

## 此扩表，非彼扩表

### ——美联储扩表前瞻

宏观简报

9月下旬美国回购市场利率一度飙升，引发关注。市场普遍认为准备金供给不足是导致利率波动的主要原因。在此背景下，美联储扩表的必要性上升。我们认为，美联储最快将在**10月30日的FOMC会议后宣布扩表**，买入的国债将以中、短期限国债为主。由于扩表的目的在于增加准备金供给，而不是影响收益率曲线，因此**不应该被视为量化宽松，美联储的货币政策也没有因此而改变**。对市场而言，扩表有助于减少市场对流动性冲击的担心，但对长端利率的向下作用或有限，因此给股市带来的利好也不会很大。

**风险提示：美国回购市场流动性冲击的负面影响超预期**

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebscn.com](mailto:zhangwenlang@ebscn.com)

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)  
021-52523806  
[liuzn@ebscn.com](mailto:liuzn@ebscn.com)

最近，美联储主席鲍威尔在讲话中暗示联储或将提前扩表。而美联储9月议息会议纪要也显示，部分 FOMC 委员认为恢复美联储资产负债表趋势增长是必要的。对此我们点评如下：

## 为何要扩表？

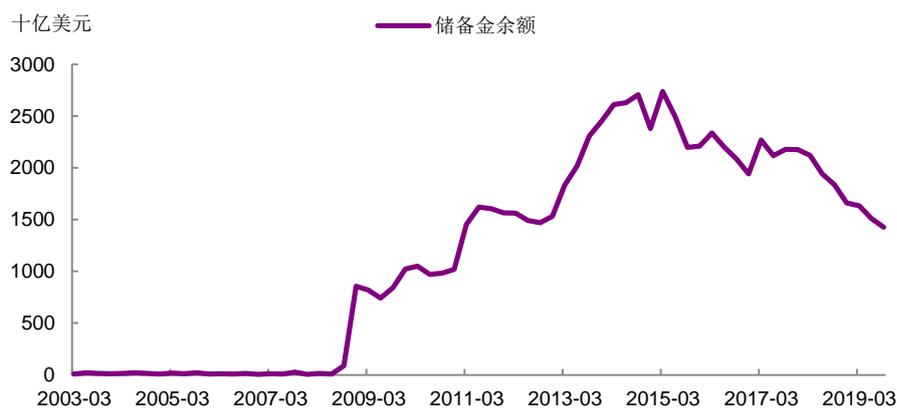
9月下旬，受企业缴税、国债发行等因素影响，美国回购市场出现流动性紧张，回购利率一度飙升至10%。受之影响，联邦基金利率也一度上升至2.3%，超过了当时2.25%的目标上限。

对此，美联储及时展开隔夜、7天、14天回购操作，为回购市场提供流动性。但进入10月后，这一情形似乎并未得到解决，对此美联储一方面续作回购，继续提供流动性，另一方面意识到利率飙升可能是由于准备金供给不足所致。

2008年次贷危机后，美联储实施了三轮QE，通过买入国债和MBS扩表，准备金规模相应增加。2015年，美联储开始加息，但由于准备金规模太大，传统的公开市场操作已难以调控利率，美联储只能通过“利率走廊”加息。利率走廊的上限是超额准备金利率（IOER），下限是隔夜逆回购利率（ON-RRP），联邦基金利率则处于两者之间。

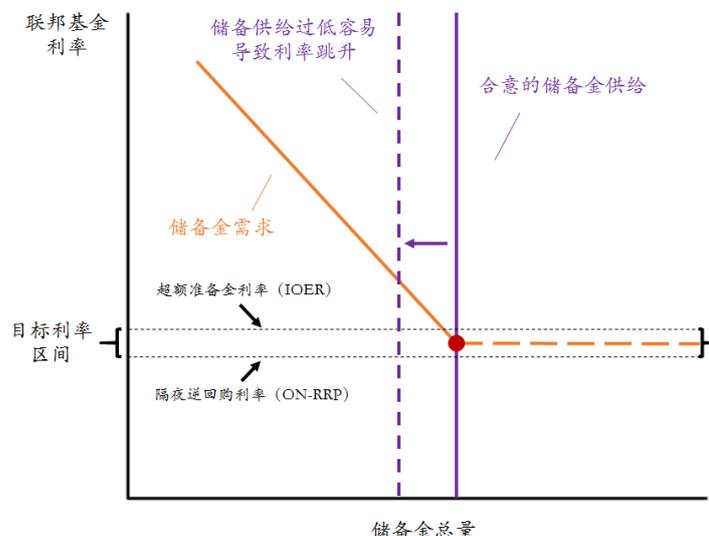
2017年起，美联储开始缩表，准备金规模逐步从最高时的2.7万亿美元下降至当前的1.4万亿美元（图1）。这一规模虽然显著高于危机前的水平，但在金融监管等因素的影响下，金融机构对准备金的需求也变得更高。按照美联储的设想，当缩表结束时，准备金水平应该在需求曲线扁平部分的左侧，如果低于这一水平，联邦基金利率就会跳升，“利率走廊”的机制就将失效（图2）。这也被美联储称为“充足储备”（ample reserves）的货币政策框架。

