

## 美联储降息加 QE 的矛与盾

2020 年/03 月

海外宏观经济与策略研究员 刘绍东

010-66555862

shaodong\_liu@chiefgroup.com.hk

### 摘要:

- 当地时间 3 月 15 日下午，美联储宣布决定降息 100 bps，使得联邦基金利率目标区间降至 0-0.25%。将贴现窗口的基本信贷利率下调 150 bps，至 0.25%。存款准备金利率 IOER 下调 100 bps，至 0.1%。美联储同时决定未来的数月内至少增持 5,000 亿美元国债以及至少 2,000 亿美元机构 MBS。同时到期的国债和机构 MBS 全部再投资。
- 当前 IOER 仅为 0.1%，甚至低于 2008 年末美国资本市场濒临崩溃时期的 0.25%。目前风险溢价理应比 08 年小，因此如此低的 IOER 是否还对存款机构具有吸引力存疑，可能将会导致准备金规模收缩。
- 如果 2019 年 9 月最低点作为银行应对流动性覆盖比率要求 LCR 监管要求所必须存款准备金规模，那么与当前余额差值的 2,700 亿美元便是可以释放的准备金规模。也是美联储负债端其他项不变情况下，资产端和负债端可能缩小值。
- 当前美联储一方面要增持国债 5,000 亿美元、机构 MBS 2,000 亿美元，另一方面负债端又存在准备金规模缩小的压力。那么，实现资产端和负债端的平衡成为巨大问题。
- 如若联储负债端除准备金和逆回购协议外的其他项负债扩大，变会加速释放流动性，这也是和次贷危机时操作的最大不同。资产价格泡沫和债务问题在当前市场情绪下可能不会突显，因为当前市场风险偏好正在下降，但这势必在未来引起美国市场长期动荡。
- 对零利率的突破已不存在理论和实践限制。从 100 多年前人们开始逐渐认识到负实际利率，到如今欧盟部分国家对大额存款实行负名义利率，以及现存约 15 万亿美元负收益率债券，市场对负利率的接受程度已大大提高。实证分析也证明能被施加负利率的资产越多，越容易突破持有现钞导致的零利率边界。而像欧洲、美国、日本等现钞流通比例少、监管严格的国家本身便具备施行负利率的基础。因此，美联储即便将利率降至 0%，未来仍有进一步降息至负利率的空间。
- 美联储可以使用的工具还很多，只是此次政策的实施太过突然而仓促，可能反而会改变市场预期。

美联储当地时间3月15日下午，在公开市场委员会例会前意外宣布重磅宽松政策。为应对疫情对美国市场的潜在冲击，美联储采取一系列配套货币政策措施。

美联储宣布决定降息 100 bps，使得联邦基金利率目标区间降至 0-0.25%。将贴现窗口的基本信贷利率下调 150 bps，至 0.25%。将银行紧急贷款贴现率下调 125 bps，至 0.25%，延长贷款期限至 90 天。存款准备金利率 IOER 下调 100 bps，至 0.1%。从 3 月 26 日起（即下一个准备金维持期开始），取消对数千家储蓄机构的准备金要求，即准备金率降至 0%。

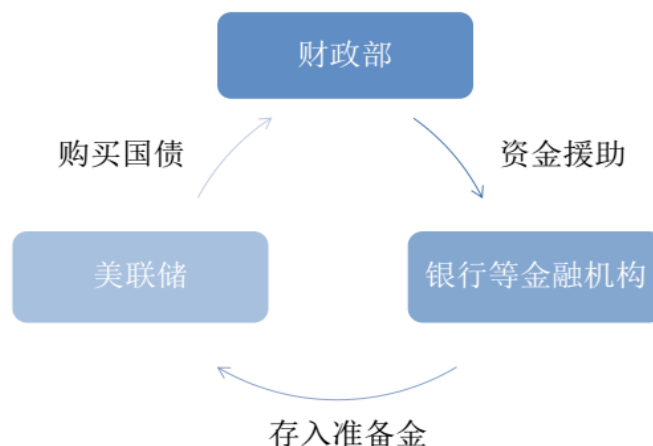
为支持国债和机构 MBS 的平稳运行，美联储决定未来的数月内至少增持 5,000 亿美元国债以及至少 2,000 亿美元机构 MBS。同时到期的国债和机构 MBS 全部再投资。

