美联储资产负债表规模会回落吗

2020 年 10 月 16 日

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn
研究助理 冯涵若
021-60199780
fenghr@dwzq.com.cn

事件

■ **了解美联储的利率管理机制和在金融危机后保持巨大规模资产负债表背后的真正动因，有助于我们判断本次 COVID19 疫情后，资产负债表的规模会不会主动回落，对资本市场形成巨大冲击。**

观点

■ **了解美联储的货币政策机制：**美联储资产端主要包括公开市场操作账户、流动性工具与其他国家的货币互换。美联储的负债端包括通货、银行和其他存款机构在美联储的存款（准备金）、以及其他负债。**在 2008 年金融危机之前，美联储通过资产购买的方式，精准地向银行体系注入任意规模的准备金，从而调控短期利率。**由于银行持有的超额准备金不能滋生利息，所以规模很低。

■ **2008 年金融危机后，美联储未能缩表，因为货币政策的根本机制发生了变化：**首先，由于 2008 年金融危机的冲击，监管规定提高了银行的资本和流动性要求。**新的监管规则使得美联储需要为银行供应更大规模的准备金。**其次，银行自身持有超额准备金的意愿也有所提升，因为经济下行，放贷的风险明显上升。**可以认为，在金融危机中，银行持有超额准备金的意愿上升，阻碍了贷款的扩张，使货币乘数下降，因此美联储不能选择缩减资产负债表减少基础货币，只能通过继续购买资产提升基础货币来抵消影响。**危机平息后，对超额准备金支付利息的新货币政策机制导致银行倾向于持有超额准备金。**如果缩表速度过快，准备金规模下降的速度超出银行能够承受的水平，则会出现流动性紧缺的局面，可谓是扩表容易缩表难。**

■ **目前尚且无需担心美联储投放的资金快速退出市场的影响：**我们认为，能否缩表很大程度上取决于美联储对于银行准备金需求和市场流动性的判断。目前来看，**资产负债表不会快速回落致使市场出现剧烈波动，因为银行准备金依然较为紧张，且自 2013 年 taper tantrum 后，美联储对于释放缩表信号应会极其谨慎。**

1）资产端：流动性工具不会对资产负债表的规模产生决定性影响。由于疫情期间的流动性危机很快得到解决，传统流动性工具最大规模于 5 月触及 5000 亿美元后已经基本完全回落，顶峰时期的规模也只有 2008 年次贷危机时期的三分之一。疫情中新设立的工具依然运转，但规模不高。

2）负债端：5 月以来银行惜贷意愿有所下降，但目前持有超额准备金的需求预计仍然较强。如果其他因素不变，银行的最低准备金需求回到疫情前的 1.5 万亿美元左右，则美联储还有一定出售资产的空间，资产负债表可能会回落到疫情扩表前水平，然后继续通过短期回购调控基础货币水平。然而，预计准备金规模不会快速回落至疫情前水平。目前的银行准备金是否充裕，可以通过 EFFR 与 IOER 的利差判断。目前 EFFR 仍然低于 IOER，但两者利差只有-1bp，说明系统中的准备金并不过剩，甚至还有些紧缺。

■ **从 Taper Tantrum 看美联储缩表对大类资产的潜在影响：**受美联储缩表预期影响，资本市场剧烈下跌的 2013 年 5-6 月期间，受到负面冲击最大的资产是黄金（下跌 15%），和新兴市场股指（MSCI EM 下跌 9%）。发达市场股指和大宗商品指数受到的影响相对较小。

■ **风险提示：**6-9 月一级交易商对 EFFR-IOER 的普遍预期为-5bp，可能表示希望美联储继续扩表，拓宽 EFFR-IOER 利差。受到未知疫情影响，美联储资产负债表规模可能长期保持高水平。美联储采用利率曲线管理，缩表速度加快。Taper Tantrum 期间中国市场跌幅较大包含了国内去杠杆、银行资金违约事件等因素。

相关研究

1、《策略专题：A 股十倍股群像——十倍股系列（1）》2020-10-14
2、《策略点评——振幅扩宽，短期积极》2020-10-12
3、《策略点评——复盘：外汇风险准备金率调整下的股市表现》2020-10-12
4、《策略周聚焦——靴子难落地》2020-10-08
5、《市场仍将维持弱势震荡格局：市场仍将维持弱势震荡格局》2020-09-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 金融危机前，美联储通过银行准备金调控 EFFR..... 4
2. 金融危机后，为什么美联储资产负债表没有回落？..... 7
3. 疫情后，美联储资产负债表的规模是否会快速回落？.....11
4. 从 Taper Tantrum 看美联储缩表对大类资产的潜在影响..... 17
5. 风险提示..... 19

图表目录

图 1：美联储的资产端主要项目 5
图 2：美联储的负债端主要项目 5
图 3：美联储通过控制准备金供给(supply)调控短期利率和货币供应量 6
图 4：美联储通过逆回购操作降低存款准备金 7
图 5：2008 年金融危机后美联储资产久期大幅提升 8
图 6：流动性工具的规模于 2008 年顶峰时期达到 1.5 万亿美元 8
图 7：IOR 和 ON RRP 构成了美联储的地板利率系统 10
图 8：2008 年后对超额准备金支付利息的新货币政策机制导致银行倾向于持有超额准备金 . 10
图 9：金融危机后一段时期内 IOER 比 1 个月期美债的收益率更高 11
图 10：美联储总资产走势 12
图 11：9 月 17 日 EFFR 出现异动，超过了当时 2.25%的联邦目标利率上限..... 12
图 12：准备金的规模不足时，EFFR-IOER 利差上行 13
图 13：EFFR-IOER 利差倒挂时，美联储介入回购市场 13
图 14：2020 年流动性工具规模顶峰时期的规模也只有 2008 年次贷危机时期的三分之一 14
图 15：疫情中新设立的 PPPL 和 PMCCF&SMCCF 仍然维持在较高水平 14
图 16：对扩表贡献最大的是美联储的资产购买（国债和 MBS） 15
图 17：银行贷款占总资产的比例和持有的准备金余额自 2008 年以来一直保持着负向关系 .. 16
图 18：目前来看，EFFR 仍然低于 IOER，但两者利差只有-1bp 17
图 19：6-9 月一级交易商对 EFFR-IOER 的普遍预期为-5bp 17
图 20：受到负面冲击最大的资产是黄金和新兴市场股指 18
图 21：taper tantrum 时期公司债收益指数涨跌幅 18
图 22：各类资产回报（5 月 1 日-6 月 30 日） 18

美联储的资产负债表在 2008 年金融危机后扩张了 3.5 万亿美元，在 2014-2015 年的扩表顶峰时期，资产负债表规模大约为 4.5 万亿美元，相当于美国 GDP 的 25%，而在金融危机之前，资产负债表规模不足 1 万亿美元，只相当于 GDP 的 6%。讨论为什么 2008 年金融危机后美联储的资产负债表规模没有回落，不能仅仅满足于片面地指出在此后的数年里美国经济尚未恢复，需要维持资产购买为系统注入流动性。实际上，在次贷危机的前后，美联储的货币政策机制发生了极大的变化，IOER、ON RRP 地板利率管理系统，以及 TAF、CPFF 等字母汤流动性工具都是危机中诞生的产物。**了解美联储的利率管理机制和在金融危机后保持巨大规模资产负债表背后的真正动因，有助于我们判断本次 COVID19 疫情后，资产负债表的规模会不会回落。**