图1：美联储负债端的准备金余额



资料来源：Wind，时间截止2019年9月

图 2：美联储“充足储备”的货币政策框架



资料来源：光大证券研究所绘制

美联储的研究显示，充足储备的水平大约在 1~1.2 万亿美元，但实际的阈值难以把握。目前来看，美联储之前的估计可能偏低，未来随着现金需求增加，储备金的规模还可能更低。此外，有迹象表明美联储的储备金集中在少数比较大的银行手中，这也导致当储备金规模下降后，一些中小银行获得储备金的难度增加。在此背景下，美联储增加储备金供给的必要性上升，从资产负债表来看就体现为扩表。

## 如何扩表？

一般来说，央行扩表有三种方式。一是传统的公开市场操作，二是再贷款，三是购买金融资产，比如量化宽松。公开市场操作一般用于央行储备和非储备负债的正常增长。长期来看，随着经济不断扩张，货币供给也应相应增加，而公开市场操作就是央行投放货币的一种手段。另外，当银行间流动性因为临时冲击出现短缺时，央行也可通过公开市场操作提供流动性。

再贷款工具一般在特定时期针对特定机构使用，比如当某些金融机构出现流动性紧张时，央行为最终贷款人，为其提供融资。而购买金融资产则用于影响收益率曲线，比如次贷危机后美国短端利率触及“零下限”，美联储不得通过购买长期国债来压低长端利率。

我们认为，此次美联储扩表更像是公开市场操作，而不应该理解为量化宽松。如前所述，美联储扩表主要是为了增加储备金的供给，而非控制收益率曲线，毕竟当前 10 年期美债收益率已经接近次贷危机后的最低点。联储主席鲍威尔此前也曾提到，希望看到美联储资产负债表能“有机地扩张”，我们认为“有机”指的就是美联储正常的扩表行为。美联储 9 月会议纪要也显示，多数委员认为应该清楚地区分扩表与量化宽松，以避免向市场发出错误的信号。

从时间点看，美联储最快将在 10 月 30 日的 FOMC 会议后宣布扩表。对于买入国债的久期结构，美联储有两种可选的方案，一种是与市场中留存的美债结构相匹配，另一种是只买短期限国债。

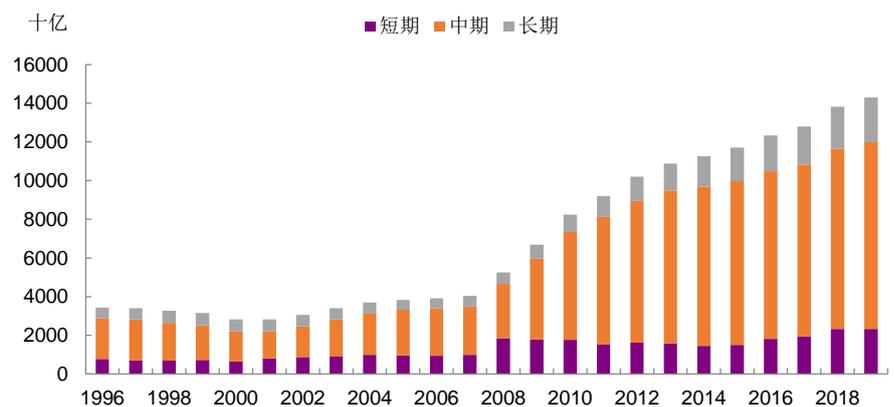
美联储在今年 3 月的政策声明中指出，停止缩表后会继续减持 MBS，同时买入国债以维持资产负债表规模不变，买入国债的期限匹配市场中未偿还的美债期限。因此，美联储可能按照同样的方法扩表。

截至 2019 年 8 月底，未偿还的短、中、长期限美债（分别对应 T-Bills、T-Notes、T-Bonds）余额分别为 2.3 万亿、9.7 万亿、2.3 万亿美元，占比分别为 16%、68%、16% 为（图 3）。

假设美联储此次扩表的规模为 2000 亿美元，那么对应的短、中、长期限美债规模分别为 326 亿、1351 亿、322 亿美元，占市场中各自期限债券余额的比例约为 1.4%。

如果美联储只买短期限国债，假设购债规模为 2000 亿美元，那么所买债券占市场中的短期限债券的比例将接近 10%。

图 3：各类期限的美国国债余额



资料来源：Wind，美国财政部，光大证券研究所，时间截止 2019 年 8 月

## 对市场影响几何？

首先，美联储扩表有助于减少市场对流动性冲击的担心。9 月底以来，回购利率飙升虽没有对市场造成太大影响，但始终是投资者心中的隐患。当前中美贸易谈判、英国脱欧不确定性上升、特朗普又遭到弹劾调查，市场情绪受到打压，如果再出现流动性冲击，必然会带来极为负面的影响。因此，此时扩表能够降低流动性冲击的可能性，这对美股是利好。

其次，美联储买入中、短期限美债，给短端利率带来下行压力，但对长端利率的影响或有限。而企业和家庭部门借贷一般基于长端利率，这意味着扩表对实体经济的作用也会比较有限。从这个角度看，扩表对美股的支撑作用也不会很大。

## 风险提示

美国回购市场流动性冲击的负面影响超预期。

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\\_9757](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9757)