这一系列措施和 2008 年次贷危机后的措施类似，但是其中的作用方式和结果很可能不同。

## 1. 美联储将面临负债端收缩压力和实现资产端扩大的矛盾

次贷危机过后，美联储通过四次 QE，将联储存款机构资产规模扩大至 2015 年最高的 4.55 万亿美元。

图表 1：次贷危机时内循环扩表的资金流向



资料来源：致富研究院

我们当时提出“内循环”扩表来解释美联储的操作：财政部将通过购买银行优先股的方式注入资金；金融机构获得资金后，并没有利用这些资金放贷，

而是转手存入美联储形成超额准备金；美联储获得存款机构的准备金后，利用这些资金购买国债和 MBS。这种循环式扩表如击鼓传花一样，将资金在体系内的各方都过一次手，使得各方的资产和负债同步大幅上涨。但实际增加的只是账面数值。

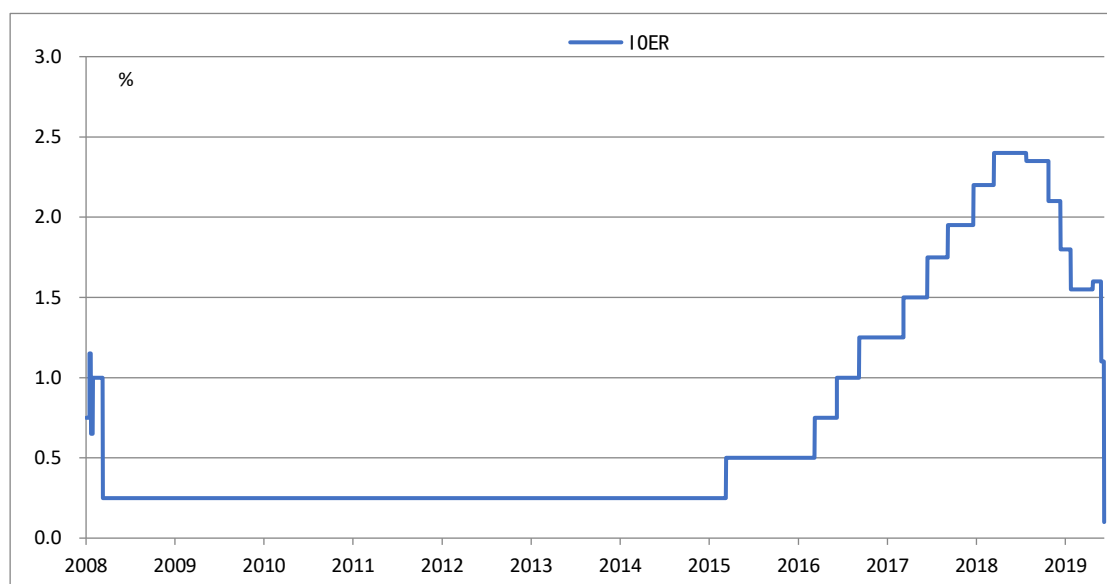
这样“内循环”扩表既为金融机构注入资金及时增强了市场的信心，切断了风险蔓延的可能性，又使得救市所用资金不会造成流动性泛滥。即便是美国 M2 同比增速最快的 2009 年 1 月也仅为 10.3%。

而此套扩表操作的关键在于引入存款准备金利率 IOER。由于美联储开始为准备金支付利息，有资格的存款机构才有动力将资金回流到美联储形成联储负债，实现资产负债平衡。

而当前情况同往日明显不同。

首先当前 IOER 仅为 0.1%，甚至低于 2008 年末美国资本市场濒临崩溃时期的 0.25%。当前风险溢价理应比 08 年小，因此如此低的 IOER 是否还对存款机构具有吸引力存疑，如果吸引力下降，将会导致准备金规模收缩。