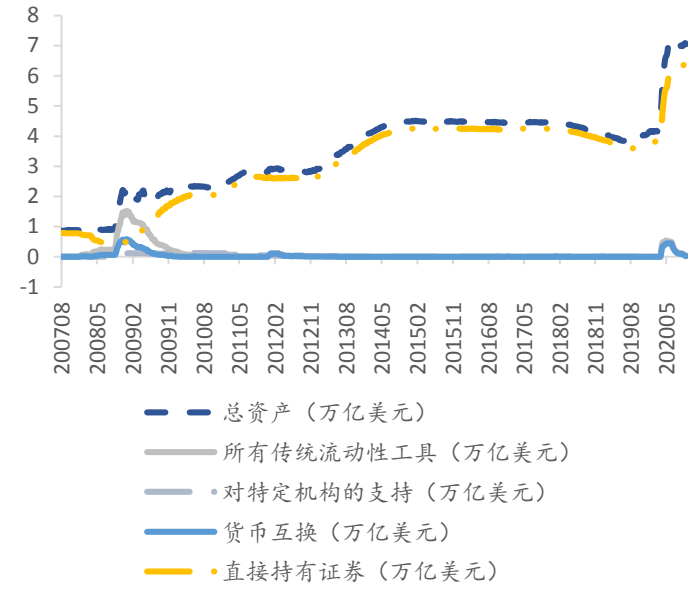
1. 金融危机前，美联储通过银行准备金调控 EFFR

美联储的资产负债表是怎样构成的？

构成美联储资产端主要项目包括**公开市场操作账户 SOMA（包括 treasury securities、MBS 等）、流动性工具（liquidity facilities，包括贴现窗口以及各种令人头痛的字母汤工具）、与其他国家的货币互换（swap lines）**以及一些规模较小的其他资产，例如外汇计价的海外资产和黄金证。最为关键的资产项是公开市场操作账户。公开市场操作就是指美联储通过直接购买（也就是 QE）或者隔夜回购协议从公开市场购买或借入证券，由纽约联储的交易部门执行。在金融危机前的 2007 年，美联储超过 90%的资产都是其持有的债券组合。除了公开市场操作，流动性工具也很值得关注，因为在每次危机中，它们都会起到至关重要的作用。

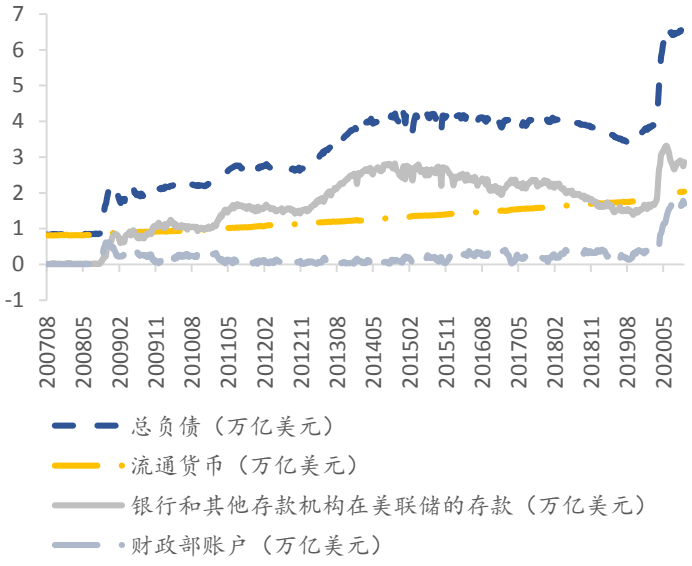
美联储的负债显得更为简明扼要，主要分为三类。**首先是通货，也就是美联储发行的纸币。**在金融危机前，这是美联储最大的负债项。然后是**银行和其他存款机构在美联储的存款。**这是美联储影响经济活动的重要工具，也是本篇文章将要讨论的重点。除此之外，还有其他负债，包括国债账户（财政部在美联储的存款）以及其他美联储负债。**但是最主要的两项还是流通中的货币和银行在美联储的存款。**

图 1：美联储的资产端主要项目



数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

图 2：美联储的负债端主要项目



数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

美联储负债端的机构存款与美联储从金融机构购买资产的规模是同升同降的。原因是，美联储购买资产的时候并不会真的给对手方付钱（并不会“印刷钞票”），而是以数字化的形式在对手方持有的美联储账户里增加一笔存款，这就变成了美联储的负债，它与购买资产的规模同步变化。**这些放在美联储的存款属于基础货币的一部分，但并不是流通现金。如果把银行的这些存款加上它们持有的现金，就是我们常说的银行准备金。银行准备金再加上公众持有的现金，就是基础货币的概念。**

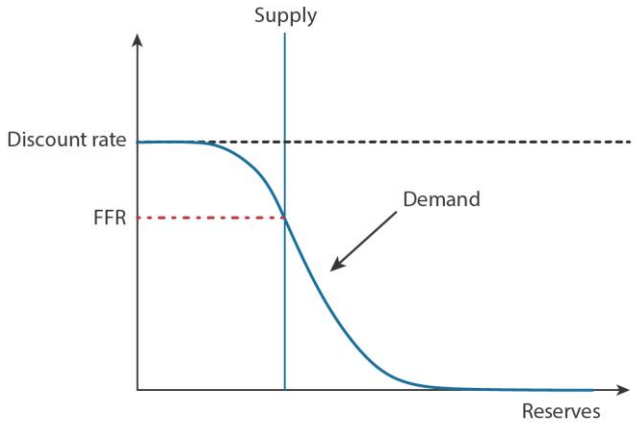
像所有央行一样，美联储对存款准备金率有一定要求，存款机构的准备金不得低于其支票账户余额的某个百分比。而超过这一比例的准备金即是超额准备金。**2008 年之前，美联储对准备金是不付利息的，所以银行通常不愿意持有大量的超额准备金。**因为银行可以把这部分超额准备金拿去放贷，或者购买国债，这些行为可以提供利息收入。由于准备金无法产生利息，银行倾向于只持有比满足准备金要求所需的多一点点的准备金。当银行需要额外的准备金时，它们会在联邦基金市场上借入准备金；如果银行有超额准备金，它们可以在联邦基金市场上借出准备金，利率为联邦基金利率（EFFR）。当交易日结束时，如果银行因为某种情况导致准备金不能达到美联储的要求，也可以直接从美联储的贴现窗口借入准备金，利率为美联储的贴现率（discount rate）。一般来讲，从贴现窗口的借款是不能用来获利的。

如图所示，向下倾斜的需求曲线代表银行对准备金的需求。曲线的顶部是美联储的贴现率，因为银行不太可能以高于其在美联储的贴现率窗口所能获得的利率借入资金。需求曲线向下倾斜，表明随着借贷成本降低，银行愿意借入更多准备金。再来看准备金

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的供给曲线，**供给曲线是垂直的，因为只有美联储可以通过资产购买来提供准备金（美联储的负债），单个银行可以通过出借准备金或购买其他资产来减少自己的准备金，但不能改变银行系统准备金的总水平，所以供给曲线是完全刚性的。供给和需求两条线的交点决定了联邦基金利率 (EFFR)，EFFR 是银行在联邦基金市场上拆借或借出准备金时互相收取的利率，也是美联储的政策利率。**

