

# 美联储为何/何时/如何会推高 短期利率

本报告中的所有示例均为对各类情形的假设性解释，仅作说明之用途。本报告中的观点仅反映作者观点，并不一定是芝商所或其附属机构的看法。本报告及其中所含信息不应被视为投资建议或实际市场经验的结果。

当我们预期量化宽松的结束并设计我们对美国未来货币政策的分析时，我们的基本假设为美联储（Fed）考虑货币政策目标以及适当运用货币政策的一大结果是联邦公开市场委员会（FOMC）会宜早不宜迟地作出上调短期利率的决定，并且重新采取更为传统的非应急决策方法。我们注意到目前人们对 FOMC 首次加息决定的一致预期在更大程度上取决于数据（特别是有关劳动力市场的进展方面）而不是我们的基本情况假设。就目前而言，联邦基金期货市场表明将在 2015 年年中做出首次加息决定（图 1）。当然市场参与者将试图预期该决定，债券、股票和货币市场也可能会先于任何决定而发生变化。

本报告的组织架构为首先通过以下两点来设计有关利率决定的问题：

- 确定美联储任何利率决定的政策驱动因素，然后
- 制定首次加息决定时间安排可能会出现的情景，其中强调指出我们认为加息决定会早于目前市场预期的观点。

我们的下一步是为对加息实施过程的复杂性感感兴趣的读者所准备，具体内容为更加深入地研究量化宽松的意外后果。我们的重要结论是：

- 美联储鼓励更高短期利率的一大重要工具可能是提高向存放在美联储的超额准备金所付的利率。
- 基于市场的联邦基金实际利率在交易时可能与存放在美联储的超额准备金所付的利率之间有 15 至 20 个基点的利率折扣。这也就是说，如果对超额准备金所付的利率从其目前 25 个基点的利率提高至 50 个基点，那么联邦基金实际利率则可能在 0.30% 至 0.35% 左右的区间内进行交易。
- 美联储可能会继续对联邦基金实际利率设定 25 个基点的目标区间，上限为对超额准备金所付的利率。
- 美联储可能会选择将其联邦基金实际利率目标区间下限与对法定准备金所付的利率相对齐，也可能不会这样做。
- 美联储可能会选择扩大其关于一套监控下的短期利率并寻求影响超过它的主要目标，联邦基金的说辞，从而发送这样的信息，即其所寻求影响的是短期利率的普遍水平，而非某一具体利率。理智一点看的话，耶伦正率领美联储从采用一招（即一项指标）鲜的方法变为衡量任何相关指标，其中着重于劳动力市场、经济以及利率方面更为广泛的观点。

图 1: 芝商所 FedWatch 工具



来源: 芝商所网站 [cmegroup.com/trading/interest-rates/fed-funds.html](http://cmegroup.com/trading/interest-rates/fed-funds.html)

#### A. 货币政策在经济扩张中扮演什么样的合适角色?

我们认为,大多数美联储观察人士所采用的典型就业和通胀权衡框架与美联储内外目前正在争论的一项比较基本的问题相偏离,该问题触及耶伦美联储正在演变理念核心,同时对 FOMC 政策行动的时间安排有着决定性的影响。也就是说,对于一个正在进行持续但比较温和的经济扩张,同时既不脆弱也不会快要崩溃的经济体而言,货币政策扮演什么样的合适角色呢?这种构成我们基本情况的替代框架视劳动力市场和通胀的演变而定,不过依赖程度比可能实现的结果要低得多。鉴于美国实际 GDP 继续至少以每年 2% 或者可能更快一点的速度增长, FOMC 可能会宜早不宜迟地达成开始提高短期利率的一致意见。由于不存在任何具体的限值,仅仅是要以温和的步伐来继续经济扩张,因此与标准就业和通胀权衡框架中隐含的情况相比,这属于一种较低的经济增长障碍。

在这种情况下, FOMC 的利率决定将会基于应急政策,包括借助负的(扣除通货膨胀率之后的)实际短期利率不再适于正在扩张之经济的观点而被预测出来。因此,我们预期美联储用来收紧信贷市场状况的任何行动将会付诸实施,这样名义短期利率逐渐上涨至与当前核心通货膨胀率相匹配的水平。

