

美联储启动缩表进程 全球货币政策走向趋同

研发部 余潜

事件:

美国当地时间9月20日(北京时间9月21日凌晨),美国联邦公开市场委员会(FOMC)召开了9月份的议息会议,会后发布决议:暂时保持1%-1.25%的联邦基金利率目标区间不变,同时将按照6月份议息会议决议中公布的计划,从今年10月份开始逐步缩减其高达4.5万亿美元的资产负债表,并将在10月13日宣布抵押贷款支持证券(MBS)再投资的初始上限。这一决议的公布,基本兑现了市场此前对10月份将启动缩表进程的预期,这也将是自2008年金融危机之后美联储的首次缩减资产负债表的行动,具有历史性的意义。

缩表的背景、进程及其方式:

所谓缩表,即是中央银行缩减资产负债表的行为。2008年金融危机爆发之后,美联储为了阻止危机的进一步蔓延,刺激美国宏观经济增长,不仅将联邦基准利率降至超低水平,也通过量化宽松货币政策大量购买了美国国债和机构抵押贷款支持证券,从而直接导致美联储的资产负债表规模从金融危机前的9000亿美元膨胀至目前的约4.5万亿美元,增长了400%。尽管美联储自2014年起就己不再新增额度用于购买债券,但是由于到期债券的循环再投资,资产负债表的规模一直保持在目前的高位水平。

当前,美国经济已稳步复苏,美联储也开始步入相对稳定的加息周期,在此背景下,缩减庞大的资产负债表变得切实可行。美联储曾在6月份的议息会议决议中列出缩表进程计划,即2017年四季度缩减300亿美元(其中国债180亿,MBS120亿),2018年全年缩减4200亿美元(其中国债2520亿,MBS1680亿),2019年及之后每年缩减6000亿美元(其中国债3600亿,MBS2400亿),直至美联储认为资产附表规模达到合理水平为止¹。

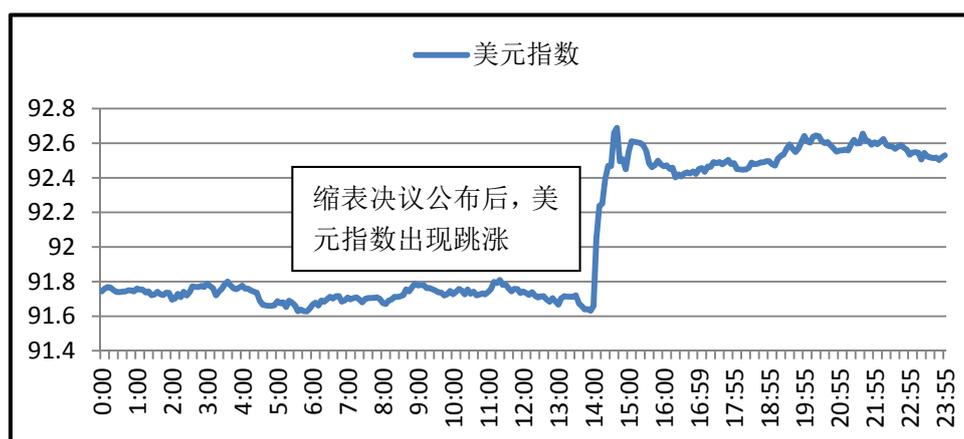
从缩表方式上来看,美联储此次缩表将采取渐进被动的方式进行,即让所有相关债券资产自动到期后不再继续投资,而不是主动或者一次性的出售现有资产。这将留给市场较为充裕的时间来缓解流动性逐步收紧所带来的冲击,有利于稳定市场情绪。

