

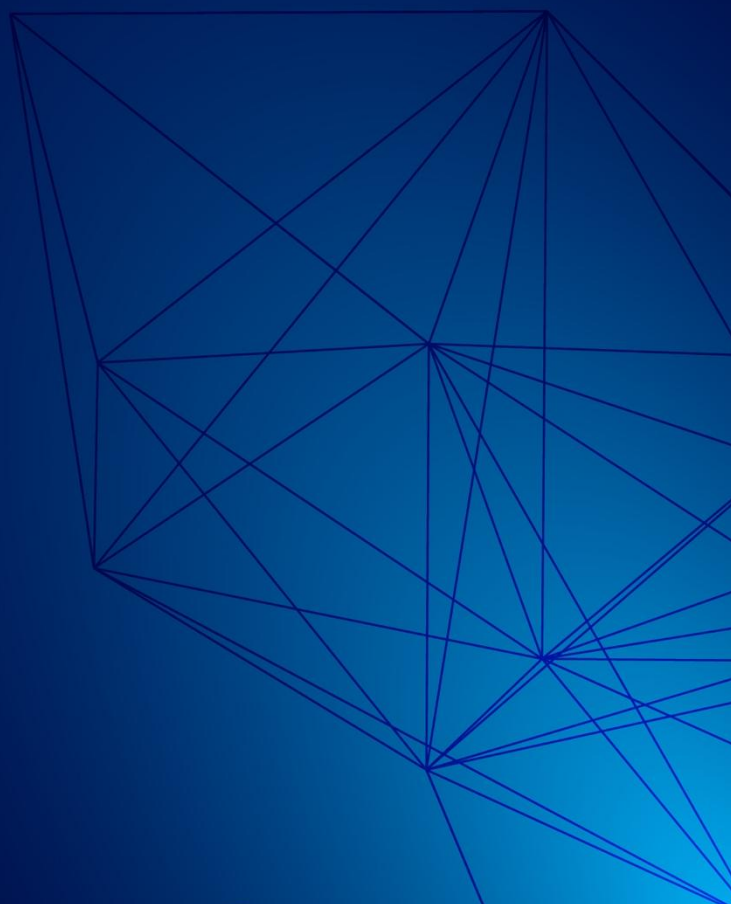


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2018年第6期 总第6期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行） 叶静 曹明明 鞠琳琳 方培豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于加强国内外著名高校、金融研究机构、以及知名金融学者之间的交流，构建开放的学术、政策交流平台，旨在提高中国金融理论与政策的研究水平，促进学术繁荣与发展，加强与政府决策部门的联系与合作，为政府决策提供参考意见，为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

金融危机后美联储货币利率管理工具的有效性和潜在隐患

主持：巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长，中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

嘉宾：郭胜北（华菁证券有限公司副总经理）

本次讲座主要聚焦以下几点，一是央行的货币信贷扩张体系与商业银行的本质区别，美联储的管理工具在拥有新功能的同时也带来一些潜在的隐患和未来的挑战；二是美联储政策发生重大变化时带来的市场特殊变化。

一、美联储的政策管理工具变化

大家都知道美联储的政策目标主要有充分就业、物价稳定和维持比较稳定的长期利率，其中最主要的是就业和物价，被认为是美联储的 dual mandate（双重目标）。2008 年金融危机后，美联储的管理工具从以前的数量型工具为主逐渐过渡到利率等价格型工具为主，核心是美联储的 Fed Funds Rate（美国联邦基金利率），金融危机之前 Fed Funds Rate 基本上是固定 25 个基点的起伏升降。传统货币经济学中，对存款有 reserve 的要求，假设准备金率是 10%，一块钱的基础货币

大约对应十块钱的货币供应量。而在金融危机之前，美国商业银行超额准备金的量实际上一直很小，比如在 2007 年前后，超额准备金约在 100 亿美元左右。美联储往往通过公开市场操作来影响超额准备金的数量，实际上是影响利率稳定，使利率在它规定的较窄的上下限空间内波动。

