

美国货币市场“惊变”

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 29 期

摘要

上周美国隔夜回购利率和联邦基金利率均出现罕见的飙升，美联储时隔十多年再次重启回购操作，一时间市场对 QE4 的预期升温。

货币利率“惊变”背后的结构性因素是美国货币政策范式的改变，从准备金稀缺变为准备金“过剩”，利率下限体系对于政策利率的调控精度大不如前。在此前持续缩表的影响下，准备金水平可能已经下降至临界值，美联储需要改变货币政策调控达方式和工具。

在缩表暂停的情况下，非准备金负债的变化是准备金稳定的重要“威胁”，其中财政部账户余额和国外逆回购余额都是值得重点关注的变量。在当前美国财政赤字扩张、美债收益率曲线倒挂的情况下，回购利率可能陷入“恶性循环”。财政部启用短期现金投资工具，美联储开启资产端扩张将成为短期内破题的关键。

展望未来，美联储年内启动 QE4 的可能性较小，但 10 月议息会议可能会讨论甚至落地启动常态化的回购操作。

上周央行逆回购操作净投放 250 亿资金，货币市场利率曲线短端变陡。

本周央行或进行 14 天回购操作应对跨节资金需求，资金面保持平稳；资金曲线或在 14 天处保持陡峭，3 个月 NCD 发行利率或继续分化。

关键词：货币市场，美国

宏观研究部

邵翔

分析师

电话：021_22852645

邮箱：shaox@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



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

图表目录

图表 1	美国货币市场重要利率异常上涨	4
图表 2	美联储时隔 10 年重启回购操作	5
图表 3	美联储货币政策范式转变	8
图表 4	美联储准备金负债余额	9
图表 5	危机后美联储的利率调控体系	9
图表 6	FF rate-IOR 利差与准备金水平之间的关系	9
图表 7	简化版美联储资产负债表	11
图表 8	财政部现金余额与 TGA 账户	11
图表 9	国外逆回购余额和长短端利差	12
图表 10	国外逆回购余额和长短端利差	14
图表 11	一级交易商债券净持仓和美国国债发行量	14
图表 12	上周央行操作及债券发行到期情况 (亿元)	15
图表 13	央行逆回购投放与回笼	15
图表 14	央行逆回购余额走势图	16
图表 15	央行逆回购加权平均操作期限与利率	16
图表 19	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	18
图表 20	主要货币市场基准利率走势	18
图表 21	资金利率曲线形态变化图	18
图表 22	流动性分层	19
图表 23	各类投资工具收益率比较	19
图表 24	同业存单净融资额与发行利率走势图	20
图表 25	国股银票转贴利率 (分期限)	20
图表 26	3 个月理财收益率 (分机构)	20
图表 27	主要利率互换品种收益率走势图	21
图表 26	本周各类工具到期一览 (亿元)	21
图表 27	本周主要流动性影响因素前瞻	21

一、美国货币市场“惊变”

本周，美联储9月议息会议降息25bp，不过美元货币市场的紊乱和美联储重启回购操作却“喧宾夺主”——美国联邦基金利率和回购利率飙升，如我们预期纽约联储时隔10年重启回购操作¹。美国货币市场究竟发生了什么导致美联储坐立难安？对于乱象背后的原因一时众说纷坛，如何抓住其中的核心逻辑？美国重启回购是否意味着QE即将到来？美国货币市场的故事对我国有何借鉴意义？

我们将通过系列报告来对比美国与中国货币市场的异同，本篇为开篇，重点介绍美国货币市场当前的变化和背后的逻辑。

1. 十年未有之“乱象”

联邦基金利率（federal fund rate）和隔夜回购利率是美国货币市场重要的短期基础利率。前者是银行间市场拆借的加权利率，也是美联储政策调控的目标利率；后者是短期抵押融资的重要利率基准，巴塞尔 III 逐步实施以来无抵押融资交易量下降、抵押融资逐渐占据主导，回购利率在美国货币市场中的地位也越来越重要，其中比较有代表性的是美联储推出的隔夜抵押融资利率（SOFR），被视为未来接棒 Libor 的重要备选基准利率。

