

论文 NO. 2017 年 7

发表时间：2017 年 7 月 1 日

缩不回去的美联储资产负债表

彭兴韵 张运才

摘要： 美联储如市场所预期的那样加息了，美联储非常规货币政策的退出将进入逐步缩表的新阶段。众所周知，美联储的非常规货币政策始于次贷危机。为了应对危机，美联储先是急剧地降低利率，继而将最后贷款人职能从传统的银行业机构扩展到了金融市场，再续之以固定频率和规模购买资产而实施量化宽松货币政策。非常规货币政策导致美联储资产负债表急剧扩张。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

美联储非常规货币政策退出的“三步走”策略

6月15日，美联储如市场所预期的那样加息了，美联储非常规货币政策的退出将进入逐步缩表的新阶段。众所周知，美联储的非常规货币政策始于次贷危机。为了应对危机，美联储先是急剧地降低利率，继而将最后贷款人职能从传统的银行业机构扩展到了金融市场，再续之以固定频率和规模购买资产而实施量化宽松货币政策。非常规货币政策导致美联储资产负债表急剧扩张。从2008年11月到2014年10月，将美联储资产负债表从危机前的约0.9万亿美元扩张至4.5万亿美元，增加了4倍之多，其中包括2.5万亿美元的国债和1.8万亿美元的MBS。应当说，美联储的超低利率与量化宽松，尤其是后来的扭转操作，对缓和美国金融危机以及刺激美国经济复苏发挥了重要的作用。

但随着金融市场情绪的缓和、美国经济的复苏，非常规货币政策也带来了一系列新的问题，如金融市场与实体经济不同步可能带来新的泡沫风险。早在2014年，美联储就在着手准备非常规货币政策的退出。从目前来看，美联储采取了“三步走”的策略。

第一步，停止新增资产的购买，以免资产负债表进一步扩张。随着美国经济的逐步企稳复苏，美联储开始考虑放缓乃至停止资产购买计划。2013年5月22日，伯南克在国会的证词中提出将在2013年末减缓资产购买。2013年6月19日，伯南克再次提及“在2013年末缩减资产购买是合适的”，并且指出，若经济继续复苏，美联储将在2014年“继续放缓资产购买步伐，并在2014年年中终止资产购买计划”。这一信息导致世界范围的利率迅速大幅上行、其他国家货币兑美元的急剧贬值，造成“缩减恐慌”（taper tantrum）。伯南克讲话后不久，美联储于2013年12月开始缩减资产购买金额，并于2014年10月结束资产购买计划。但资产购买计划被终止后，美联储以其持有证券的到期本金再投资，从而使其资

产负债表在 2014 年 10 月后维持在 4.5 万亿美元的水平。

第二步，渐进加息，将联邦基金利率逐渐提高至美联储认为的中性水平。2015 年 12 月，美联储首次启动加息后，虽因国际金融市场多方面因素的干扰，其利率正常化一波三折，但进入 2017 年之后，经济与金融环境似乎基本沿着美联储预期的方向发展。因此，其在 2017 年的加息可谓顺风顺水，并没有让市场有所意外。截至 2017 年 6 月末，美联储在本轮加息周期中已先后四次提高联邦基金利率至 1%~1.25% 的水平。这虽然离美联储认为的中性利率水平还有一段距离，但相当于之前的“非典型加息”。2017 年的接连两次加息已正式宣告，美国明显的经济复苏和低失业率将把美联储的非常规货币政策退出带入第三步——缩表。

货币政策正常化第三步：缩表时机与方式

美联储资产负债表的扩张通过向市场注入充足的流动性降低了期限溢价，进而降低了长期利率，克服了“伯南克难题”及“零利率下限”，对美国经济复苏起到了重要作用。2017 年 3 月，美国失业率为 4.5%，好于美联储认为的 4.75% 的充分就业水平；CPI 同比为 2.4%，核心 CPI 同比为 2%，通胀率逐渐抬头。同时，在经济复苏的背景下，充裕的流动性很可能演变为流动性过剩，进一步刺激资产泡沫，威胁金融稳定。事实上，美国的标准普尔波动率指数