图 3：美联储通过控制准备金供给(supply)调控短期利率和货币供应量

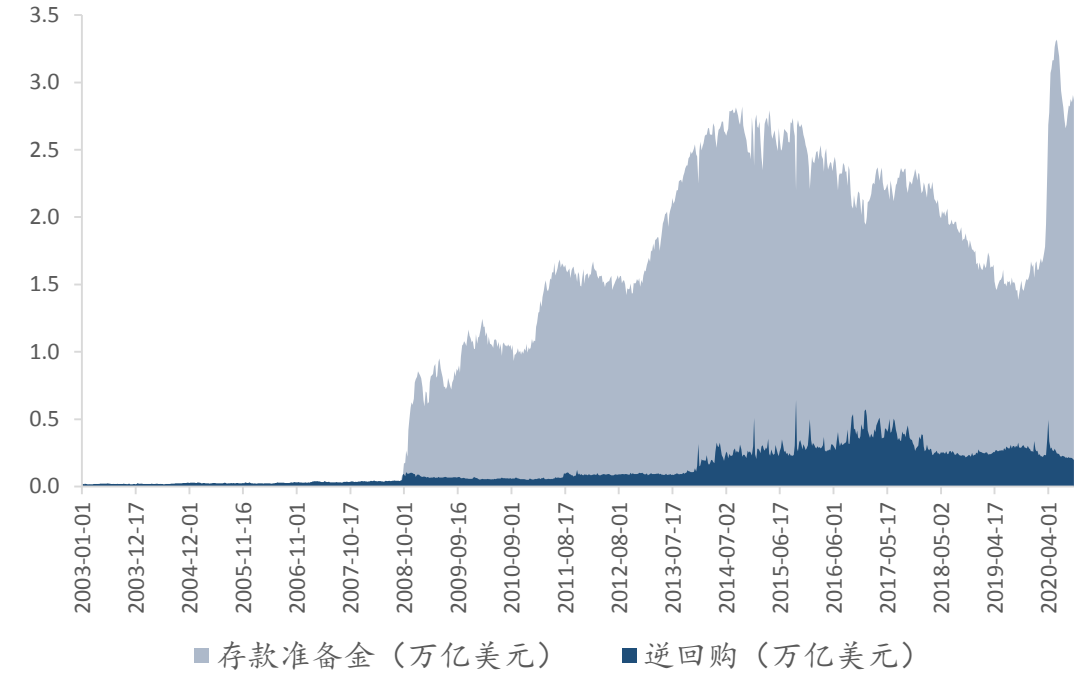


数据来源：Wolla，2019，东吴证券研究所

只要画出供需曲线，就能清楚地看到美联储是如何通过控制准备金调控短期利率和货币供应量。简单来说，**在 2008 年金融危机之前，美联储可以通过资产购买的方式，精准地向银行体系注入任意规模的准备金。**从准备金整体水平的层面，注入准备金时，供给需求右移，EFFR 下降，美联储负债增加。美联储出售资产时，准备金被从系统中吸收，EFFR 上升，美联储负债减少。从银行层面，如果银行持有的准备金超过了美联储的要求和它们自身的意愿，就会选择增加贷款或者去购买国债，从而增加货币供应量，降低短期利率水平（但这些行为不会改变准备金的整体规模）。

所以，**美联储就是通过控制准备金的整体供给来实现自己的政策目标：调控短期利率，同时调整基础货币的规模。**上文中我们提到，银行准备金再加上公众持有的现金，就是基础货币。虽然美联储无法决定公众持有的现金规模，但是通过控制准备金，就可以在必要的时候调控基础货币的规模。基础货币在每个交易日都会出现波动，比如财政部如果需要从其在美联储的账户中支付款项给存款机构，美联储就会负责减少财政部在美联储的存款，同时相应增加银行准备金，这一操作会增加基础货币的规模。为了防止基础货币大幅波动，美联储会出售相应规模的资产，降低银行系统准备金，抵消基础货币的增长。这种对冲的操作被称为美联储的防御性目标。同时，**美联储还有动态性目标，也就是通过调控基础货币来主动调整联邦基金利率，实现我们所说的加息/降息。**

图 4：美联储通过逆回购操作降低存款准备金



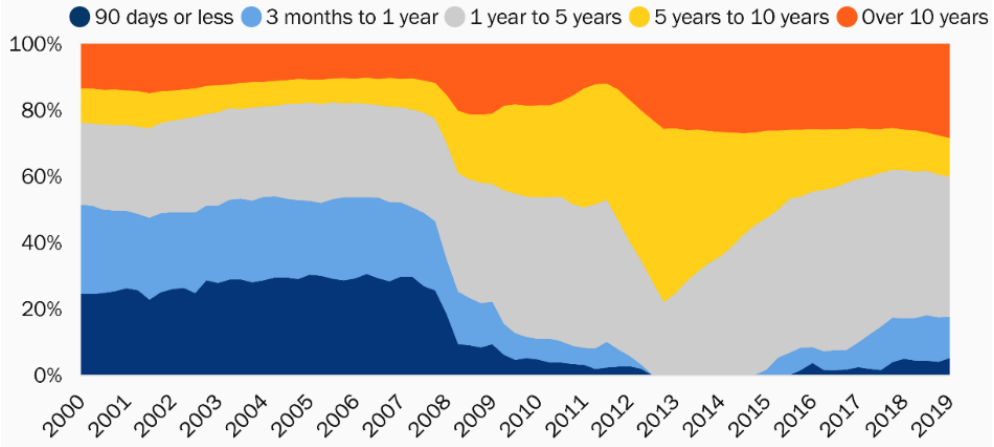
数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

2. 金融危机后，为什么美联储资产负债表没有回落？

2007 年末-2009 年初，为了应对次贷危机，美联储大规模提升了资产的购买量，为压低长端利率，国债和 MBS 的持有数量翻了一倍，持有 1 年期以上证券的比例从危机前的 50%提升到了 80%以上，并同时采取了一系列创新措施为市场注入短期流动性。**所有流动性工具的规模从 2007 年的不到 10 亿美元提升到 2008 年顶峰时期的 1.5 万亿美元。**我们已经知道，美联储的证券购买量是市场中准备金最重要的影响因素。大规模的资产购买不仅扩张了美联储的资产，也给负债端留存下了天量的准备金，**2007 年末，系统中的准备金不到 500 亿美元，截至 2010 年飙升至 1.2 万亿美元以上。**

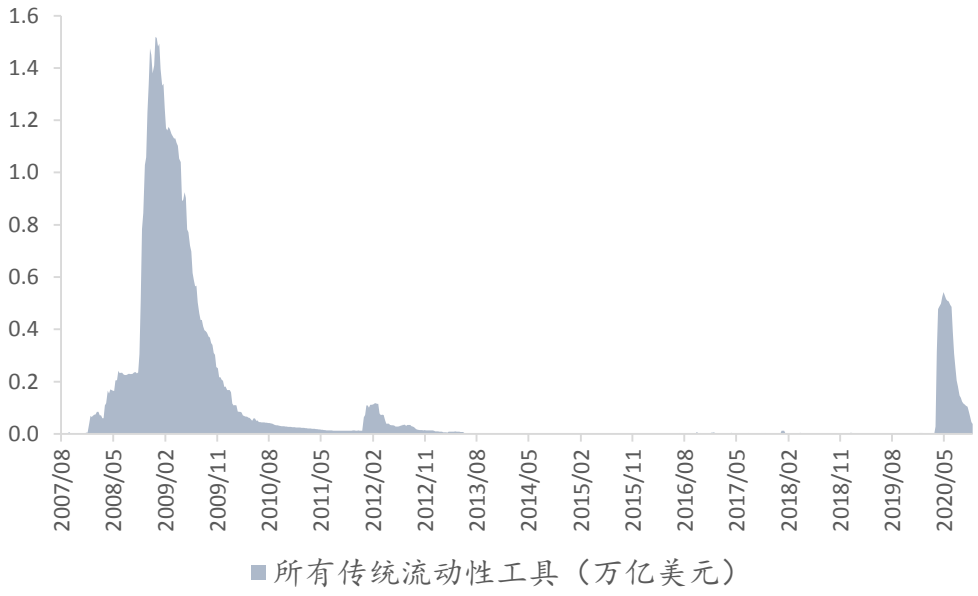
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：2008 年金融危机后美联储资产久期大幅提升