若要评价耶伦美联储有关货币政策在扩张经济当中所扮演合适角色的争论有多重要,那么需要了解美联储最近的一些历史来作为背景准备。基本主题为逐渐对伯南克美联储时代的试验不抱幻想,再加上强烈希望回到央行基于使短期利率相对于所感知的通胀预期保持一定合适溢价的传统决策模式。

#### 1. 伯南克美联储的选择

美联储前主席本·伯南克提出这样的说法,即美联储承担两大任务,一是鼓励充分就业,二是保持价格稳定。在承认 2008 年金融恐慌之后经济衰退程度较深的情况下,伯南克提出高失业率水平和极低的核心通货膨胀率(甚至是在 2011 年经济进入复苏周期后)足以证明有必要采取更多轮特别措施,尤其是通过“量化宽松(QE)”来购买大量资产以及维持近乎零的短期利率,以加快就业市场扩张的速度。然而, FOMC 成员当中始终有少数人认为特别货币政策措施并不适合一种不再处于紧急状态的经济。

#### 2. 耶伦美联储内部的争论:微调 and 转移重心

当我们解读耶伦美联储的措词,以及观察其新兴文化时,我们被一种显然越来越强烈想要重新采用传统的货币决策的愿望所打动,并将伯南克美联储的应急政策以及 2008 年金融恐慌遗留问题甩在后面。

毫无疑问，在 2008 年 9 月雷曼兄弟管理不善破产以及混乱不堪的美国国际集团（AIG）救助计划之后的 90 天内是需要应急政策的。而现在受到密切关注的是美联储自 2011 年以来零利率政策及其多轮 QE 的扩展性。由于 QE 可能在 2014 年 10 月结束，关注焦点已转移至下一个决定：在 QE 结束后是否回到更为传统的短期利率政策，或者维持负的实际短期利率一段时间。

我们认为负的实际短期利率（也就是说短期利率在一段持续时间内一直低于当前通胀率）就和 QE 一样，均代表应急政策，而这已越来越被认为不适于增长的经济。对央行来说，一种更加传统、但对经济仍比较宽松的非应急方法将会用来鼓励短期利率与当前核心通胀率达到差不多的程度。

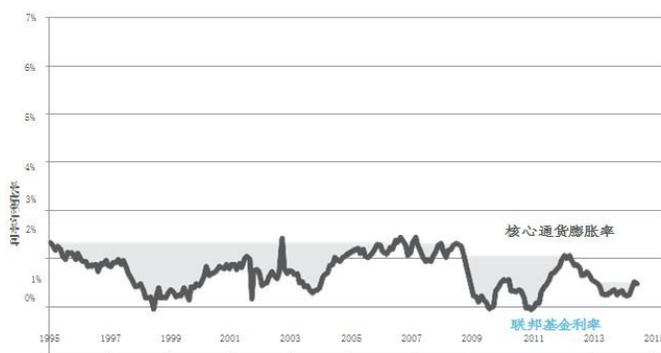
请注意紧缩政策并不在考虑范围之内。紧缩或限制性货币政策通常会涉及到推高短期利率，使其高于长期债券收益率。我们并非讨论转变为一种直接的限制性政策。我们只是暗示美联储可能宜早不宜迟地决定，以设定与通货膨胀率差不多的短期利率，按绝对值来说，这仍是一种“宽松”，而不是“紧缩”的货币政策。

还有另一种方式来看待美联储内部的争论以及它为何看上去一直在变化。政策讨论不再只是有关耶伦所指出的总体失业率数据是否隐藏一些残余的劳动力市场萧条，或者食品通货膨胀率最终是否会渗透到核心通货膨胀率。问题在于：美国经济自 2009 年第 3 季度开始的复苏以来基本上经历了五年的温和经济增长，美联储或任何央行是否应一直将美国经济视作是比较脆弱且快要崩溃呢？

根据该逻辑，QE 必须尽快结束，而耶伦领导的美联储正在实现这一点。随后的举措则是货币政策可能仍比较宽松，但它应该不会再采用负的实际短期利率，这显然属于一种应急性的政策措施。由于基于美国经济既不脆弱也不会快要崩溃的基本观点而要求重新采用传统决策的声音越来越抓住更加区域化美联储主席和美联储理事的心理，耶伦美联储随之很容易就会选择在 2015 年 1 月或 3 月 FOMC 会议时开始鼓励逐渐提高短期利率的缓慢过程。战术目标可能会是在 2016 年中期之前正好使短期利率涨至核心通胀率的水平。此外，这一政策变化很容易就能和耶伦的以下观点相吻合：依然存在残余的劳动力市场萧条，原因在于即使短期利率与核心通货膨胀率大致相同，该政策仍可划归为宽松一类，只不过这与为紧急情形而设计的特别政策不一样。