一个重要的变化是在 2008 年，美联储启动了 Interest on Excess Reserve (IOER, 超额准备金利率)，这项法律在 2006 年通过，其实当时的目标是有些其他的想法，但是这项法律通过后，就允许美联储对准备金付利息，2008 年美联储开始对法定和超额准备金都付息。金融危机时出现了强烈的信贷收缩和信用收缩，随后就伴随着巨量的 QE。当时超额准备金率定在 25 个基点，原因是因为当时已经接近零利率，所以 25 基点就等于是零之上的最低档数。从此以后到 2015 年底，美联储的 Fed Funds Rate 不再是整数而是一个区间，0 到 25 个基点，之后是 25 到 50 基点，现在是 2%到 2.5%。IOER 始终是联邦利率的上限，比如 Fed Funds Rate 在 75 到 100 基点的时候，IOER 就是 100 基点，隔夜逆回购利率 (Overnight reverse repo rate) 是 75 基点。直到 2018 年 6 月，Fed Funds Rate 调整到 1.75%到 2%之间时，IOER 第一次不是上限而是设在 1.95%，而隔夜逆回购利率作为下限设置在 1.75%，到 2018 年 9 月这次加息 Fed Funds Rate 调整到 2%到 2.25%之间，现在的 IOER 是 2.2%，比上限 2.25%少 5 个基点。

在金融危机之前，超额准备金 (Excess Reserve) 可以看作是央

行和商业银行在银行间市场的一种交换，形成信贷扩张的增强性力量。但是 2008 年以后，IOER 制度改变了 Excess Reserve 的性质，实际上变成了一个货币回收机制。当时大家有很多误判认为如果 Excess Reserve 有足够多的量就会带来大量的信贷扩张，在新的体制下，其实这是不一定的。

回顾 2008 年的时候，伯南克没有说 “Quantitative Easing” 而是 “Credit Easing” 是有道理的。这个体系本质上是美联储通过三轮 QE, QE1 买了很多 MBS(抵押贷款支持证券), QE2 买了很多 Treasury (国债), QE3 同时买了很多 MBS 和 Treasury, 每次都是在市场的交易行为, 对手方不是直接跟银行而是跟市场, 这点区别很重要。这些 QE 本质上是在对风险再定价, 通过 MBS 对风险再定价和通过改变利率期限的结构, 压平利率曲线, 把整个投资的趋势打开。这个过程毫无疑问对经济有帮助, 但是同时会产生大量 Excess Reserve, 因为当时的市场利率实际可能是负数, 如果 IOER 是 0.25% 的话, 就不会产生大量的信贷力量, 这个过程本质上就稳定住了一些过量投资, QE 扩张通过银行体系其实是在回收。很多人从简单的历史角度去看, 基础货币扩张就会导致通胀, 某种程度是没有搞清楚央行信贷扩张的途径与商业银行其实是有一些本质的区别。实际上在操作过程中只要央行的 IOER 利率比市场的实际利率要高, 央行资产负债表规模本身并不能带来传统高能货币的乘数效应, 这种效应比简单的数学公式要复杂的多。所以 QE 操作实际是在给风险再定价, 并给市场投放新的货

币。另外关于货币乘数的问题，很多人认为之所以没有产生通胀是因为货币乘数在下降，我认为它只是个结果，本质上当央行的资产负债表中出现大量的超额准备金，实际是为 QE 操作的附属品，而超额准备金完全可以被央行控制的话，基础货币量会大幅上升。而广义货币量的上升才会真正带来潜在的通胀问题。

从这个角度来看，货币乘数当然会下降，因为广义货币上升的量远远不是基础货币乘以某个乘数的量，而是与各国央行之间的区别有关。大家可以把美国央行、欧洲央行和日本央行之间做个对比。美国央行由于市场结构的特点，很容易通过市场购买 MBS，一方面降低风险，一方面能够明确的把资金投放在市场上，在这个过程中基础货币的增量和广义货币的增量几乎是等量的。相比之下，日本央行的资产负债表，按绝对量来看，基础货币的增量超过广义货币的增量，实际投放中的效率能达到美联储的效果已经很好。