数据来源：Federal Reserve H.4.1 via Haver Analytics，东吴证券研究所

图 6：流动性工具的规模于 2008 年顶峰时期达到 1.5 万亿美元



数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

而这负债端的大量的准备金正是美联储在危机后依然保持了资产负债表规模的重要原因。首先，由于金融危机的冲击，《多德-弗兰克法案》等监管规定提高了银行的资本和流动性要求。**2008 年后，银行被要求保持更大规模的现金缓冲，以避免再次发生重大的流动性危机。由于存放在美联储的准备金是银行的主要现金来源，新的监管规则使得美联储需要为银行供应更大规模的准备金，供给曲线整体大幅右移。其次，银行自身持有超额准备金的意愿也有所提升，因为经济下行，放贷的风险明显上升。**即使持有美国国债对银行来说也十分安全，但是一些技术原因使得银行更偏好持有准备金，例如

请务必阅读正文之后的免责声明部分

压力测试的极端情况假设会把国债也折价计入流动性资产。

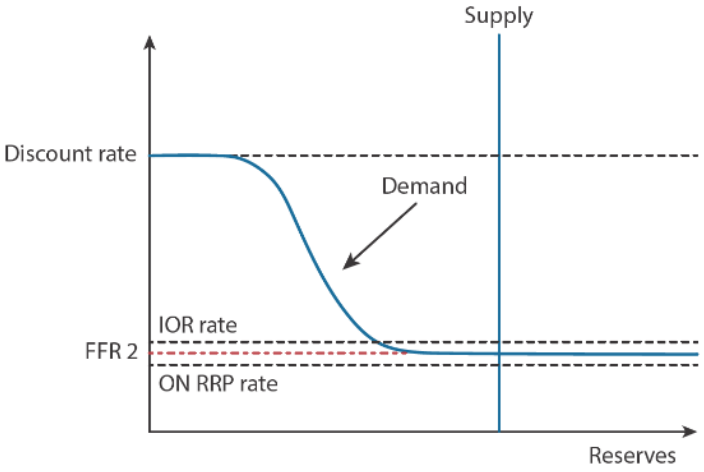
可以认为，在金融危机中，银行持有超额准备金的意愿上升，阻碍了贷款的扩张，使货币乘数下降，因此美联储不能选择缩减资产负债表减少基础货币，只能通过继续购买资产提升基础货币来抵消影响。

美联储的一些创新流动性工具也正是在此种情形下出现的——在由于银行倾向于持有大量超额准备金，担心借款机构的风险状况，银行间市场运转失灵，很多银行无法拆借到短期资金，同时由于银行担心从贴现窗口借款会产生负面信息，传统的渠道已经无法解决流动性危机。2007 年 12 月，美联储创立了定期拍卖工具（TAF）,使银行可以通过拍卖程序从美联储获得贷款，同时设立了商业票据融资工具（CPFF）、一级交易商信用工具（PDCF）等等，为短期流动性救急。这些字母汤工具，在 2010 年初就基本全部终止运行，它们并不是导致美联储资产负债表保持庞大规模的原因。

既然 2008 年金融危机时美联储供应大量的准备金是为了扩大基础货币，那么为什么即使 2010 年后美国经济好转、流动性危机消失，美联储依然没有缩表？这是因为，金融危机后，美联储的货币政策机制发生了变化。

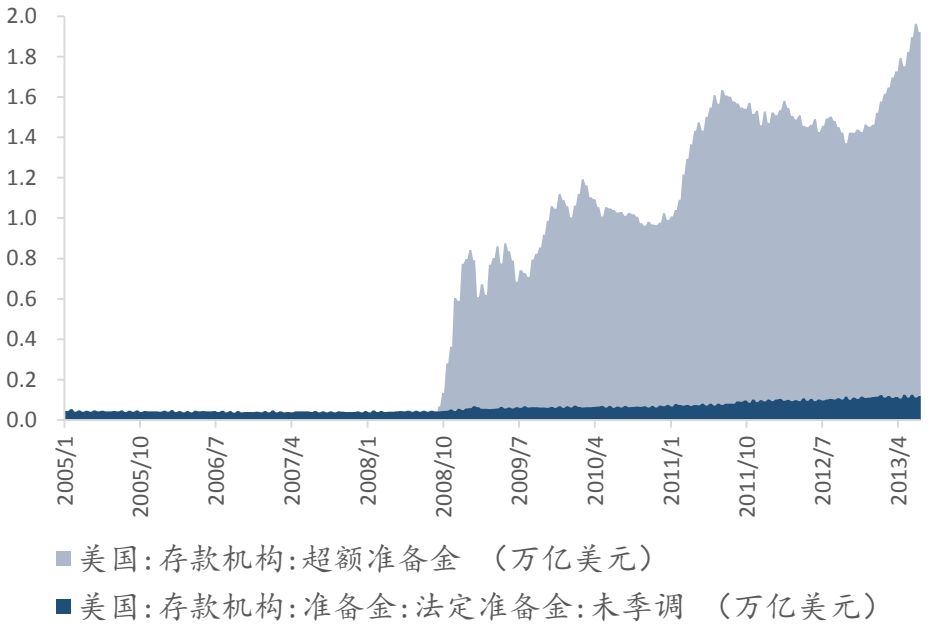
由于危机中美联储大量购买资产，存款准备金供给曲线大幅右移，在危机基本控制后，供给显得过于充裕，与几乎水平的需求曲线交叉的位置基本处于 0%利率。这说明银行不太可能在准备金特别充裕的条件下在联邦基金市场以高于 0%的利率借入准备金。此时，美联储已经很难通过调整准备金的供给来控制 EFFR，因为供给曲线的轻微左右移动已经无法改变 EFFR。**此时，美联储引入了 IOER，也就是超额准备金利率，意味着给 EFFR 设置了一个不易被突破的理论下限。**由于美联储的信用风险低于任何机构，那么银行就不会愿意以 IOER 以下的利率水平融出自己的准备金，而是会选择把钱存在联储的账户。在实际市场中，EFFR 通常会低于 IOER，因为并非所有同业市场上的主要机构都在可以在美联储开立账户。比如政府支持机构 (Government Sponsored Enterprise) 和一些货币市场基金。所以有美联储账户的银行可以从没有美联储账户的机构中以较低的 EFFR 利率获得资金，并存入美联储中套利，使得 IOER 成为了实际中的上限，所以 2014 年美联储又引入了隔夜回购利率（ON RRP）作为 EFFR 真正的地板。无论如何，**对超额准备金支付利息的新货币政策机制导致银行倾向于持有超额准备金，而不是像金融危机前一样，只持有比满足准备金要求所需的多一点的准备金。**并且，和持有债券相比，IOER 比 1 个月期美债的收益率更高，所以持有超额准备金不会让银行出现收入损失，这也解释了为何银行在金融危机中更倾向于持有准备金。