回购利率大涨。9月16日，美国隔夜一般抵押回购利率（Overnight GC Repo）升破2.25%的政策目标上限触及5%附近的高位；9月17日，回购利率继续大涨最高触及10%²，创下史上单日最大涨幅，同时也刷新金融危机之后的新高。SOFR 利率也创下2018年4月公布以来的最高水平。**联邦基金利率升破政策利率区间**。9月17日联邦基金利率升至2.3%，金融危机后首次突破政策目标利率上限（2.25%），9月18日美联储降息、目标利率上限下调至2%，但联邦基金利率依旧处于2.25%的高位。

面对短期融资市场的乱象，**纽约联储时隔近10年、于9月17日重启回购操作**（美联储的回购相当于人民银行的逆回购，释放资金）。最终在美联储降息（超额准备金利率 IOR 下调30bp）和连续4次回购投放流动性的作用下，回购市场和联邦基金市场利率回落至2%以下。而且纽约联储宣布至10月10日，每日将进行至少750亿美元的回购操作，并且适时开启14天回购为货币市场保驾护航（见图表1图表2）。美联储如此“大动干戈”，叠加此前欧央行已经重启资产购买（APP），市场对于美联储推出QE4的预期升温。

¹ 请参考报告《美联储会重启QE吗？》

² 根据彭博社的数据，美国隔夜回购利率最高是突破8%，但路透社的数据则显示回购利率最高触及10%，市场普遍以路透社为准。

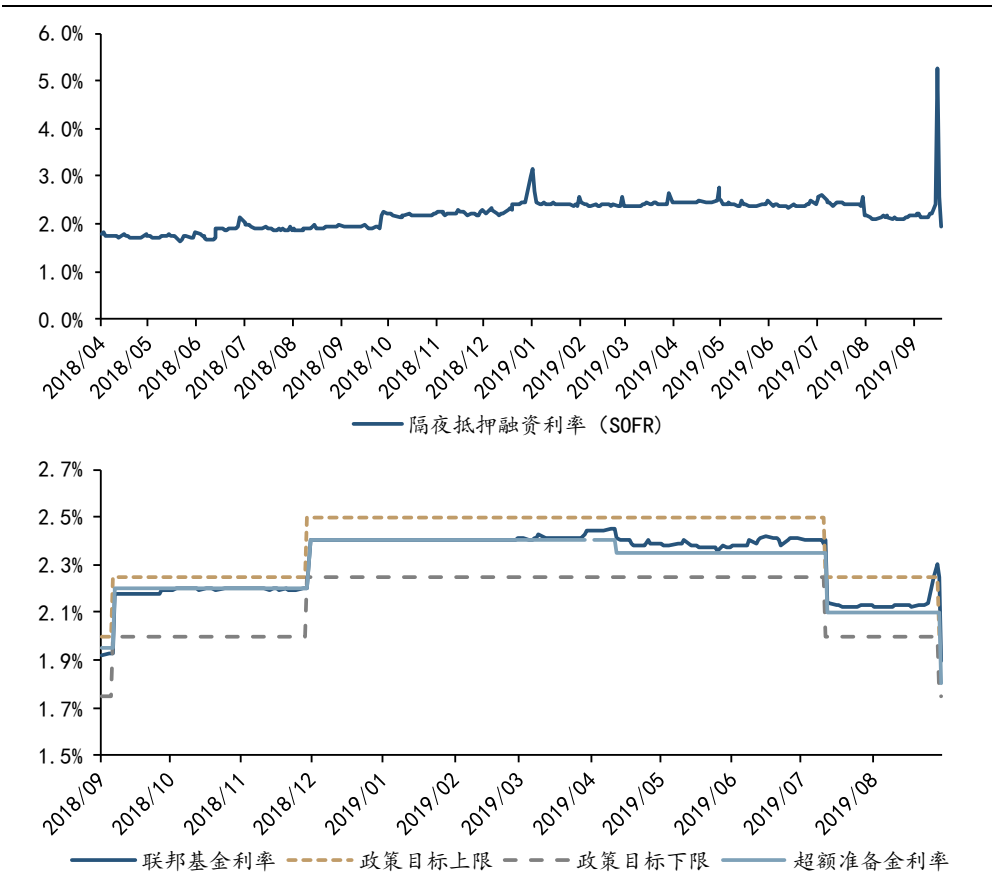
请务必参阅尾页免责声明

为什么在美联储7月启动降息后，美元货币市场却出现了流动性紧张的情况？一时间众说纷纭，对市场看法总结来看主要有以下几点原因：

- （超额）准备金水平过低；
- 美国缴税期来临，货币市场基金面临赎回，银行流动性水位下降；
- 季末监管窗口期来临，金融机构对于资产负债表扩张谨慎；
- 美国政府国债大量发行，一级交易商库存、融资压力上升。

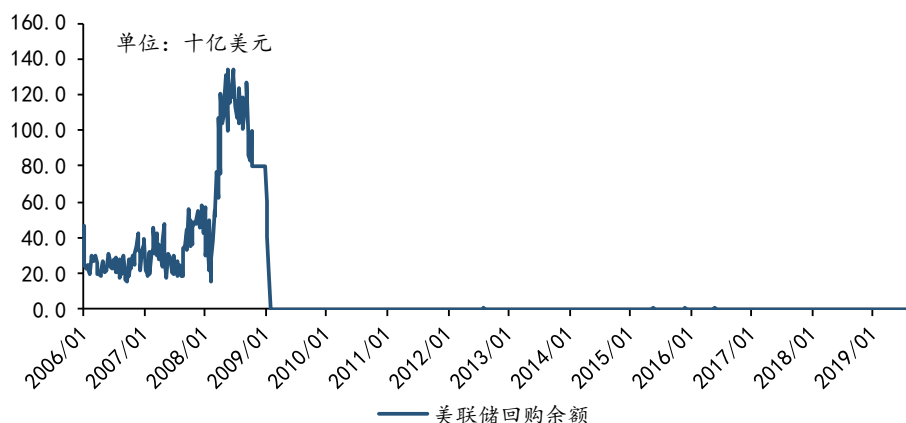
仔细推敲，各种理由均有模糊之处：当前约1.4万亿美元的银行准备金水平已远远高于危机前平均100亿左右的存量规模；缴税期、季末监管每年皆有，而且2018年以来特朗普减税政策施行，这两个因素难以解释为何本次上涨如此剧烈；上周国债发行量与8月初相比也没有“惊世骇俗”的表现。如何将诸多因素有机结合起来、系统阐述美国货币市场当前面临的困境？