二、美联储政策变化的几个重要节点及其影响

另一个重要的问题是在美联储管理资产负债表和利率的过程中，一些重要的节点后来产生了深远的影响。第一个节点是在 2014 年的 10 月份 Tapper 结束到 2015 年年底第一次加息之前的过程；第二个节点是在 2017 年公布准备缩表操作、降低资产负债表规模和实际在 2017 年 10 月份开始的过程。QE 操作本身是在扩张资产负债表、增加广义货币的同时改变利率曲线和压低市场的风险溢价，因此退出过程中在不同时期带来的核心影响也不一致。

第一个影响是在 Tapper 结束的时候，由于对全球流动性造成收紧，到第一次加息之前，全球多数央行都在扩张，就是为了迎接美联储可能的紧缩，所以多数央行包括新兴市场央行都有阶段性的扩张。央行降低风险的操作后第一个冲击就是美元区的风险会上溢，大宗商品价格的上涨与美元过分泛滥相关，当时我们的核心观点就是从外围向内部的信用风险逐渐溢出的过程，所以从外围的大宗商品开始到新兴市场的股票，然后到美国的信用都出现不同程度增长。而从 2014 年 10 月 Tapper 结束以后一直到 2016 年年中，美股其实是在横盘，整个过程实际是在消化由于美联储压低风险，溢价力量逐步消去需要市场自发性扩张逐渐弥补的过程，所以这段时间的市场动荡和整个风险的传递过程都与此相关。当时的利率区间是 0 到 25 基点之间，0 是自然下限，25 基点是当时的 IOER。但是到 2015 年正式加息之前，美联储考虑到如何设置上下限，所以选择了本质上是双底部的政策，就等于两个 floor，分别为 floor 和 super floor，设置的方式是上区间的值就是 IOER，而下区间设置为 overnight reverse repo。

为什么说这两个都是利率底呢，因为银行在能够通过美联储拿到 IOER 的时候，不会以更低的价格去借贷，而通过逆回购操作将美联储的对手方扩大到包括抵押公司、货币市场基金等。在整个 QE 和后来的加息过程中，Fed Funds 实际上多数时间是在做套利交易，它并不是代表市场的真正利率。很多欧洲银行在 Fed Funds Market 获得资金后做套利得到 IOER 的收入，而 Fed Funds 利率通常在整个区间

的中部，所以约有 10 几个基点的套利，当然里面有些小的税收和保险的因素。所以在整个加息的起步阶段，当时超额准备金的量约为 2.5 万亿左右，而美联储的资产负债表中约 60% 是 Treasury, 40% 是 MBS, 将来要缩表基本也按照这个比例。

随着 Tapper 结束和第一次加息开始，出现了风险再定价，实际是风险上溢，所以就出现了大约从 2014 年夏天开始的石油风险到 2015 年的新兴市场风险、信用风险和美股的长期横盘。随着时间推移，商业银行的自发信贷扩张机制逐渐恢复。从 Tapper 结束到 2017 年年中央行开始讨论要缩表的时候，美国的 M2 约从 11.5 万亿涨到 13.4 万亿，这说明美联储的资产负债表没有任何变化或几乎有很小的变化时，整个 M2 的扩张都是商业体系的自发过程。这点非常重要，因为这与在 Tapper 之前不一样，当时的 M2 扩张还来自于 QE，而现在没有任何 QE 操作时市场自发扩张的量非常快，年化率几乎在 6% 到 7%。这段过程可以解释很多现象，包括这段时间美国房地产和股票其实涨得很厉害，从美国流入新兴市场的美元量也很大，信用利差也达到相当低的水平。