图 7：IOR 和 ON RRP 构成了美联储的地板利率系统



数据来源：Wolla，2019，东吴证券研究所

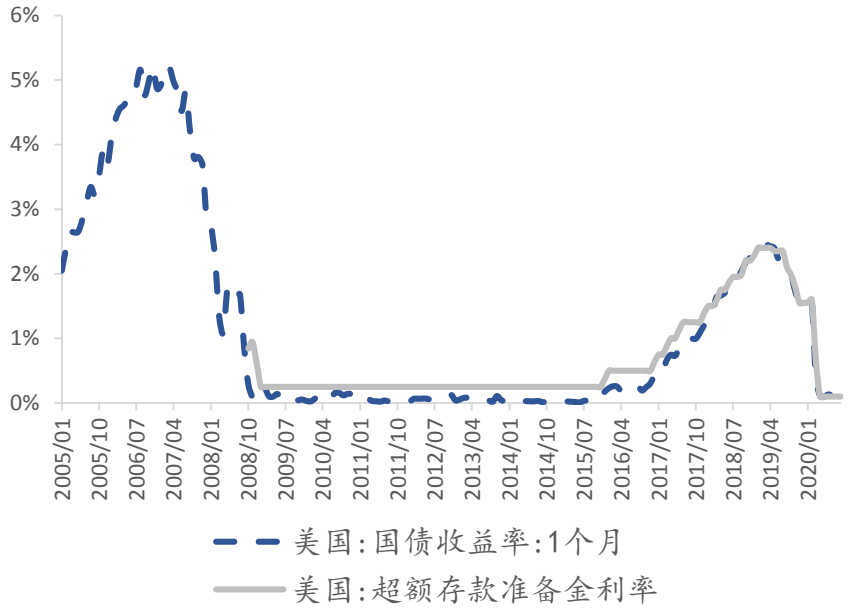
图 8：2008 年后对超额准备金支付利息的新货币政策机制导致银行倾向于持有超额准备金



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：金融危机后一段时期内 IOER 比 1 个月期美债的收益率更高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

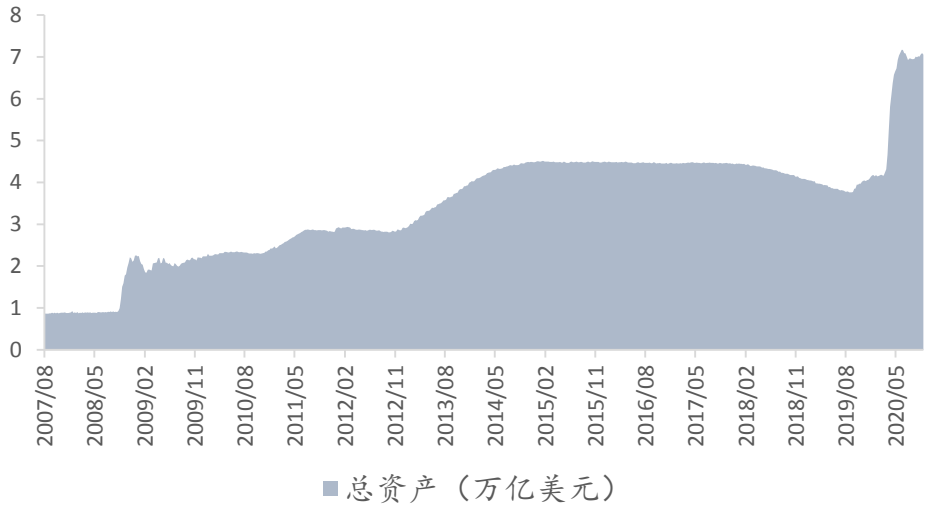
美联储资产负债表规模没有回落，主要是因为负债端留存了大量准备金。这并不意味着美联储在踩刹车或踩油门来影响经济。只是因为金融危机后，美联储影响利率方式发生了改变。美联储去年 3 月对一级交易商的调查显示，即使是在 COVID19 疫情之前，银行系统至少需要维持 1.2 万亿美元的准备金水平。而在金融危机之前，准备金规模从未超过 460 亿美元。

3. 疫情后，美联储资产负债表的规模是否会快速回落？

由于货币政策机制进入了新的体系，需要保持充裕的准备金，缩表的幅度更加难以把握，因此 2015 年后，即使加息 4 次，美联储也没有进行缩表。**如果缩表速度过快，准备金规模下降的速度超出银行能够承受的水平，则会出现流动性紧缺的局面，可谓是扩表容易缩表难。**然而，2017 年后，美元持续走弱，美联储认为需要通过缩表减少市场上的美元数量，同时，市场普遍认为美联储持有大量 MBS 扭曲了市场，而适当主动缩表也可以为未来可能金融危机保留更多的政策空间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

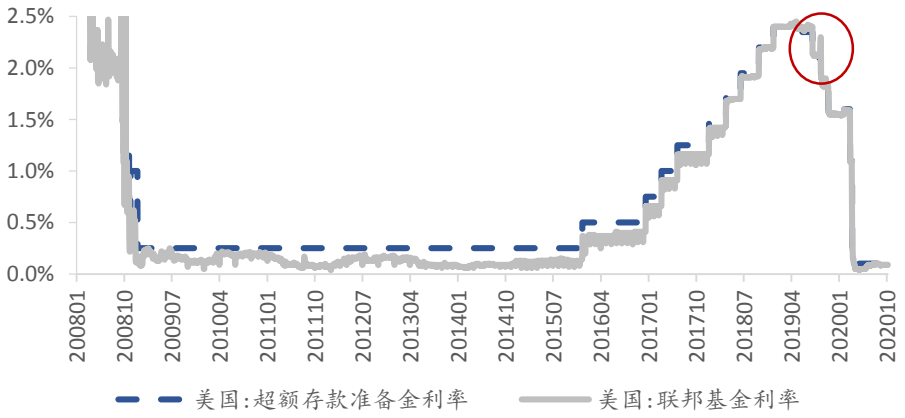
图 10：美联储总资产走势



数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

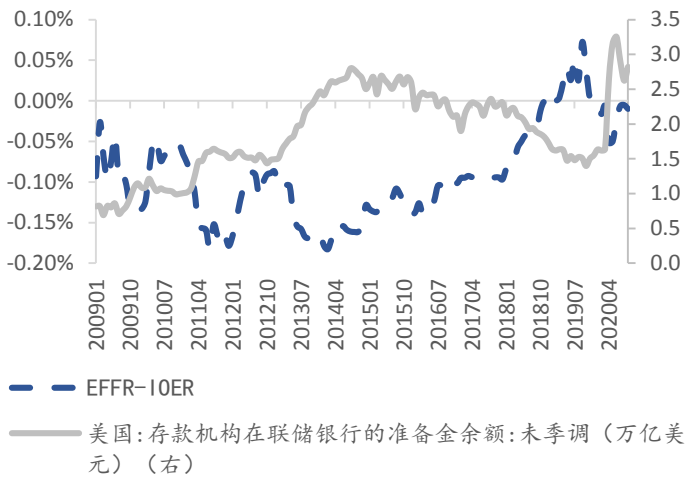
然而 2017 年三季度，美联储开始主动缩表，银行间拆借利率上行，导致 IOER 与 EFFR 的利差不断缩小，随着银行超额准备金减少，银行只有在市场利率高于 IOER 的时候才愿意借出资金，从而使 IOER 从 2019 年 3 月开始被逐步压至 EFFR 下方。2018 年 10 月开始，EFFR 数次触及或超过 IOER，逼近目标利率上限，意识到这个问题的美联储曾试图用在加息时将 IOER 提升幅度缩减至每次 20bp(小于 25bp 的目标利率区间) 来控制 EFFR 上浮的程度，但是最终仍然出现了问题。**9 月 17 日 EFFR 出现异动，升至 2.3%，超过了当时 2.25%的联邦目标利率上限，造成市场流动性严重不足，导致美联储不得不介入回购市场。**