图表 2：存款准备金利率变化

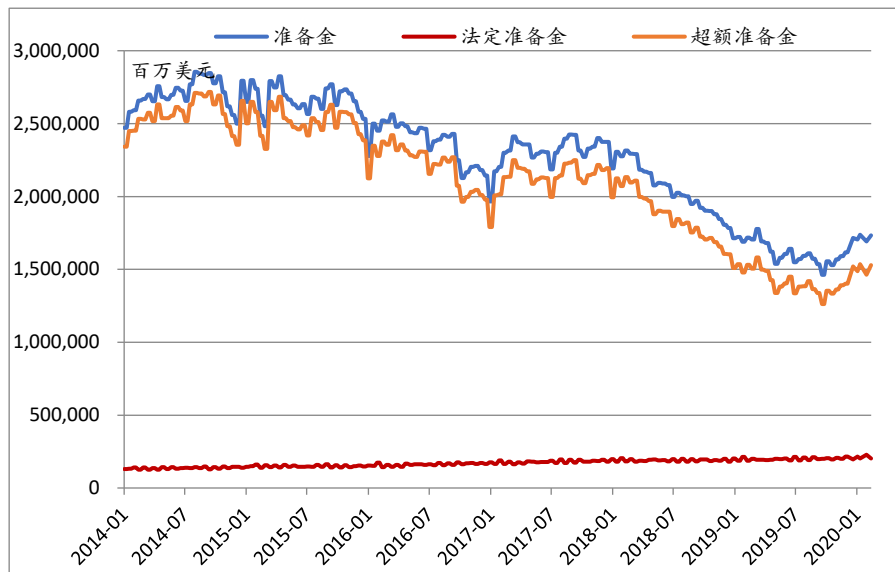


资料来源：美联储，致富研究院

其次，若是 2019 年中，超额准备金收缩的压力还较小，如今则大了很多。2010 年签署的《巴塞尔协议 III》为加强流动性管理，降低银行体系的流动性风险，对流动性覆盖比率要求 (LCR) 使得美国商业银行需要大量高质量流动性资产以满足 LCR 监管要求。这便导致银行需要持有大量超额准备金，也是为什么 2019 年下半年虽然超额准备金余额规模仍有 1.26 万亿美元，但仍显不足。

不过，通过 2019 年 10 月起的扩表，准备金余额已上升至 1.7 万亿美元，其中超额准备金增至 1.53 万亿美元。如此一来，准备金余额足以应对 LCR 的情况下，商业银行有条件减少超额准备金规模。

图表 3：存款准备金利率变化



资料来源：wind，美联储，致富研究院

如果 2019 年 9 月最低点作为银行应对 LCR 监管要求所必须存款准备金规模，那么与当前余额差值的 2,700 亿美元便是可以释放的准备金规模。这也是美联储负债端其他项不变情况下，资产端和负债端可能缩小值。

超额准备金减少本身不是问题，这是联储负债端的缩小；联储增持国债和机构 MBS 也不是问题，这是联储资产端的增加。但是如何在超额准备金有减少压力的同时，实现联储资产端的增加才是问题。

当前美联储一方面要增持国债 5,000 亿美元、机构 MBS 2,000 亿美元，另一方面负债端又存在准备金规模缩小的压力。那么，如何实现资产端和负债端的平衡成为巨大问题。

美联储要么减持其他资产，要么增加负债。由于其资产端主要是国债和机构债，而其他资产规模都较小，不足以应对 7,000+2,700 亿美元的差额。因此联储增加负债的可能性更大。

如若联储负债端除准备金和逆回购协议外的其他项负债扩大，这注定会加速释放流动性，这也是和次贷危机时的最大不同。资产价格泡沫和债务问题在当前市场情绪下可能不会突显，因为当前市场风险偏好正在下降，但这势必在未来引起美国市场长期动荡。



## 2. 美联储未必黔驴技穷

当美联储将利率降至 0% 的时候，会造成其货币政策黔驴技穷的错觉。这个错觉源于对零利率边界的执念以及对 QE 规模限制的假设。

首先，对零利率的突破已不存在理论和实践限制。从 100 多年前人们开始逐渐认识到负实际利率，到如今欧盟部分国家对大额存款实行负名义利率，以及现存约 15 万亿美元负收益率债券，市场对负利率的接受程度已大大提高。

实证分析也证明能被施加负利率的资产越多，越容易突破持有现钞导致的零利率边界。而像欧洲、美国、日本等现钞流通比例少、监管更严格的国家本身便具备施行负利率的基础。

因此，美联储即便将利率降至 0%，未来仍有进一步降息至负利率的空间。负利率也符合目前资产倾向于向劳动者再分配的潮流。

同样类似于负利率，QE 规模再扩大也未尝不可。美国从 2008 年的 QE1 到 2014 年结束的 QE4，美联储资产负债规模扩大了 5 倍。虽然 2017 年开始经历缩表，但是很快又迎来了新一轮的扩表。

如像次贷危机后“内循环式”QE 扩表并不会对流动性和经济造成巨大冲击，关键还是在于资金的来源和流向。

因此美联储可以使用的工具还很多，只是此次政策的实施太过突然而仓促，可能反而会改变市场预期。

## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
<b>香港致富证券有限公司</b>	<b>香港致富证券有限公司北京代表处</b>	<b>香港致富证券有限公司上海代表处</b>	<b>香港致富证券有限公司深圳代表处</b>
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：[www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)