(VIX) 已处于极低水平，美国股指迭创新高，市盈率仅次于“大萧条”与互联网泡沫破灭之前的水平。为了维护金融稳定，美联储已开始谨慎有序地渐进加息，然而，美联储庞大的资产负债表削弱了它通过公开市场操作影响联邦基金利率的能力。因此，经济复苏、防止新的资产泡沫、提高美联储公开市场操作影响市场利率的效力，诸如此类的因素，都构成了美联储缩表的重要理由。

早在 2010 年，伯南克就提出了资产负债表扩张的退出策略，包括向超额准备金支付利息、隔夜存款便利、定期存款便利、停止本

金再投资甚至主动出售证券等。2014年9月，美联储公布《货币政策正常化的原则与计划》，提出美联储将以渐进、可预测的方式缩减资产负债表，主要通过停止或减少其公开市场操作账户（SOMA）持有的证券到期本金再投资来进行，不会主动抛售MBS；缩表将在美联储提高联邦基金利率之后，具体时机则要视经济及金融前景而定。因此，在货币政策正常化的过程中，美联储将通过提高联邦基金利率并加强预期管理来影响未来短期利率的路径，并在联邦基金利率提高到一定程度后再通过缩表来回收市场流动性以提高期限溢价，即通过加息、预期管理及缩表的组合来影响长期利率。此外，“伯南克缩减恐慌”的一个原因便是超出部分市场投资者的预期（这部分投资者大多因预期美联储将继续实行量化宽松政策而实行了激进的加杠杆策略），一旦美联储政策出乎其预期转变，便会导致市场的巨大波动。有鉴于此，美联储在缩表的过程中，也将就“缩表”加强与市场的沟通，进行前瞻性指引。

耶伦曾于2016年指出：相对加息而言，美联储在缩表方面缺乏足够的经验，缩表对经济的影响也更具有不确定性，故而美联储应采取先加息后缩表的计划。联邦公开市场委员会（FOMC）于2017年3月中旬也指出，在联邦基金利率达到相当水平后，美联储才会开启缩表进程，以维持宽松的金融市场环境。伯南克也认为，摆脱当前极低的联邦基金利率水平后再开始缩表，能够为美联储应对包括“缩减恐慌”在内的不利冲击留出空间，使其可以再次降息。考虑到FOMC成员及市场均预期美联储将于2017年末或2018年初缩表，且市场预期美联储于2017年仍将加息两次，使联邦基金利率水平基本达到互联网泡沫破灭后的水平，故美联储大概将于联邦基金利率达到1.25%~1.5%时开启缩表进程。2017年3月，大部分FOMC成员认为，若经济仍朝预期方向发展，美联储仍将渐进加息，并以被动、可预测的方式开始缩表。“被动”是指SOMA并不主动出售其持

有的证券，而是待其到期后自动收回本金并不再继续投资；“可预测”是指美联储在缩表的时机及力度上应提前同市场沟通。此外，为减小缩表对金融市场造成的冲击，避免再次发生“减缩恐慌”，到期本金再投资将会采取逐渐削减而非到期后立即完全结束的渐进策略，也就是说，最初只是减少较小规模的到期本金，而后逐渐缩减到期本金投资的金额。根据美联储的信息，初期每月到期的国债偿还的本金上限为 60 亿美元，然后每隔三个月每月收到的到期国债偿付会增加 60 亿美元，并最终达到每月 300 亿美元。同时，美联储还预计，其持有的机构债和抵押贷款支持证券初期的每月到期偿付总额为 40 亿美元，并最终达到每月 200 亿美元的偿付额。因此，总体而言，美联储将在对经济、金融形势进行评估的基础上以被动、渐进、可预测的方式缩表。当然被动的缩表方式并不排除主动管理，美联储也需要把握缩表的节奏与力度，甚至在必要的时候重新进行本金再投资计划。