图 11：9 月 17 日 EFFR 出现异动，超过了当时 2.25%的联邦目标利率上限



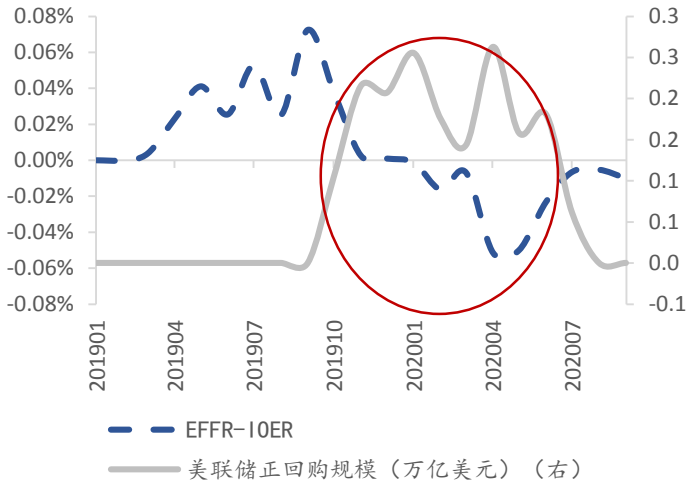
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：准备金的规模不足时，EFFR-IOER 利差上行



数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

图 13：EFFR-IOER 利差倒挂时，美联储介入回购市场



数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

因此，能否缩表很大程度上取决于美联储对于银行准备金需求和市场流动性的判断。但这非常难以把握，一般情况下美联储会就存款准备金的规模需求向一级交易商和大型银行进行调查，但是可能也会存在误判。比如美联储于 2018 年 9 月、2019 年 2 月和 2019 年 8 月对 80 家大型银行的高级管理人员的调查显示，银行对最低准备金的要求不超过 1 万亿美元，但 2019 年 9 月准备金规模仅降至 1.4 万亿美元以下，就已经出现钱荒。

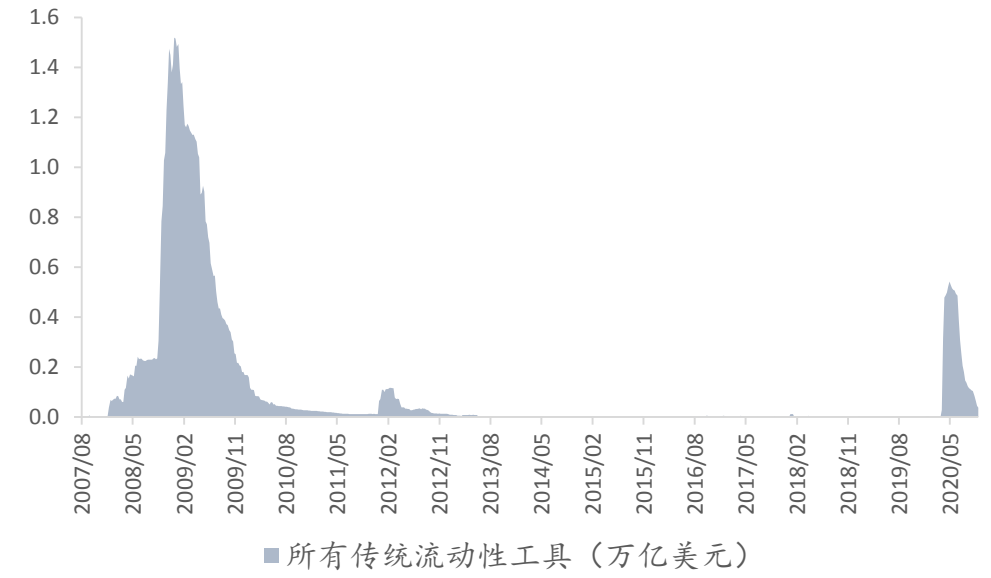
我们认为，分析疫情后美联储的资产负债表会不会大幅回落，主要需要把握 3 点：

1）资产端：流动性工具的走势或许很复杂，但不会对资产负债表的规模产生决定性影响。

3 月以来，美联储再次祭出字母汤流动性工具，为市场注入短期流动性，大部分流动性工具将于 2020 年 12 月 31 日到期。由于疫情期间的流动性危机很快得到解决，PDCF、MMLF 等传统流动性工具最大规模于 5 月触及 5000 亿美元后已经基本完全回落，顶峰时期的规模也只有 2008 年次贷危机时期的三分之一。虽然疫情中新设立的 PPPL 和 PMCCF&SMCCF 仍然维持在较高水平，但规模远不及其他流动性工具。对扩表贡献最大的是资产购买（国债和 MBS），扩张规模在 2 万亿美元以上，扩张节奏快于次贷危机期间，而资产购买的速度目前已经放缓。**资产持有量是否可以开始主动缩减，很大程度上取决于刚才提到的负债端准备金需求情况。**

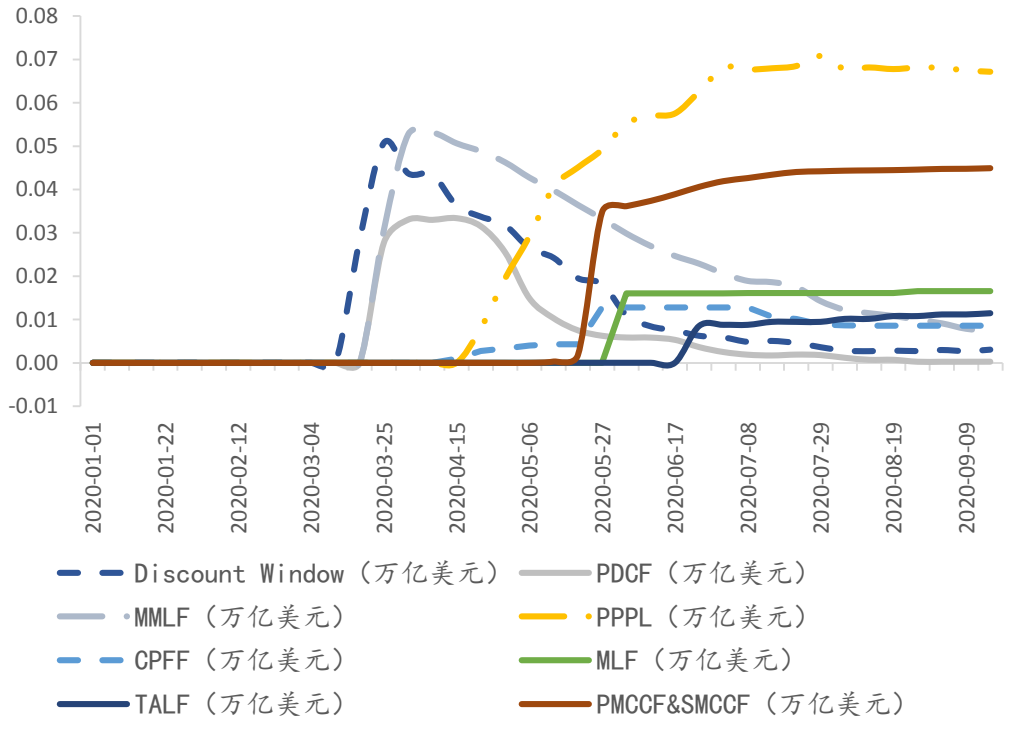
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 14：2020 年流动性工具规模顶峰时期的规模也只有 2008 年次贷危机时期的三分之一