图表1 美国货币市场重要利率异常上涨



资料来源： Bloomberg， 兴业研究

图表 2 美联储时隔 10 年重启回购操作



日期	计划（或实际）规模 （十亿美元）		认购规模 （十亿美元）		超额 认购倍率
	隔夜	14 天	隔夜	14 天	
2019/9/17	53.15	0	53.15	0	1
2019/9/18	75	0	80.05	0	1.067
2019/9/19	75	0	83.875	0	1.118
2019/9/20	75	0	75.55	0	1.007
2019/9/23	75	0			
2019/9/24	>=75	>=30			
2019/9/25	>=75	0			
2019/9/26	>=75	>=30			
2019/9/27	>=75	>=30			
2019/9/30 至 10/10	>=75/日	0			
2019/10/10 之后	视情况而定				

注：超额认购倍率指的是

资料来源：Bloomberg, Fed New York, 兴业研究

2. “冰冻三尺非一日之寒”：货币政策范式的转变

罕见的市场现象背后一定存在周期性因素无法解释的结构性变量。当前美国货币市场短期利率飙升背后重要的结构性变化是金融危机前后美联储货币政策框架的转变。

从准备金稀缺到准备金“过剩”。美联储货币政策的核心路径是通过各种政策工具影响联邦基金市场利率（以下简称 FF rate）的水平，进而传递至货币市场的其他部分并最终影响实体融资水平。联邦基金市场的主要功能是平衡存款机构的准备金供需以满足联储规定的法定准备金监管要求（Reserve Requirements）。将买卖双方的交易价格按交易量进行加权平均就得到 FF rates。金融危机前，由于银行持有的准备金余额较为稀缺（基本保持在 150 亿美元以下），美联储适量地进行公开市场操作——主要是正、逆回购，调节准备金存量，就能使得 FF rate 基本与政策目标利率一致，形成一套以美联储贴现窗口利率

