

美联储加息焦点从“when”转到“how”

美联储最新公布的4月FOMC会议纪要称“与会者普遍认为,在本次会议上开始考虑政策正常化是明智的选择,有助于选择合适的政策正常化方法,并在时机成熟之前很长一段时间就开始与市场沟通相应的计划,委员会对该项议题的讨论是作为谨慎计划的一部分来进行的,并不暗示政策正常化马上开始”。会上提出了几种加息方案,包括隔夜逆回购(RRP)、定期存款工具(TDF)、超额准备金利率(IOER),但出于谨慎规划,并未做出最终决定。

本次会议纪要的公布将市场对于加息问题的关注从“when”转向“how”,此前市场对“何时加息”的激烈讨论暂告一段落,“如何加息”成为美联储和市场迫切关注的焦点。

美联储首次加息时点从今年3月开始逐渐成为市场关注焦点。耶伦在3月曾暗示2015年QE结束后6个月加息,早于此前市场预期的秋季加息,从而引发市场担忧。但4月9日公布的3月会议纪要又重新注入稳定剂,显示联储实际立场温和, QE可能在今秋结束,在QE结束后“相当长时间”才会加息,并且放弃将失业率6.5%作为升息门槛,转而灵活广泛考虑经济增长、劳动力市场、通胀、金融等广泛指标,表明未来前瞻指引将更偏定性而非定数。

从美联储最新公布的4月FOMC会议纪

要的内容看,美联储货币政策委员会内部已经开始了加息方式的讨论,这也将市场对加息的关注从时点转向了方式。美联储最新公布的4月FOMC会议纪要称“与会者普遍认为,在本次会议上开始考虑政策正常化是明智的选择,有助于选择合适的政策正常化方法,并在时机成熟之前很长一段时间就开始与市场沟通相应的计划,委员会对该项议题的讨论是作为谨慎计划的一部分来进行的,并不暗示政策正常化马上开始”。会上提出了几种加息方案,包括隔夜逆回购(RRP)、定期存款工具(TDF)、超额准备金利率(IOER),但出于谨慎

规划，并未做出最终决定。美联储将继续扩大对加息工具的测试，谨慎而温和地推进货币政策正常化进程。

为实现货币政策正常化的平稳过渡，美联储在首次加息时可能不会选择联邦基金目标利率作为政策工具。我们相信美联储迟早会放弃为联邦基金利率设定的 0-0.25% 目标利率，但鉴于联邦基金目标利率从 08 年到现在仍维持了 5 年，联储可能不会立马放弃，毕竟市场对于新的操作方式需要适应时间。

美联储很可能首先运用 IOER、RRP 和 TDF 来联合调控短期利率，短期内保持联邦基金目标利率不变，转而通过对 IOER 和 RRP 的调整向市场传达货币政策意图。

IOER：目前美联储设定的超额存款准备金利率 (IOER) 是 0.25%，这也是理论上的利率下限，然而由于超额准备金市场是分割的（仅有 21 家金融机构可以接触到 IOER），在多次 QE 带来的流动性充裕环境下，无法享受 IOER 存款利率的金融机构愿意以低于 IOER 的利率借出资金，从而将货币市场实际利率拉低至 0.25% 以下。由于 IOER 市场的分割性，单纯上调 IOER 利率效果可能大打折扣。因此，美联储需要同时运用隔夜逆回购 (RRP) 来弥补市场分割，提高操控短期利率水平的能力。

RRP：美联储 2013 年秋季推出了新的逆回购计划 (RRP)，全称是“固定利率全额分配隔夜逆回购”，其目标是提高联储操控隔夜利率的能力，从而锚定短期利率。在测试阶段，美联储为市场参与者提供其当日流动性需求，并确保短期融资市场的核心市场参与者加入 RRP 项目中来。这些市场参与者目前已有 139

个，包括 94 个货币市场基金、6 个 GSE 基金、18 个银行和 21 个主要券商，美联储还在不断扩大交易测试的规模，以确保利率水平的维持。美联储在 2014 年 1 月会议上决定将 RRP 测试延续至 2015 年 1 月，因此，未来数月美联储将继续扩大交易对手名单，提高交易配额。在首次加息非常温和的假设预期下，联储可能设定 RRP 的最高浮动区间仅为 5 个基点。

TDF：美联储于 2010 年创立了定期存款工具 (TDF)，TDF 容许银行将超额准备金转换为联储账户上的定期存款，从而为银行的资产负债表腾出空间，帮助美联储回笼市场中的过剩资金。美联储在 5 月 9 日表示，将会扩大 TDF 机制的测试范围，这意味着消耗金融系统中的储备，同时暗示 TDF 机制将成为美联储在货币政策正常化进程中的工具之一。美联储从 5 月 19 日开始于每周一进行八项测试，在前四项测试中，美联储将会以 0.26% 的利率接受来自银行的 100 亿美元七天期存款，然后逐步将其所支付的利率上调至 0.30%。美联储称：“这些操作旨在确保这一计划进入战备状态，并使得合格机构有机会增加对定期存款流程的熟悉程度。”

这样一来，美联储首次加息的方式很可能是通过 RRP、TDF 和 IOER 的共同操作，向更大范围的交易对手支付央行利息，从而将美联储的利率政策意图有效地传导给市场。

