美联储会使用 YCC 吗？

2021 年 03 月 17 日

事件

- 美联储 3 月议息会议于美国东部时间 3 月 17 日结束，本次会议可谓是一年以来最受关注的会议。疫情以来，实际利率成为衡量发达国家货币政策成功与否的标志，近期实际利率攀升导致美债名义利率回升，使得美股回调、各类资产价格大幅波动。在欧央行、澳大利亚央行已经表态采用 YCC 管控利率的情况下，市场预期美联储可能也会实施利率管控。

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

观点

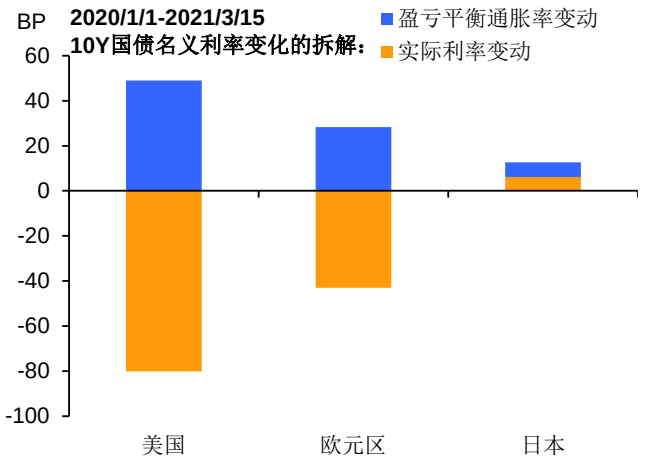
- **疫情后，成功压低实际收益率为衡量发达国家货币政策成功的标志。**在经济完全复苏前，预计名义利率将维持在接近零的水平，因此实际利率的变动衡量了货币政策是否有效刺激了经济并推高了通胀率。**预期通胀率升幅越大、实际收益率降幅越大，对经济的刺激也越大。**2020 年初以来，相对于欧元区和日本（图 1），美国货币政策对经济的刺激效果更优。美国预期通胀率的升幅（49BP）远大于欧元区（28BP）和日本（6BP），美债实际收益率的降幅（80BP）也远超欧元区（43BP）和日本（6BP）。
- **2021 年初以来，美债实际收益率持续攀升，期货市场加息预期提前。**年初至今，实际收益率上行 42BP，带动 10Y 美债收益率突破 1.6%（图 2），回升至疫情前水平。主要原因为在疫苗接种推进、1.9 万亿财政刺激落地等因素的催化下，市场对经济复苏的信心增强。此外，市场对美联储加息的预期由去年底的 2023/10 提前至 2023/2。疫情以来，虽然美国宽松的货币政策成功地刺激了经济，但若长期利率持续上行，可能会导致货币政策的失效。**美联储历史上曾采用收益率曲线控制（Yield Curve Control, YCC）和扭曲操作（Operation Twist），卖出短期国债、买入长期国债，以压低长期利率。**
- **二战期间美联储是如何使用 YCC 的？**为满足战时融资需求，降低融资成本并稳定融资额，美联储从 1942 年起对不同期限的国债设置了收益率目标上限。一旦某债券收益率超过上限值，美联储便通过购买该债券压低收益率。1942-47 年间，美联储大量购买短债使其收益率低于目标上限（0.375%），此时低通胀环境下长债利率低于其目标上限；1947 年下半年，通胀压力上行，美联储取消短期国债收益率控制，卖出短债并买入长债使其收益率低于目标上限（2.5%），1948 年底，美联储所持有的长期债券从不到 10 亿美元上升至超 100 亿美元（图 5）。1953 年 3 月，由于通胀率持续攀升，美联储与财政部协议退出 YCC。
- **2012 年美联储是如何实施扭曲操作的？**金融危机后，美联储的量化宽松政策一度压低长期利率，然而 2011 年初开始 10Y 美债收益率迅速回升（图 3），彼时失业率仍高出危机前水平近 5%（图 4）。为了压低长期利率，美联储实施了扭曲操作，于 2011 年末至 2012 年开展了为期一年多的期限扩展计划（MEP），卖出短期国债并购买等量的长期国债，延长其持有国债的久期（图 6），成功压低了长期利率。扭曲操作期间，美联储持有的国库券规模并未发生显著变化，然而期限结构改变，长债占比上升近 10%至近 25%，加权平均期限由近 6 年延长至近 10 年。
- **美联储会在什么情况下对长期利率进行干预？ FOMC 采取行动管控利率的前提条件通常为：存在重大并持续的市场波动，并且广泛影响各类资产，此外上述波动使得市场偏离合理水平，对经济复苏构成重大风险。**若实际利率持续加速上行，10Y 美债利率大幅回升并引发美股大幅回调，美联储可能会采取扭曲操作来压低长期利率（鉴于美联储仅在战时使用过 YCC，并且 YCC 对利率的管控较为严格，此外可能对资产负债表规模产生较大影响）。
- **风险提示：**通胀预期升温，资产价格过快上涨