为上限，0 为下限（彼时准备金利率为 0）的调控体系。然而，金融危机后由于准备金存量大幅扩张（见图表 4），传统的调节工具效果大打折扣——市场对于联储准备金供给的边际调整不敏感（可以看作准备金需求曲线的斜率趋于平坦，见图表 3）。自 2008 年 12 月 16 日开始，联储陆续采取系列措施，将操作框架转变为“利率下限体系”（Floor System），主要有三个方面：

- **将单一利率目标修改为利率目标区间。**危机前联储为 FF rate 设定单一目标水平，再通过公开市场操作进行较为精准调控。危机后联储对 FF rate 的掌控力下降，议息会议开始公布一个宽度为 25bp 的目标区间。2019 年 9 月美联储降息至 2% 指的其实是该区间的上沿水平。
- **对存款机构的超额准备金利率（Interest on excess reserves, IOR）。**理论上央行给存款机构准备金支付一个保底的收益，存款机构在联邦基金市场上借出的利率——FF rate——应该不低于 IOR¹，但是由于联邦基金市场的参与者除了银行等存款机构外，还有部分政府实体和政府支持企业（Government-Sponsored Enterprise, GSE，比如房地美和房利美）。后者没有资格获得 IOR 收益，叠加准备金的巨大存量，它们愿意以低于 IOR 的水平出借手中的资金，为了进一步约束 FF rate 低于 IOR 的空间，美联储于 2013 年引入另一个利率下限。
- **面向更多金融机构的隔夜逆回购便利工具（O/N RRP facility）。**包括符合条件的银行、交易商、货币市场基金等在内的众多金融机构均可以自主地将流动性存放在联储并获得相应的利息收入。由于套利机制和广泛的参与主体，包括 FF rate 在内的一些重要货币市场利率都不会低于隔夜逆回购利率。所以隔夜逆回购利率成为利率目标区间的实际下沿。

在这一政策操作体系中，居于核心地位的是 IOR 利率，但它对于 FF rate 的约束并不十分有效——FF rate 和 IOR 之间的利差还受其他因素的影响，其中最重要的是准备金水平（见图表 6）。2018 年 6 月之前，美联储将 IOR 设置在利率目标区间上沿的水平，由于 FF rate 和 IOR 保持着适当的负利差，基本能使 FF rate 处于联储对外公布的目标区间内。但自从 2015 年 12 月美联储开始加息，两者之间的负利差趋势性收窄，尤其是在 2017 年 10 月美联储开始缩表之后，这一特点尤其明显。这其中的问题在于随着存款机构持有的准备金减少，叠加准备金在存款机构之间的不均匀分布，边际上“水位”的下降会导致部分机构更加频繁地通过联邦基金市场满足自身的准备金需求，进而推升了 FF rate。

不难看出美联储的货币政策范式其实由危机前的“价格型”货币政策框架转变

¹ 事实上由于美国的银行等存款机构面临严格的杠杆率和联邦存款保险费用的约束，FF rate 可能会略低于 IOR，但由于套利机制的存在，理论上这一负利差的空间有限。
请务必参阅尾页免责声明