接下来看反向时广义货币和基础货币的关系。假设在没有基础货币变化的情况下，美国 M2 的正常增速是 6% 到 7%，如果 M2 存量是 13.5 到 14 万亿的话，增量大约为八千亿上下。美联储在 2017 年夏天公布了缩表力度，也就是说 2017 年 10 月开始，每个季度改变一次，但最初的三个月里每个月缩 60 亿的 Treasury 和 40 亿的 MBS，这个数量

到 2018 年第一季度变成 120 (Treasury) +80 (MBS)，第二季度是 180+120，第三季度是 240+160，第四季度是 300+200。从央行和商业银行的扩张机制来看，6%到 7%基本是银行正常的扩张力度，刨去减税、基建、海外利润回流等因素，每年大概增长七、八千亿。而 2018 年央行带来的基础货币缩量大概是四千多亿，所以做个简单的算法可以推论出美国的 M2 增速会下降。

这个推论其实在 2017 年夏天我们就认为会发生，它基本能够说明美国前一段时间信贷扩张如此强劲，经济肯定没有问题，年初看空美国经济的理论没有基础，相关数据没有迹象证明经济要发生回落。而在 2017 年之前，美国的金融更加旺盛，货币增量远远快于经济增量，2018 年由于整个货币增量会下降，所以基本可以判断会对利率带来影响。我们都知道在加息的过程中利率曲线平坦化几乎是必然的，缩表和通胀的压力成为利率曲线阶段性急剧陡峭的主要原因，但平坦是核心，陡峭是阶段性的。在利率曲线平坦时交易很容易赚钱，收益是稳健的，而在陡峭时交易会很难，因为它是平坦为主，但是突发的阶段性陡峭，这就是我们年初的判断之一，实际现象已经发生了好几轮。

2018 年初时我们对市场的核心判断是边际资产负债通缩为主，但是在应对国内经济问题的时候外部有几个很明显的压力点。一个是流动性，以美联储的讨论为主；一个是美国的通胀；还有一个是汇率，基本的思路是，2017 年以前美元的下跌是由于货币超量，而 2018 年

初的下跌与利率的 swap market 相关。除了流动性、通胀、汇率的冲击，另外就是贸易冲击，年初也推荐过大家几本书，当时判断贸易冲击会比大家想象的要严重。从以上四点来看，美联储的政策在 2018 年很重要，甚至在 2019 年会更重要。

前面提到在 2018 年 6 月份的时候，之前美联储的利率上下端，下端是 Reverse Repo，上端是 IOER 且始终跟美联储的利率上端一致，直到 2018 年 6 月，区间是 1.75% 到 2% 之间，而当时的 IOER 设在 1.95% 并不是 2%，包括这次 IOER 是 2.2%，而不是 2.25%。还有一个有趣的现象是，在加息刚开始时逆回购的量很大，但随着时间推移逐渐减少，说明实际的 Fed Funds Rate 一直在上升，越来越接近上限 IOER 的位置，而同时信贷回收机制的逆回购没有什么钱了，说明市场实际对资金有大量的需求，也就是说市场自发的利率在起作用，以前更像一个套利的利率，而现在是市场自发利率扩张。

这是个很有意思的现象，其中有不同的解释，美国这两年有新的减税政策和监管放松以及更大的支出计划，这些都会在未来导致联邦赤字的上升，实际上现在发行 T-bill 的量也很大，因为大量短期 T-bill 的发行，造成短端利率的上升，而利率上升本身使得市场在短端更倾向于买卖 T-bill。这个过程实际使得联邦基金有效利率持续上涨，而 Fed Reserve 选择了降低 IOER，但不一定能达到目标，因为实际利率上涨，而 IOER 是给银行超额准备金的利率等于白给银行的钱。理论上来说 Fed Funds Rate 可以跟 IOER 等值，如果等值的

话，所有的超额准备金都是潜在的带有货币乘数的基础货币，与以前会完全不一样，这样的管理难度是异常的。巴塞尔 III 以后商业银行的各种资本要求越来越严格，而且对流动性资产要求很高，其最主要来自于准备金（Reserve）和 T-bill。商业银行准备金的下降客观上会对市场的流动性产生压力。