相关研究

1、《宏观点评 20210314：史上最快大宗商品上涨是如何形成的？》2021-03-14
2、《宏观点评 20210312：水不能停，拜登美国重建计划有哪些看点？》2021-03-12
3、《宏观点评 20210311：以史为鉴，2016-2018 年的大宗商品上涨为何不给力？》2021-03-11
4、《宏观点评 20210310：春节信贷不打烊——2021 年 2 月金融数据点评》2021-03-11
5、《宏观点评 20210310：PPI 年中破 5 望 6——评 2 月通胀数据》2021-03-10

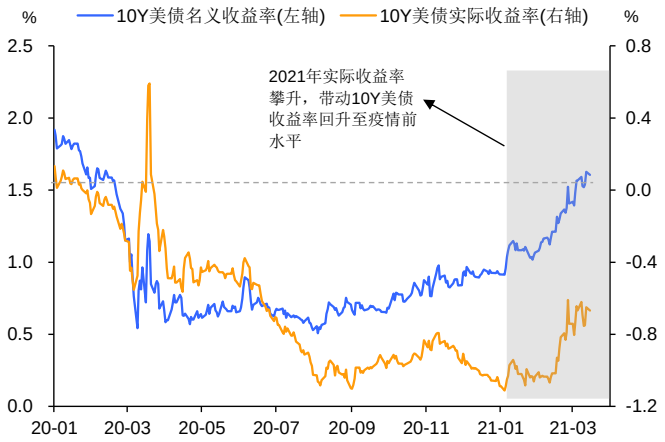
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：压制实际收益率的成效方面，美国>欧元区>日本



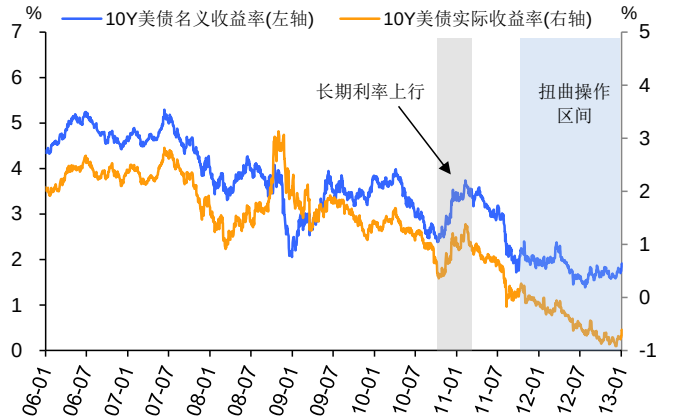
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：2021 年美债实际收益率骤升，货币政策有失效风险



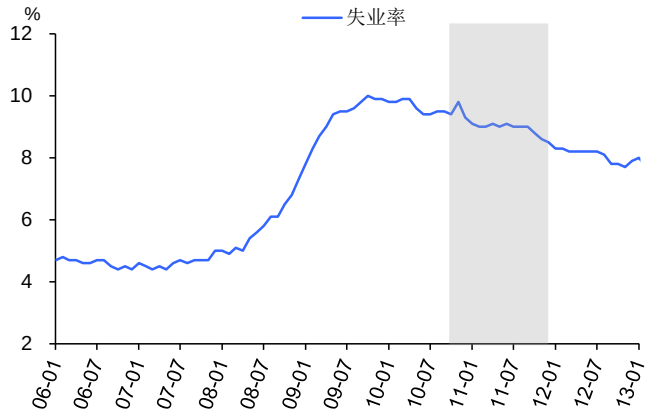
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：2011 年初开始 10Y 美债收益率迅速回升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