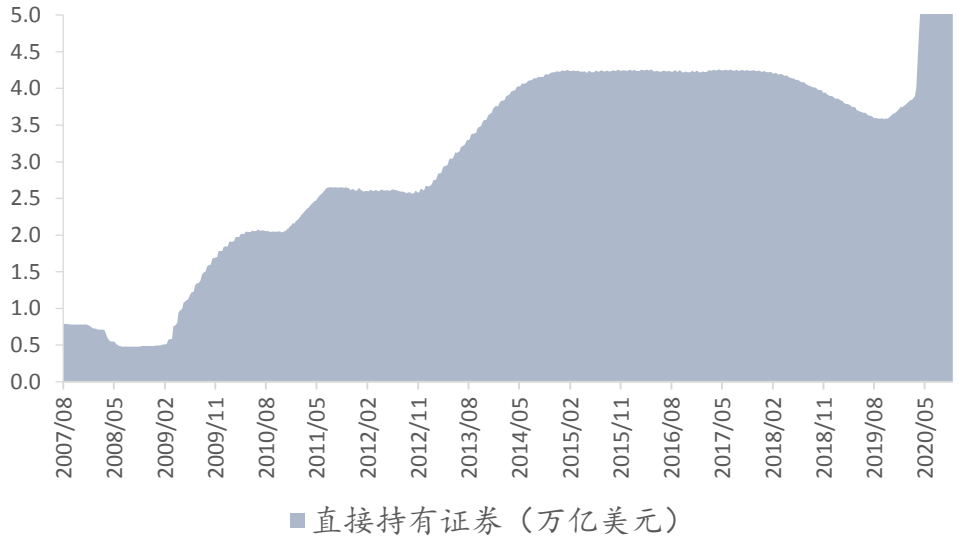
数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

图 15：疫情中新设立的 PPPL 和 PMCCF&SMCCF 仍然维持在较高水平



数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

图 16：对扩表贡献最大的是美联储的资产购买（国债和 MBS）



数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

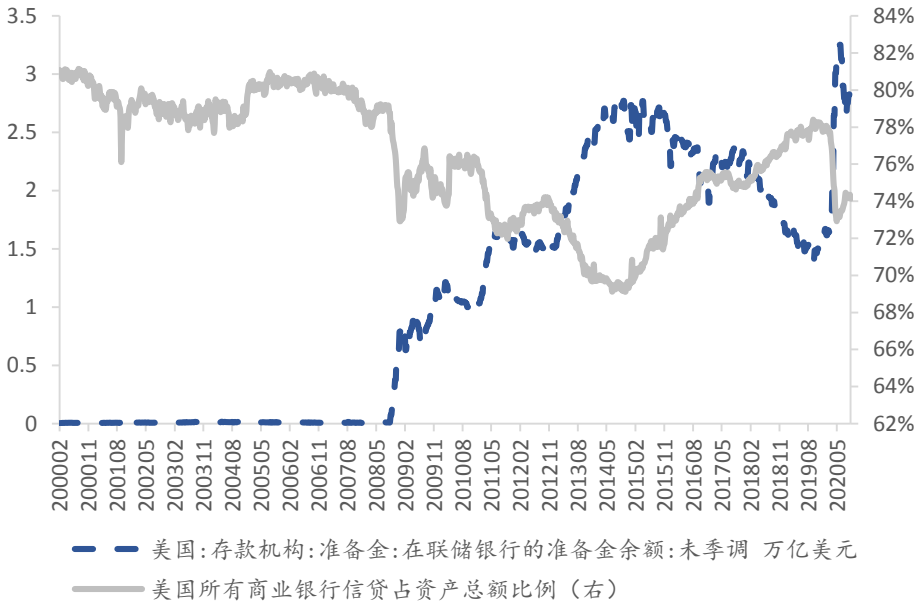
2）负债端：银行惜贷意愿有所下降，但目前持有超额准备金的需求预计仍然较强。

上文中提到，2008 年后新的监管规则增加了银行体系对流动性的要求。并且，监管规则可能会导致银行惜贷，在美联储为超额准备金支付利息的情况下偏好持有最为安全的准备金。**推行 IOER 机制后，美联储对准备金付息的政策导致银行吸收了数万亿美元的超额准备金，商业银行贷款的绝对值与占银行资产的比例都出现了下降。**

虽然人们普遍认为贷款的减少应该与经济低迷有关，但金融危机后的情况并非如此。**美国 GDP 增速在 2010 年迅速反弹，并在此后的大部分时间里保持在正值，就业也大幅反弹，并在 2017 年全年保持在高位，市场的贷款需求走高，代表经济不确定性的 TED spread 也在 2020 年后回到低位，但银行贷款占总资产的比例仍然很低。这意味着，在后危机时期，经济活动并不是放贷的重要推动因素。**

只有两个因素与银行贷款的下降呈现了显著相关性：银行监管的加强和银行的超额准备金规模，而超额准备金的规模和银行贷款最为相关。我们不认为两者之间是因果关系，因为银行层面的信贷行为并不会影响准备金的总体规模。两者应同是由更为严格的银行监管导致（美联储需要为银行系统提供更大规模的准备金供应以满足现金缓冲要求，同时监管规则导致银行惜贷）。**但银行的贷款占总资产的比例可以比较准确地反映出银行持有的准备金余额，两者自 2008 年以来一直保持着显著的负向关系。2020 年 5 月后，银行贷款占总资产的比例开始有所回升，同时准备金规模开始下降，截至 9 月 28 日约为 2.7 万亿美元。如果其他因素不变，疫情后银行的最低准备金需求回到 1.5 万亿美元左右，则美联储还有一定出售资产的空间，资产负债表可能会回落到疫情扩表前水平，然后继续通过短期回购调控基础货币水平。**

图 17：银行贷款占总资产的比例和持有的准备金余额自 2008 年以来一直保持着负向关系



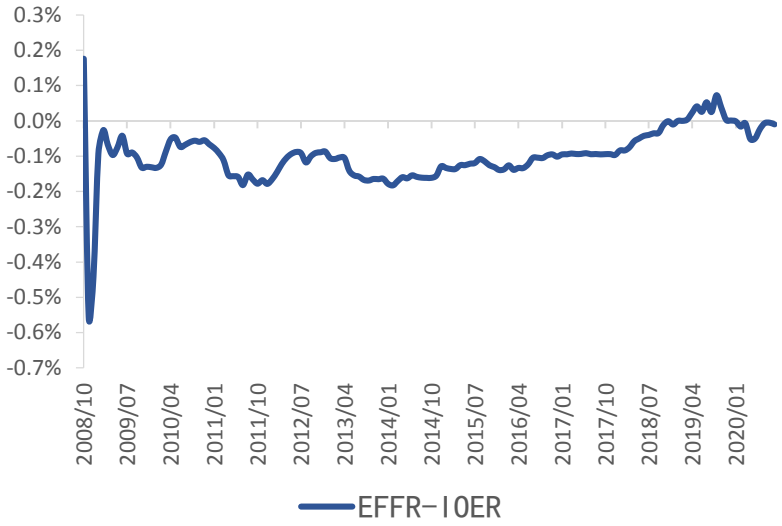
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3）负债端：EFFR 目前低于 IOER，但两者利差仍然较窄。

然而，预计准备金规模不会快速回落至疫情前水平。目前的银行准备金是否充裕，可以通过 EFFR 与 IOER 的利差判断。上文已经讲过，如果系统中准备金不足，将会表现为 EFFR 上升，与 IOER 的利差不断收窄，严重时两者可能倒挂。**目前来看，EFFR 仍然低于 IOER，但两者利差只有-1bp，说明系统中的准备金并不过剩，甚至还有些紧缺。**然而，美联储 6 月对 24 家一级交易商的调查显示，6-9 月一级交易商对 EFFR-IOER 的普遍预期为-5bp，说明存款机构对目前货币市场流动性的估计比实际情况更为宽松，认为利差应该更大，这可能意味着，准备金紧缺的情况正在逐渐好转，为未来美联储削减资产负债表带来可能性。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 18：目前来看，EFFR 仍然低于 IOER，但两者利差只有-1bp