¹ 美联储未公布资产负债表的最终合理规模,只是宽泛地定性指出:“最终的资产负债表规模将大幅低于当前水平,但高于危机前的水平”。

市场反应：

由于市场此前对此次议息会议决议中的主要内容已有较为充分的预期，所以全球市场整体反应较为稳健，并未出现恐慌情绪，仅美国国内部分指标出现一定程度波动。美联储会议声明发布后，美股三大指数均出现一波下跌行情，而后跌幅又迅速收窄，甚至开始反弹回升。截至 20 日收盘，道琼斯指数和标普 500 分别收报 22412.59 点和 2508.24 点，各自上涨 0.19% 和 0.06%，而纳斯达克指数则小幅下跌 0.08% 至 6456.04 点。美国国债价格下跌，收益率走高，其中 2 年期美债收益率日内涨幅达到约 3.4 个基点，创下自 2008 年 11 月以来的新高，而 10 年期美债收益率日内涨幅也达到了 2.4 个基点，刷新了今年以来的盘中高位。美元指数突破 92 的关口，一度涨幅超过 0.8%；而与此同时，黄金价格则出现跳水，COMEX 金价跌破 1300 美元/盎司。由于缩表从本质上来说同加息一样，都是量化宽松的逆操作，所以此次缩表行动所带来的市场反应也与美联储前几次加息所导致的市场反应基本一致。

图 1：美元指数在“缩表决议”公布前后的走势



来源：新世纪评级整理

后续影响：

短期来看，此次美联储开启缩表进程的影响主要有以下几点。

（一）提高美联储的货币政策弹性。缩减庞大的资产负债表至合理的水平将给予美联储充分的货币政策弹性，可以对不同的经济形势作出不同的反应。在经济衰退时期，美联储有还有能力通过再次扩大资产负债表，放宽货币发行来刺激经济增长；在经济过热导致通货膨胀高涨时期，美联储有能力进一步缩减资产负债表，收紧货币政策来释缓解通胀。

(二) 促使美国债券市场利率上行。美联储缩表进程的启动标志着美国量化宽松的货币政策的正式退出，将导致美国本土资本市场的流动性趋紧，促使美国债券市场利率出现一定幅度的上升。

(三) 推动美元升值。与通过加息直接提高资金成本相比，“缩表”等于直接从市场抽离基础货币，流动性的收紧将助推美元升值，加之美联储持续加息，美元利率上升，美国资金回报率上行，对资本的吸引力增强，从而引起全球资本从新兴市场、欧洲等地区流入美国。这些国家和地区如不及时采取应对措施，资本的持续外流将不可避免的导致其经济增长的放缓以及本国货币的贬值。

(四) 加速全球货币政策转向。美联储启动缩表进程后，美元大概率走强，加之美联储自 2015 年底以来已数次加息，这将会使欧洲²、英国、日本等各主要国家的货币政策取向加快转向偏紧，进而推动全球货币基础性利率的上行，全球货币政策自此将步入同一频道。

(五) 短期内，美联储缩表将对人民币兑美元汇率形成一定压力，但整体来看，对中国经济的影响不大。本次议息会议决议公布后，美元指数跳涨至 92 上方，美元短期走强趋势明显，对人民币兑美元汇率形成一定压力。但考虑到在经历了一轮快速升值和央行调整外汇风险准备金政策后，人民币升值和贬值预期已逐渐形成新的均衡。同时，鉴于中国宏观经济企稳回暖态势明显、中美利差安全边际较高、逆周期调节因子作用凸显等因素，人民币兑美元汇率已逐步具备双向波动的基础，预计年内人民币汇率将稳定在合理的区间范围内。

长期来看，美联储缩表进程的启动标志着美国正式且完全退出量化宽松的货币政策，这将导致美国本土资本市场流动性的趋紧。同时全球各主要经济体货币政策也将逐步转向，进而导致全球范围内流动性风险的上升，或将对全球股市、债市的稳定性造成一定的负面影响。因此，我们需持续关注美联储缩表的具体进程和规模，若其缩表进程偏快或者缩减规模不能与美国经济和金融的实际发展状况相适应，则将会对包括美国在内的全球经济和资本市场造成一定程度的冲击。

² 尽管欧央行将维持现行利率政策至 2017 年底，但市场普遍预估在 10 月份的议息会议上欧央行将出台 2018 年欧元区紧缩货币政策。