图 2

美联储的争论：  
负的实际短期利率是否仍适合增长的经济？



来源：圣路易新联储银行 FRED 数据库

## B. 现状：劳动力市场与通货膨胀

正如所指出的一样，市场共识遵循一种不同的逻辑。大多数美联储分析人士和市场参与者往往会将 FOMC 任何推高短期利率的行动视为主要是基于劳动力市场状况和通货膨胀之间固有的权衡关系而定。在这一框架下，FOMC 任何政策决定基本上取决于两大宏观经济趋势的相对时间以及它们之间的权衡：（a）失业率何时减至其自然（或完全就业）水平（图 2），以及（b）核心通货膨胀率以及相关通胀预期何时上涨超过人们普遍认为的 2% 左右的长期通货膨胀率目标（图 3）。虽然耶伦美联储已明确表示他们没有与劳动力市场的任何特定指标挂钩，但是不断改善的失业率仍是这一难题的重要组成部分，并且可能会与劳动力市场的其他各种指标相关联。

图 3：失业率

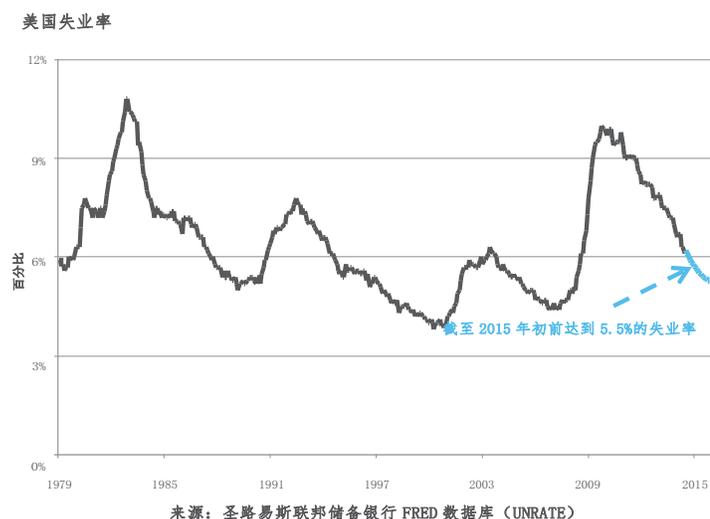
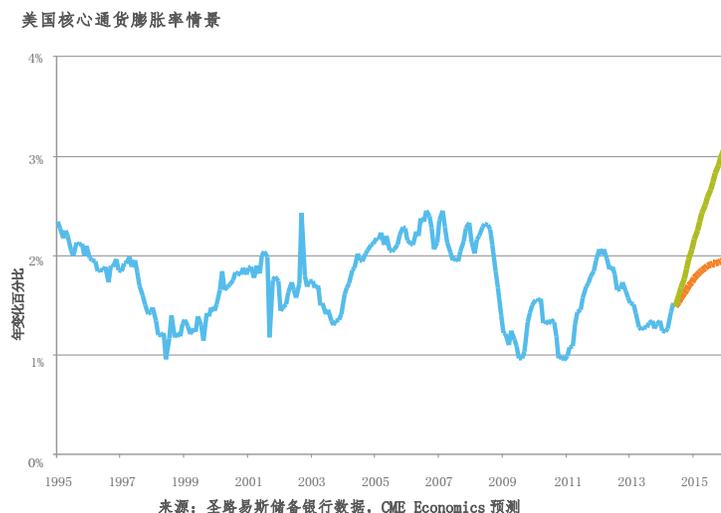


图 4：核心通货膨胀率



我们对美国经济的解读表明劳动力市场非常强劲，同时各种就业数据将越来越支持 2015 年加息的决定。食品通货膨胀率一直在上涨，不过这并非核心价格指数的一部分。虽然我们认为到 2015 年时核心通货膨胀率会逐渐缓慢地上涨，我们仍不愿预测将会有一次较快的加息行为，不过这是一种值得讨论的可能情景。