不管怎样，美联储会在加息与缩表之间寻求平衡与协调。被动、渐进、可预测的缩表策略，使得美国金融市场流动性在一定阶段总体充裕，可能会削弱美联储对联邦基金利率的控制能力。为此，美联储将通过对金融机构超额准备金支付利息和隔夜回购协议便利来控制金融市场流动性，以实现对联联邦基金利率的有效控制。由于仅有存款类金融公司可以获得超额准备金率，而金融市场流动性非常充裕，便使得超额准备金率成为联邦基金利率的上限；隔夜回购协议则允许更多机构将其资金隔夜存放于美联储账户上，隔夜回购协议便利利率便成为联邦基金利率的下限。这使得美联储可以在不进行大规模缩表的情况下实现对联联邦基金利率的控制。鉴于美国当前自然利率水平在 0.5%~1%，考虑到 2%的通胀目标，则联邦基金利率的中性水平在 2.5%~3%。美联储欲在 2019 年末之前将其恢复至中性水平，则 2017~2019 年平均将有若干次加息。这便使得美

联储在其货币政策正常化的进程中采取以加息为主、缩表为辅的策略，且缩表不会对加息造成太大影响。

美联储资产负债表不可能回归危机前水平

美联储一旦开启缩表进程，将会走向何方？《货币政策正常化的原则与计划》指出，长期内，美联储资产负债表的规模将不超过有效实施货币政策所需的规模，且资产负债表构成将以国债为主。这意味着，缩表不仅是美联储资产负债表规模的变化，同时也将是其资产结构调整的过程，即机构债和抵押贷款支持证券之类的资产将逐渐从美联储的资产负债表上消失。这是因为，美联储要尽量避免因货币政策操作造成对金融市场中非政府债券收益率的扭曲，让市场给予相应债券合理的风险定价。

同时，虽然美联储在缩表的进程中将依照到期债务的偿付额逐渐提高每月缩表的规模，但无论如何，美联储资产负债表不可能回归到危机前的水平。

第一，低利率环境增加了人们的现金需求。美国的自然利率自 20 世纪 70 年代便开始下行，目前下降到 0.5%~1% 的水平，考虑 2% 的通胀目标，则根据泰勒法则，联邦基金利率的均衡水平为 2.5%~3%，远低于危机前的水平。当前，GDP 的增长及低名义利率均增加了对流通中现金的需求。2007 年，流通中现金约为 0.8 万亿美元，纽联储工作人员认为，目前已增加至约 1.5 万亿美元，并可能在接下来的 10 年增加至 2.5 万亿美元。

第二，美联储新的货币政策框架需要较大的资产负债表规模。首先，短期利率的利率走廊机制的完善需要较大的资产负债表规模。加拿大、澳大利亚、新西兰央行及欧央行的利率走廊实践取得了巨大成功，备受伍德福德等经济学家的推崇。利率走廊机制通过将存款便利与贷款便利分别作为隔夜拆借利率的上下限，非常好地稳定了货币市场利率，同时还可以影响金融机构的借贷利率。此外，央

行还可以通过贷款便利向金融机构提供充足的流动性，这就避免了私人部门通过发行短期金融资产获得流动性后投资于长期金融资产的加杠杆行为。而且，贷款便利也能够使央行在危机发生时更好地发挥“最后贷款人”功能。加之，一旦美国经济遭遇较大的负面冲击，联邦基金利率将很快触及“零利率下限”，美联储可能再次面临“伯南克难题”。若果真如此，美联储仍将不得不再次恢复本金再投资计划甚至重新扩张其资产负债表。考虑对 1.5 万亿美元现金及 1 万亿美元准备金的需求，美联储资产负债表规模至少需要 2.5 万亿美元。而且，随着经济的增长，这一规模仍将有所增长。

