正式的货币政策转向，和新一轮的量化宽松有本质的区别。美联储在答记者问时多次强调，扩表操作纯粹是维持适当准备金水平的技术操作，对货币政策的立场没有影响。不应将该计划与量化宽松(QE)相混淆，后者旨在压低长期利率，但扩表购买的国库券期限不超过1年，对长端利率和实体经济无明显影响。我们认为，美联储对扩表区别于QE的强调或是为了避免金融市场对货币政策的预期过于宽松，也为后面可能重启QE留出空间。当前美国经济中消费仍保持稳健，劳动力市场逐渐显现疲弱迹象，联邦基金利率仍有175-200个基点的降息空间，在此背景下短期内美联储预计不会重启QE，但伴随经济下行压力加剧，美联储降息空间压缩，重启QE的可能性将大幅上升。

资本市场快速反应。扩表的消息公布后，美股三大股指小幅走高，对全天涨幅影响更大的为市场对中美贸易谈判的乐观结果预期。美债收益率陡峭化上行，3个月、1年、2年、5年、10年期美债收益率分别上行0、4、10、11、9个基点至1.68%、1.67%、1.63%、1.59%和1.76%，10年-3个月期限利差升至8个基点，结束了自5月以来的倒挂。

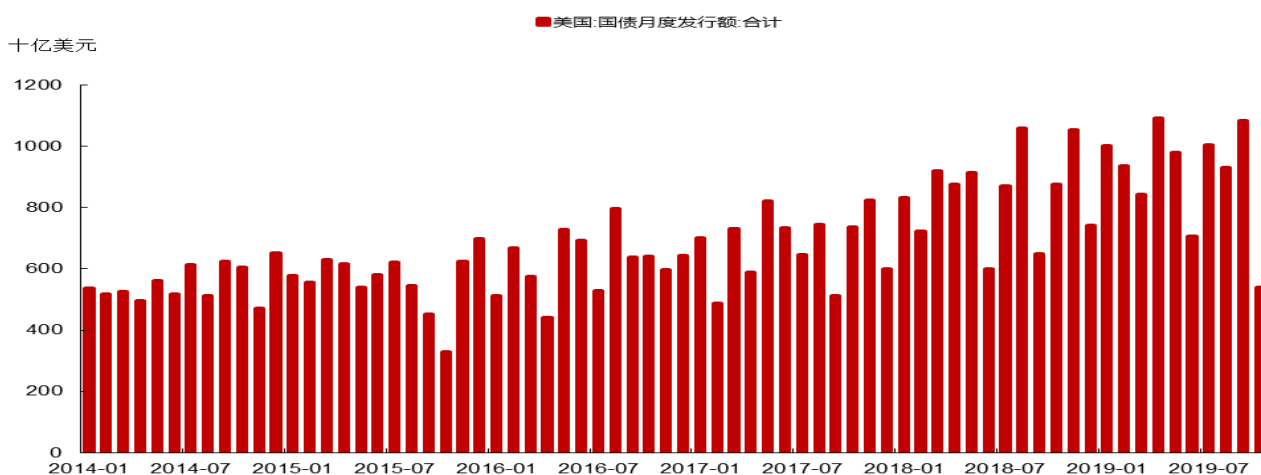
美债收益率未来将进一步陡峭化。此次扩表操作增加对短端美债的需求，将对短债收益率有一定的压制，预计未来美债收益率曲线将进一步陡峭化。我们预计美联储在10月30日会再次降息。目前市场对美联储的降息概率为70.8%，如果降息概率上升或者降息兑现，则能继续压低短债收益率。预计美债倒挂的程度在短期内能够得到很大的缓解。总的来说，美联储的动作将有助于缓解市场对流动性紧张的担忧和美债倒挂的程度，降低市场对经济衰退的担忧，短期内或将利好风险资产。

图 1：2014 年以来美国银行准备金余额持续下降



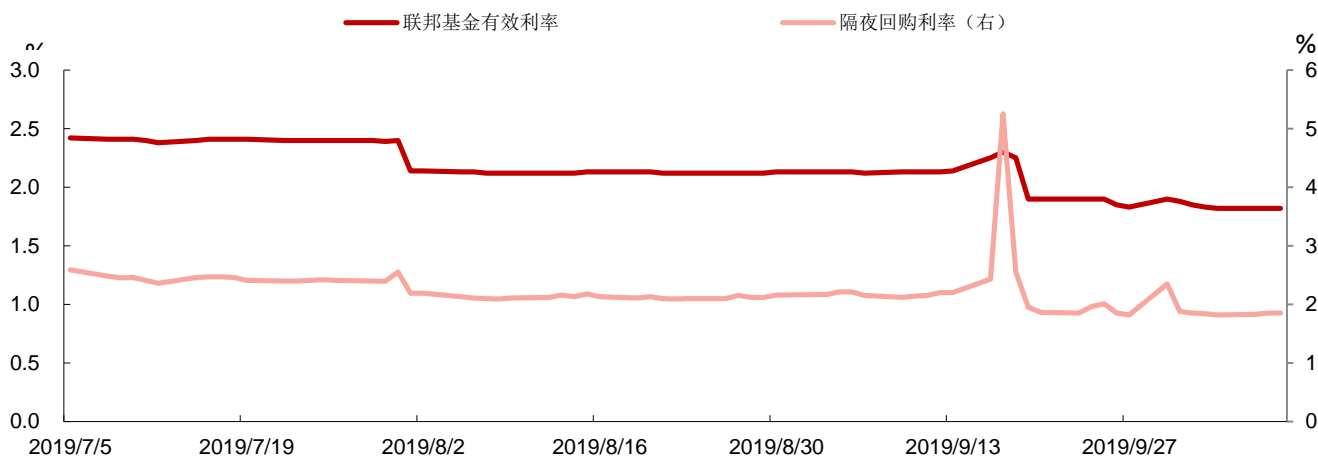
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：2018 年以来美债发行量增加



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：9 月 17 日美国银行金资金利率大幅上升



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkeshu@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售助理	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
杨洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
李思	广州	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

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_9713