### C. 市场对加息决定的反应

请注意就业和通胀权衡框架以及我们基于货币政策在经济持续扩张期间基本角色而假设的情景两者均包括债券、股票和货币市场基于经济数据如何演变而作出的反应等多个情景。这里是我们考虑的三种情况。

#### 1. 劳动力市场不断改善，同时不存在核心通胀压力

在这种情况下，劳动力市场状况持续改善，而核心通货膨胀预期得到良好控制。根据此情景，在没有通货膨胀压力的情况下，债券市场可能不会有太大变化，同时收益率曲线可能比较平坦，其中短期利率上涨，而长期收益率比较稳定。股票可能会回升，即使该政策行动逐渐使货币宽松程度适度减少一点，但政策仍会被划为宽松一类，而且更重要的是，加息决定预示着美联储对美国经济状况拥有较高信心水平。在经济活动不断改善并且几乎没有通胀压力的情景下，美元可能会因加息决定而得到支撑。

#### 2. 劳动力市场不断改善，同时形成一些值得注意的核心通胀压力

在这种情况下，劳动力市场状况继续不断改善，而核心通货膨胀率上升速度比目前预期要稍快一点，一般通货膨胀率在食品价格通货膨胀率支持下甚至还要高一些，同时通胀预期显然一直在不断上升。就此情景而言，在通胀预期上升的情况下，债券市场在美联储作出利率决定之前就有可能已经实现收益率上涨（例如，更低价格），而美联储可能被轻易地认为是较晚才意识到并重视通胀压力。在此情景中，投资者会有较高的债券收益，而对股票来说则可能好坏参半。股票想要获得的是公司越来越强的定价力，以及随着收入增加而获得更高收益的可能性，但是它们可能不想见到美联储为了抑制通货膨胀而采取在较长时间内分多步走持续加息的意图。对美元来说，这种劳动力市场强劲且通货膨胀率上升的情景所传递的重要信息可能是美联储在通货膨胀游戏当中出手有点晚，美元可能稍有损失或者从加息所得到的支撑比人们乍看想到的情况要弱一点。

### 3. 全球政治紧张态势上升，并且扰乱贸易往来和经济增长

由于全球政治紧张态势突然上升，贸易往来和经济活动受到干扰，因此美联储在评估美国经济所受损失后保持利率不变。没有作出任何加息决定。在这种全球经济活动减少的情景当中，美国成为一个安全港，美国债券回升（例如，更低收益率），美元走强，同时全球股市进入熊市。

#### D. 由于数万亿超额准备金所带来的实施复杂性

由于QE以及银行系统因此目前持有2万多亿美元超额准备金，短期利率政策的实施变得极其复杂。而伯南克美联储在没有明确规定退出计划的情况下继续大规模QE计划，因此这些都是未知数。

快速了解一下美联储如何创造和摧毁联邦基金是必要的。当美联储买入数十亿国债和抵押担保证券（MBS）来作为其QE计划的一部分时，它就随之创造出联邦基金来为这些证券买单。联邦基金只是主要

由联邦储备系统成员银行以及其他一些允许在美联储建有账户的实体在美联储持有的存款。重要的一点是只有美联储才可创造联邦基金，同时也只有美联储才可摧毁联邦基金。银行间可交易它们，也即在金融系统内部流动，但它们不能改变联邦基金的供给。

一个直接的影响是在美联储停止扩大联邦基金供给之前——也就是说，在它结束其量化宽松政策之前，试图鼓励更高的联邦基金利率毫无意义。QE的最新版本QE3有望在2014年10月结束（根据美联储的一般性声明：美国经济从现在开始不会崩溃）。

除此之外，在联邦基金交易和QE如何改变游戏方面还有一些结构方面的影响——

#### 1. 市场利率与规定利率

在1984年至1996年间，超额准备金与法定准备金之间的比率平均为4%。该数据到了1996年至2007年间变成20%左右。在2004年至2007年期间，在2008年金融危机前夕以及在QE推出时，超额准备金平均只有17亿美元，或者为88亿法定准备金平均储备的19%。银行相互之间交易联邦基金的主要目的是为了达到准备金要求。拥有强大地方性或区域性零售存款基础的银行一般会向在新企业贷款方面比较活跃但没有强大存款基础的商业或投资银行出借或出售联邦基金。