第三，美联储缩表需同美国财政状况相配合。国际金融危机后，由于税收收入的下降及联邦政府的财政刺激政策，联邦政府债务大幅提高至目前的 18 万亿美元左右的规模，超过莱因哈特所说的 90% 的杠杆率。其中，美联储持有约 2.5 万亿美元的国债，占债务总额的比重约为 14%，这意味着，美联储实际上是美国财政部的重要融资来源之一。随着人口老龄化加剧，美国财政支出有增无减，而特朗普又大幅度地减税，并宣称要进行大规模的基础设施建设，美国财政状况可想而知。与此同时，中东国家由于石油价格的低迷也难再有大规模石油美元，而海外资金是美国债最大的资金来源，中国与中东国家又是重要的海外资金提供者，短期内没有新的融资来源将导致海外资金对美国国债购买的减少。虽然美国政府可以通过加息、缩表及税收政策吸引部分资金回流，但恐怕缺乏持久性。虽然美国家庭储蓄的提高也能为弥补财政赤字作出部分贡献，但贡献极其有限。唯一的希望在于，美国能够通过资金回流与税收政策，振兴其制造业，但这即便能够成功，也是远水解不了近渴。至少在相当长的时间内，美联储都将不得不承担起为美国赤字融资的任务。虽然法律禁止美联储为赤字融资，但它可以在二级市场大量购买国债。可以预见，随着美国财政状况恶化，美联储是难以大幅削减其

持有的国债规模的，这就决定了美联储的缩表事实上是有限的。

总体来看，由于缩表主要是缩减中长期国债和抵押贷款支持证券，而抵押贷款支持证券到期绝大部分在 10 年以上，这就意味着，在未来 5 年内，如果美联储采用被动方式进行缩表，缩减的主要资产为 1~5 年到期的国债，其规模约为 1.2 万亿~1.4 万亿美元。再考虑美联储很可能采取渐进缩表方式，则 2018~2023 年美联储资产负债表规模仍将维持约 3.5 万亿美元的规模。

缩表的可能影响：初期的“缩减恐慌”，长期的“格林斯潘之谜”

美联储在 2017 年已连续两次加息，联邦基金利率目标值已达到了 1%~1.25%，为缩表创造了必要的利率环境。虽然美联储一贯坚持谨慎有序的货币政策操作原则，缩表开始后将以被动、渐进、可预测的方式进行，且最终缩表的规模将非常有限，但缩表仍会对金融市场造成明显的冲击。

缩表将回笼市场流动性，提高期限溢价，从而推高长期国债收益率，使得收益率曲线暂时陡峭化。因此，美联储公布缩表计划时，很可能引发新的“缩减恐慌”，导致世界范围内利率的上升和其他国家货币兑美元的贬值。当然，由于市场对缩表已有预期，其冲击规模将不及 2013 年 6 月的缩减恐慌，而且冲击持续的时间不会太长。

由于美联储将会以可预测的方式缩表，故缩表计划公布之时，资产价格就将会反映相当整个缩表的影响，反而使得之后的缩表影响较小。而且，由于缩表规模总体温和，使得市场流动性总体仍然充裕，甚至会出现流动性过剩的局面，这便会导致长期国债收益率在最初提高后基本保持稳定甚至略有下降。也就是说，新的“格林斯潘之谜”（指美国短期利率上升、长期无风险利率却下降的情况）是最初的“缩减恐慌”过后很可能出现的局面。届时，美国国债收益率曲线在短暂的陡峭化后将走向平坦化。“格林斯潘之谜”可能刺激资产泡沫，由于美国房地产市场刚刚经历严重的危机，下一个资产

泡沫更可能发生在股票市场。美国股指可能在充裕的流动性、稳定的长期利率及特朗普的美好承诺下创出新高并走向泡沫化，整个经济也可能在资产泡沫驱动下走向“虚假繁荣”。届时，美联储将可能采取更为激进的加息与缩表策略，导致更为剧烈的“缩减恐慌”并刺破资产泡沫。这大概是美联储在货币政策正常化的缩表进程中投鼠忌器之所在。