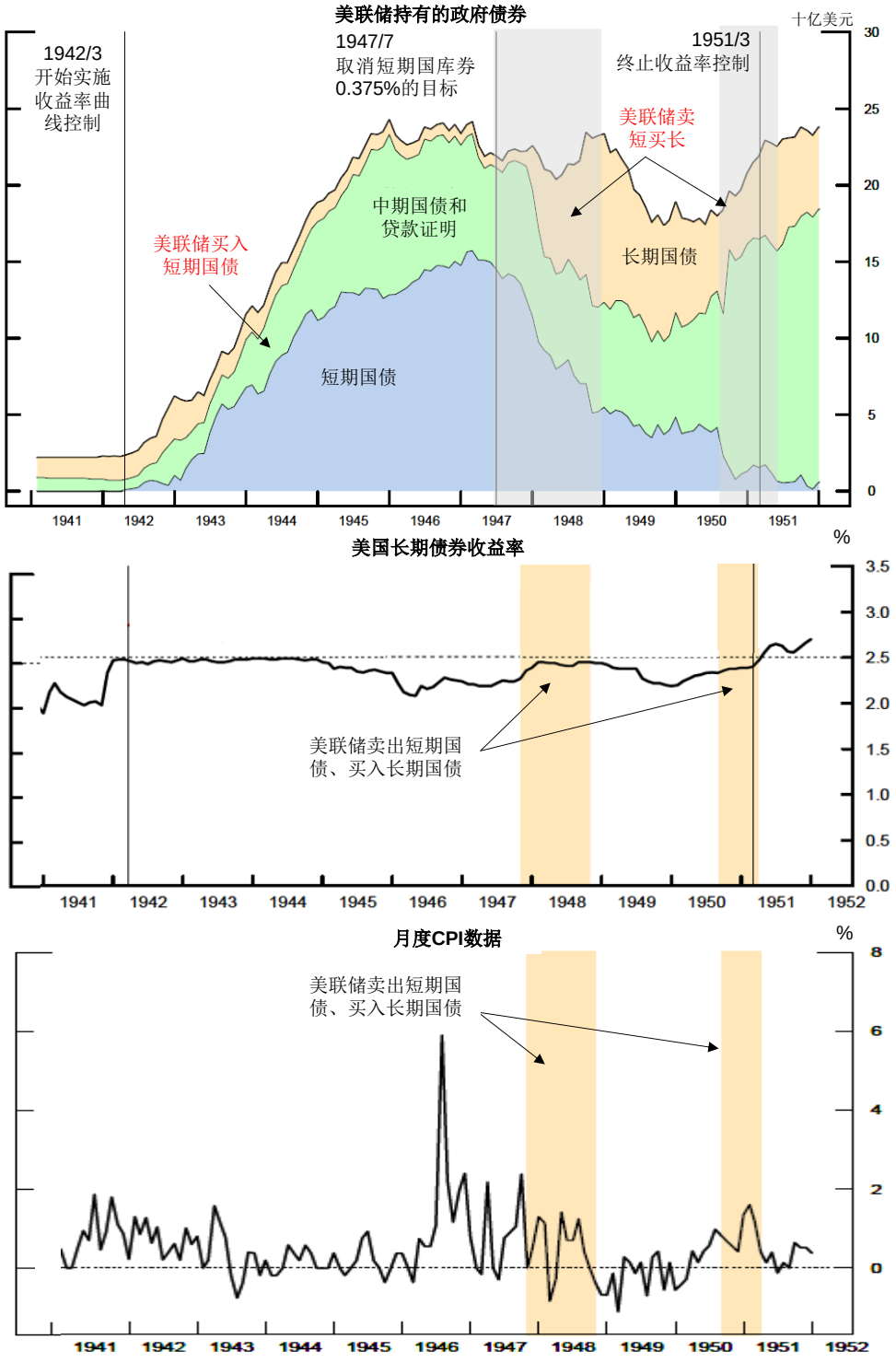
图 4：然而失业率仍高出金融危机前水平近 5%



数据来源：FRED，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

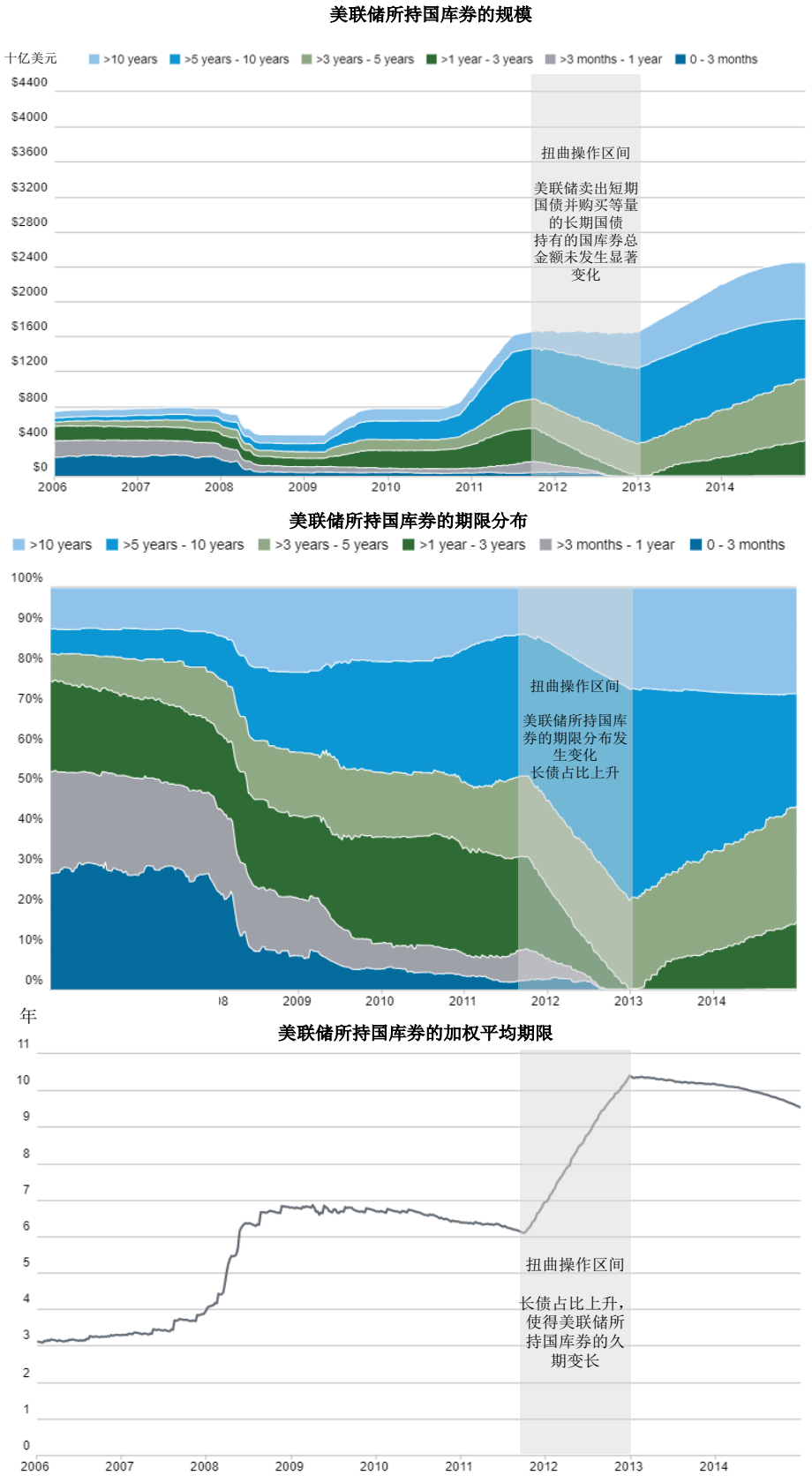
图 5：二战后美联储成功实施 YCC 压制了长期利率



数据来源：FRB，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：扭曲操作仅改变了美联储所持国库券的期限结构，对总规模影响不大



数据来源：纽约联储，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