这一点随着2008年金融恐慌以及美联储采取应急响应措施而发生变化。一系列QE计划制造出数十亿，甚至数万亿超过法定准备金的联邦基金。结果是联邦基金不再像它们以前那样进行交易：在银行持有数万亿美元超额准备金的情况下，没有哪家银行需要购买联邦基金来符合其准备金要求。

由于联邦基金过剩，因此它们现在以较低的（市场）利率进行交易，在过去 12 个月内大约为每年 8 个基点左右，这比美联储对超额准备金所付每年 25 个基点的（规定）利率要低。如果银行什么都不做即从其联邦基金获得 25 个基点，那么它将需要以更低利率（例如基本上为更高的价格）来将其出售或出借给其他机构。

如果美联储要将其对超额准备金支付的利率提高至每年 50 个基点，同时如果联邦基金继续保持比市场利率高出 0.17 个基点，那么联邦基金每日实际利率预期为大约 33 个基点。需要注意的一点是，在 2014 年 8 月 1 日，2015 年 7 月联邦基金利率期货以 99.64 收盘，这表明合约利率为每年 36 个基点。

## 2. 美联储公开市场操作

此外，美联储在 QE 计划以及 2008 年金融恐慌之前用来影响联邦基金市场的日常操作类型旨在临时在市场上增加或减少数万亿联邦基金。例如，从 2004 年到 2007 年，美国每周平均法定准备金为 88 亿美元，而系统当中的超额准备金平均数额为 17 亿美元。如果美联储需要临时消耗准备金，那么 1 周 5 亿美元则意味着有 30% 的联邦基金供给不足，而且很有可能成为一起市场动荡事件。

相反，在 QE 推出的年间，目前 2014 年上半年，美国银行系统每周平均法定准备金为 790 亿美元，而系统内超额准备金的平均金额为 2.5 万亿美元。回购操作以消耗 50 亿美元准备金的结果只会代表超额准备金有 0.2% 的不足部分。这样的交易结果可能并不会使市场价格变化太大。

这也就是说，美联储的操作方法（比如回购活

动）并非旨在将数万亿美元从金融系统中撤出，以及将联邦基金交易恢复成金融危机之前以及大规模 QE 之前的老习惯。美联储从前的回购活动就像微调高端音响系统一样，这属于格林斯潘美联储的专长。在超额准备金目前达到 2 万亿美元的情况下，那么需要一种新方法鼓励短期利率超过其近乎零的水平。的确如此，鉴于关注重心可能放在有关短期利率的普遍观点方面，因此同样可能需要一种符合美联储风格的新方法。我们的结论为 QE 的一种意外后果，也即联邦基金交易的不同性质可能会使美联储采用新流程和新风格来达到其所要的实际联邦基金目标利率。

## 3. 实施货币政策的操作层面

我们看到美联储正朝着以下政策决定演变：

- **美联储将继续为联邦基金设定目标区间。的确如此**，美联储已经转为通过要求大型银行在表 2420 信息中报告其在这些类别方面的交易来加强其对短期利率（包括联邦基金利率、欧洲美元利率以及 CD 利率）的监控。此外，美联储还想要确保市场理解其目标是要鼓励普遍达到较高的短期利率，而不只是达到一种具体的联邦基金利率目标。
- 发出加息信号并执行加息的一项重要工具可能是**对超额准备金所付的利率**。
- 存在这样的可能性，即美联储可能会选择采取（或不采取）一种不同的法定准备金利率。这将类似于德国央行贴现率设定下限，而短期券质押利率设定上限时所采用的老贴现率和短期券质押利率，以及在上述两者之间进行交易的隔夜货币市场利率。在美联储的情况中，它们可能将

法定准备金所付的利率设定为下限，而将超额准备金所付的利率设定为上限，并且使这些利率与所要达到联邦基金利率目标区间对齐。

扩大利率指引，使其超出联邦基金实际利率目标区间的情况比较简单。在系统拥有数万亿超额准备金的情况下，美联储采用传统的操作工具（如回购协议）来操纵联邦基金要难得多。因此，所考虑的下一工具为对美联储持有存款支付的利率。记住在2008年金融恐慌之前对于法定准备金或超额准备金都是不付任何利息的。2008年10月，美联储开始对准备金支付1%的利率，这主要作为补贴银行以及帮助它们重新赢利的一种方法，不过鉴于因危机而备受指责的银行系统各家机构面临公众愤怒以及普遍政治情绪，因此在其决定时并未对该方法作出这种明确说明。在1至2个月内，美联储决定对法定和超额准备金支付0.25%的利率，这是其所规定0.00%至0.25%的目标联邦基金利率区间的上限。也就是说，美联储将准备金所付利率与其联邦基金目标区间的上限保持一致。当/如果美联储决定鼓励短期利率普遍再高一点时/的话，它会将增加对超额准备金所付利率包含在其政策决定之中。