总结来说，在讨论加息问题的时候，以前用利率的绝对位置来推论市场行为的想法现在可能已经远远不够，原因主要有以下几点：第一点是利率水平本身对经济金融有影响，利率曲线的平坦和陡峭程度对信贷扩张、经济也有很大影响。第二点是利率曲线的平坦、陡峭与央行的缩表相关联，它并不是独立来自于经济和金融的影响，也有来自于央行操作的因素，两者有相关性，但又是独立、可控制的变量。第三点是美联储资产负债表规模的一个重要变量是法定准备金和超额准备金之间的差别，这种差别其实在控制整个体系的扩张程度，这实际上是我们的核心观点之一。第四点是 Fed Funds Rate 有上下两个区间，分别为 IOER 和 Reverse Repo，中间的实际利率现在逐渐从简单套利率变成了市场利率。2016 年美国在进行货币基金改革以后，产生了很多市场结构的变化，所以我们现在讲的远远不是利率曲线和利率的相对位置，实际上在最前端有几个复杂利率的相互关系，可以造成扩张或收缩，而且这种演变路径目前为止没有看到有人做过很有说服力的评论，因此我们的研究很重视这一点。最后大家都在关心的利率倒挂，未来经济会收缩，这当然已经是屡试不爽的理论，但

是我怀疑利率很难倒挂，更担心的问题是现在的体系比原来复杂太多，完全可能产生突变，而在突变之前，不能轻易认为市场已经转向，比如说美国经济的相对稳健，利率曲线的相对陡峭和信贷的相对扩张力度。我感觉通胀的压力还比较强大，所以利率的阶段性上升力量还是比较强烈，但是里面蕴藏突变因素。

三、问答环节

Q1：能否详细说下您提到的“突变”会是什么？

A1：简单说下几个利率的特点，理论来说，如果出现突然的流动性压力，有大量的资金可以进入逆回购，而逆回购是个信贷回收机制，也就是说它可以一瞬间在前端把资金吸走，市场进入收缩。而在利率上端 IOER 可以变成扩张力量，两者之间的距离只有 25 个基点。所以美联储的管理体系异常难，我感觉美联储可能并没有把这些工具的使用完全整理清楚。

Q2：请问对白宫和美联储近期“互动”的看法。

A2：特朗普总统肯定会对任何一个部门去表达观点，从经济本身来讲，美国经济确实很强大，所以很难出现短时间的的问题，但是特朗普肯定会把责任推到别人身上，所以他指责美联储也不足为奇，但是到一定时间以后，也就是如果出现我说的“突变”可能的话，对美国的压力还是挺大的，那时候会发现真的问题。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第二百七十九期（2018年10月22日）内容整理而成，特邀嘉宾为华菁证券有限公司副总经理郭胜北先生。

郭胜北现任华菁证券有限公司副总经理。拥有超过二十年华尔街投资银行和对冲基金领域的管理和投资经验，以及在国内券商投资和交易部门的管理和投资经验。拥有丰富的宏观、量化、技术交易等多方面的国际和国内交易经验。2015年至2017年任中信证券另类投资业务线负责人，董事总经理，负责公司在中国境内和境外的对冲基金类自营投资与交易；2016年期间接管权益投资部任负责人，负责中信证券的境内股票自营交易。在2010至2015年间，曾创立了美国GSB奖台基金（GSB Podium Advisors）并担任总裁和投资总监。在创立GSB奖台基金前，2006年至2009年担任加林基金和宽街资本公司董事总经理并管理德意志银行帮助设立的各项基金业务；1997年至2006年任职德意志银行担任董事总经理，负责德意志银行证券部自营技术交易组，管理全球期货和全球股票交易；之前任摩根斯坦利副总裁，负责在证券自营部门开发和交易期货及股票的自营模型。获得美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院MBA学位；美国哥伦比亚大学理科硕士；北京大学计算机学士。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和居姍博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