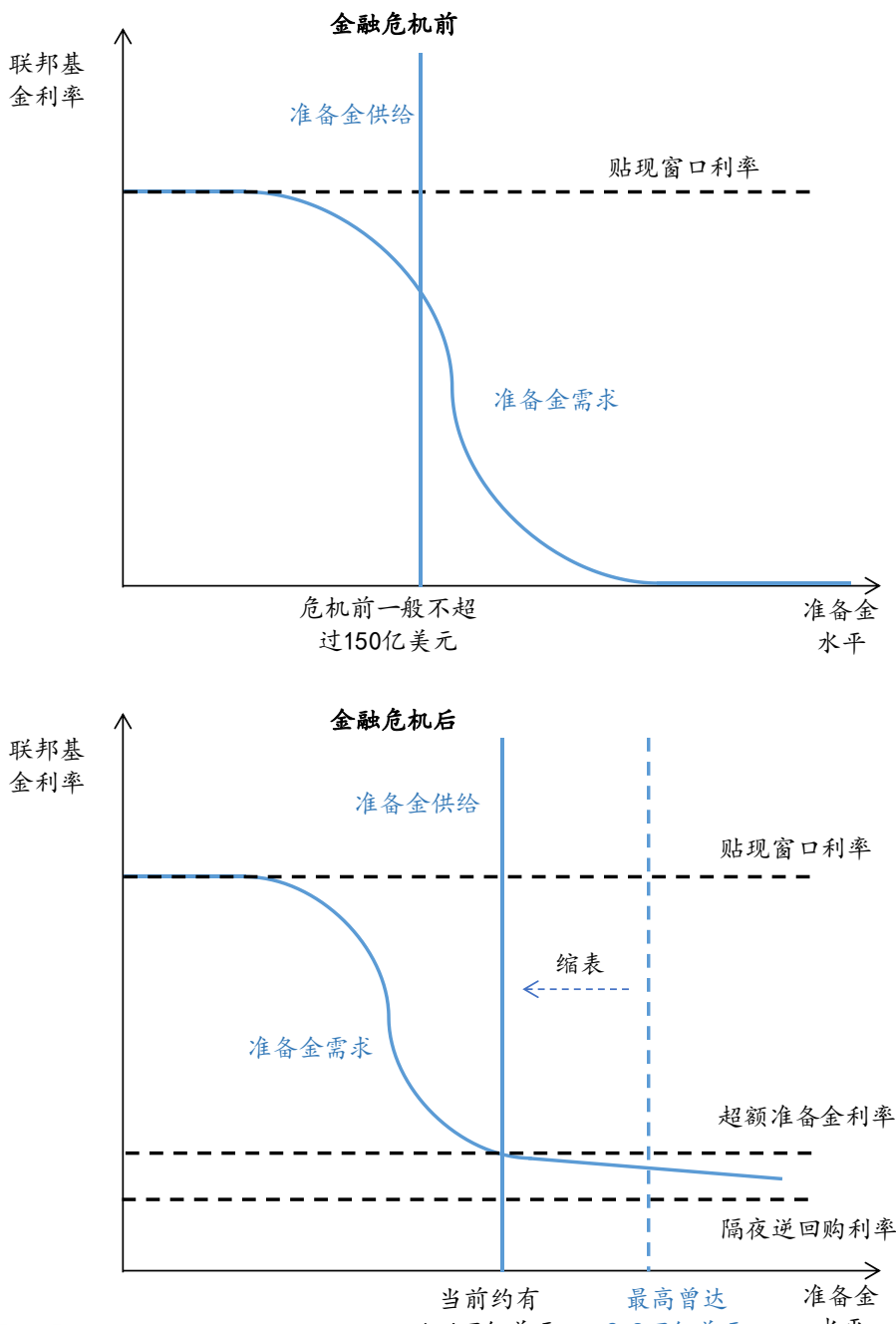
为“价格+数量型”货币政策调控框架:

- 调整 IOR 利率;
- 通过调节准备金水平等手段控制 FF rate – IOR 利差。

9 月 19 日美联储议息会议将 IOR 利率下调 30bp 至 1.8%，相较联邦基金政策目标多下调 5bp；9 月 17 至 20 日纽约联储连续进行回购操作，缓解银行超额准备金的压力正是从以上两个方面入手。

总结而言，根据图表 3 可以简单概括美联储当前的困境：以 IOR 为核心的调控体系略显被动，而准备金水平可能已经下降到一个临界水平——要维持当前的范式则准备金余额需要保持在当前水平之上；若进一步下降，则可能回到危机前的范式——需要恢复频繁动用正、逆回购。

图表3 美联储货币政策范式转变



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_9950



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>