数据来源：FRED，东吴证券研究所

图 19：6-9 月一级交易商对 EFFR-IOER 的普遍预期为-5bp

	EFFR minus IOER (in bps)		
	Jun. 9-10	Jul. 28-29	Sep. 15-16
25th Pctl	-5.0	-5.0	-5.0
Median	-5.0	-5.0	-5.0
75th Pctl	-5.0	-5.0	-5.0
# of Responses	24	24	24

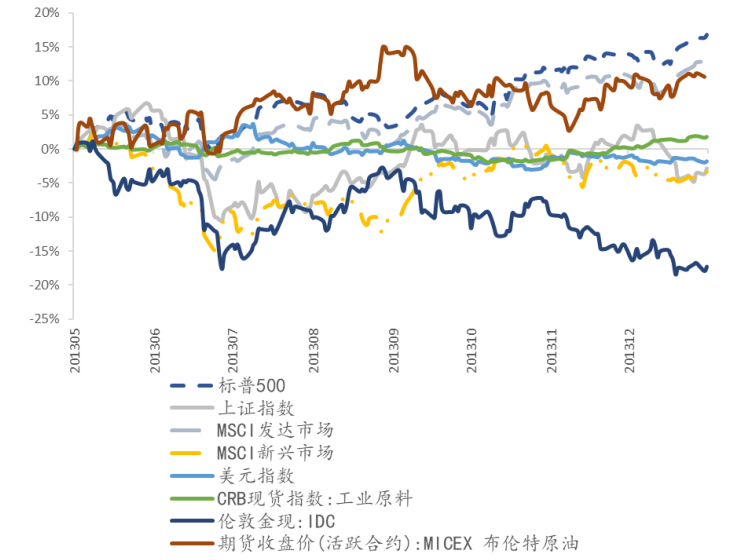
数据来源：Federal Reserve Bank of New York，东吴证券研究所

4. 从 Taper Tantrum 看美联储缩表对大类资产的潜在影响

如果美联储释放主动缩表信号或者开始正式缩表，那么受冲击最大的资产会是什么？我们参考了 2013 年 5 月-6 月“减码恐慌”taper tantrum 时期的大类资产表现经验。2013 年 5 月 22 日伯南克发言引发市场猜想美联储未来可能逐渐削减 QE，6 月 19 日发表讲话明确释放退出 QE 信号，一时间引发投资人对于美联储投放的巨量资金退出市场的恐慌。首先是债券开始遭到大量抛售，其他资产类别也难以幸免。资本市场剧烈下跌的 5-6 月期间，**受到负面冲击最大的资产是黄金（下跌 15%），和新兴市场股指（MSCI EM**

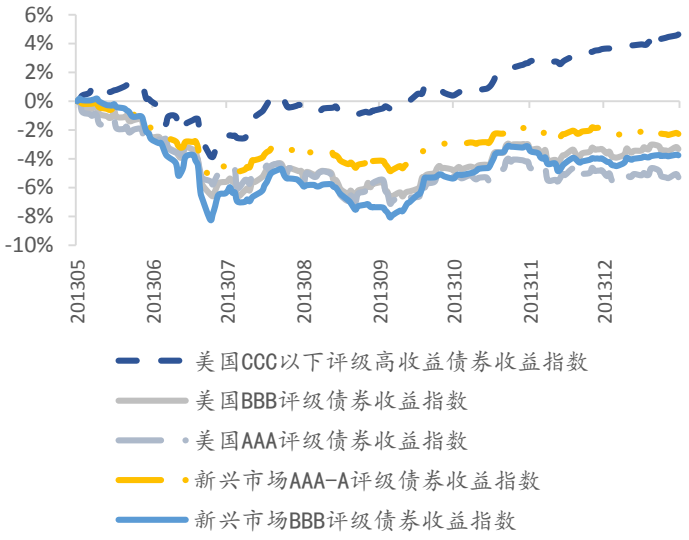
下跌 9%)，跌幅大于各个级别的美国公司债和美国国债。发达市场股指和大宗商品指数受到的影响相对较小。

图 20：受到负面冲击最大的资产是黄金和新兴市场股指



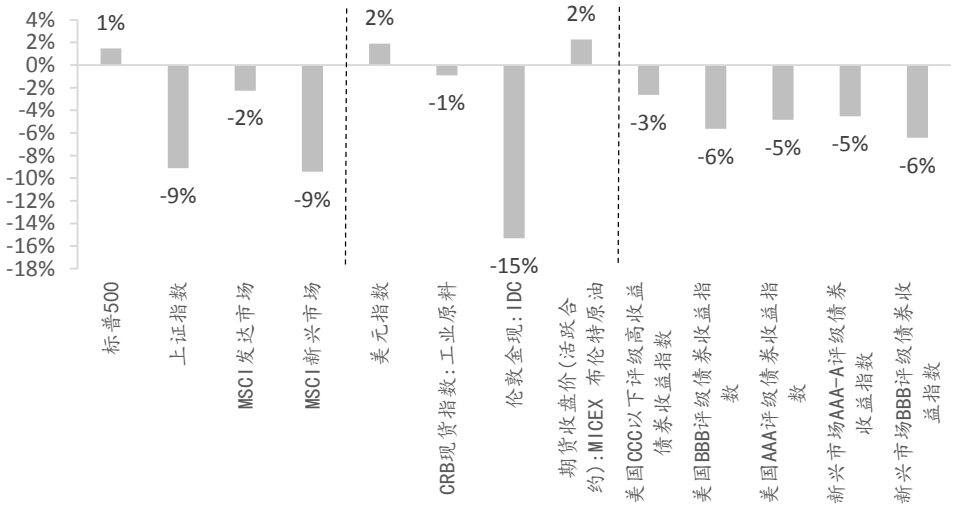
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：taper tantrum 时期公司债收益指数涨跌幅



数据来源： FRED，东吴证券研究所

图 22：各类资产回报（5 月 1 日-6 月 30 日）



数据来源：Wind，FRED，东吴证券研究所

自 taper tantrum 以后，不仅是美联储，其他大放水的央行在释放收紧信号方面也变得更为谨慎。未来，全球央行结束宽松政策的速度可能会更加缓慢。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 风险提示

6-9 月一级交易商对 EFFR-IOER 的普遍预期为-5bp，可能表示希望美联储继续扩表，拓宽 EFFR-IOER 利差。受到未知疫情影响，美联储资产负债表规模可能长期保持高水平。美联储采用利率曲线管理，缩表速度加快。Taper Tantrum 期间中国市场跌幅较大包含了国内去杠杆、银行资金违约事件等因素。

参考文献

Ng, Michael, and David Wessel. "The Fed's Bigger Balance Sheet in an Era of 'Ample Reserves.'" *Brookings*, 20 May 2019, www.brookings.edu/blog/up-front/2019/05/17/the-feds-bigger-balance-sheet-in-an-era-of-ample-reserves/.

Thomas, Lloyd Brewster. The Financial Crisis and Federal Reserve Policy. Palgrave Macmillan, 2013.

Wolla, Scott A. "A New Frontier: Monetary Policy with Ample Reserves." Economic Research - Federal Reserve Bank of St. Louis, May 2019, research.stlouisfed.org/publications/page1-econ/2019/05/03/a-new-frontier-monetary-policy-with-ample-reserves.

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