美联储将会选择进行一些我们没有考虑到的事情。例如，围绕改变联邦基金利率进行一些讨论，其中要专门将更大范围内的一组市场参与者以及更多种类的交易类型包含在内。这是在LIBOR和其他短期利率基准改革之后进行的。在联邦基金利率可能发生的变化加以简要讨论时，我们认为只是扩大美联储说辞以将其他利率纳入其中，以及保持联邦利率目标会比较简单且绰绰有余。我们注意到在6月17日至18日FOMC会议纪要当中有这样的记载：“大多数参与者认为联邦基金利率应继续在委

员会在常态化期间的操作框架以及交流中发挥作用，而他们中的许多参与者显示出继续宣布目标区间的偏好（FOMC会议纪要，2014年6月17日至18日，第3页）。”

#### 4. 影响联邦基金供给的其他美联储决定

最终，美联储将不得不采取步骤来缩减其资产负债表，并且可能以比市场预期要快的速度进行。也就是说，作为整个为鼓励推高短期利率而作好准备的过程的一部分，美联储将会对以下其他问题做出决定：

- 美联储是否应该停止将其持有国债以及MBS所得之票息进行再投入？
- 美联储是否应该停止定期将到期的较短期限国债本金款项展期？

上述任一问题如果得到肯定回应，均将有助于美联储以比市场预期更快一点的速度来减少其资产负债的庞大规模。不再投入利息和本金的决定最早可能在2014年12月FOMC会议或者2015年FOMC会议上作出。这不一定会为美联储对超额准备金所付利率上升的市场意义直接产生影响，不过它提出了美联储资产负债表何时缩减回至其相对于经济规模而言比较传统水平的时点，大约是在接下来二十年内。

无论美联储通过不投入其所收到票息或本金款项来收缩其资产负债表的速度有多快，我们均认为美联储仍然非常不可能直接卖出任何国债或MBS。具体理由如下：美联储不想通过直接卖出来扰乱较长期国债市场或者支持美国房地产的MBS市场。因此，美联储的资产负债表可能会一直非常庞大，并且如果债券收益率在接下来十年或更长时间上涨的话，那么还可能会遭受潜在的未实现市场损失。

## E. 结论

自 2013 年年末以来，2015 年 7 月联邦基金期货合约已按照隐含隔夜利率为每年 25 至 50 个基点之间的价格进行交易。（参见图 4）。这与我们关于美联储利率在 2015 年 7 月之前变动情况的假设，我们对联邦基金在超额准备金利率变为 50 个基点时将会如何交易的假设以及联邦基金 0.25% 至 0.50% 之间的新目标利率区间的假设不谋而合。与此同时，2016 年 1 月联邦基金期货合约利率介于 0.75% 与 1.00% 之间，这表明截至 2015 年年、底，对超额准备金所付的利率将会提高至 1.00%，同时联邦基金目标利率区间将变为 0.75% 至 1.00%。这可能会按每次增加 25 个基点的步骤来进行，并且至少在每次逐步加息期间会专门召开一次至两次 FOMC 会议。

如果我们的观点正确，那么美联储内部的这场争论可能会越来越集中关注紧急政策（不只是 QE，还有负的实际短期利率）是否适合在过去五年当中适度但相当稳定扩张的经济这一长期问题。在这种情况下，不存在任何需要满足的失业率或通货膨胀率标准，只是一般意义上说，美国经济既不脆弱也会快要崩溃。我们的解读是耶伦美联储正在按照其讨论伯南克美联储时代遗留问题以及寻求将危机后时代的特别政策措施及所有影响经济信心的负面包袱甩在后面的这一方向前行。如果该观点站得住脚的话，那么 FOMC 会在其 2015 年 1 月或 2015 年 3 月的会议上作出首次加息决定。

图 4

