



美联储缩表： 这次有什么不一样？

Fed's Balance Sheet Reduction: What's Different this Time?

钟正生 张璐 李梹剑

上一轮美联储货币政策正常化回顾

美联储上一轮货币政策的正常化始于2013年5月，时任美联储主席伯南克在一次演讲中表示，“如果发现美国就业市场持续好转，美联储可能在今后的某一次会议中开始逐步放慢购买资产的速度”，向市场传递了缩减（Taper）信号。但由于与市场沟通并不充分，金融市场出现了显著波动，即“缩减恐慌”（Taper Tantrum）。2013年12月，美联储议息会议宣布Taper时间表，2014年1—10月逐月削减并最终结束量化宽松（QE）。2015年12月，美联储开启了金融危机后的首次加息。

随着美联储加息进程的深入，缩表也被提上日程。2017年10月开始，美联储决定以每月60亿美元、40亿美元的速度

缩减其持有的国债、抵押贷款支持证券（MBS），并在之后的12个月内按照每三个月增加60亿美元、40亿美元的速度递增。直到一年后的2018年10月，美联储缩表速度才达到每月500亿美元的峰值。这或许反映出，由于缺乏有效参照，上一轮缩表中美联储的操作更加谨慎，当时的美联储更希望通过缓慢的、渐进式的缩表，减轻流动性收紧对金融市场的冲击。

不过，2019年8月美联储提前停止了缩表。在2019年7月议息会议上，美联储宣布将从当年8月起停止缩表，这一举动比原计划提前了2个月。当时美联储停止缩表，主要有两方面原因。

避免降息与缩表同时进行、发出不同政策信号。2019年8月议息会议上，为了应对低迷的通胀以及全球增长放缓的压

作者单位：平安证券股份有限公司。



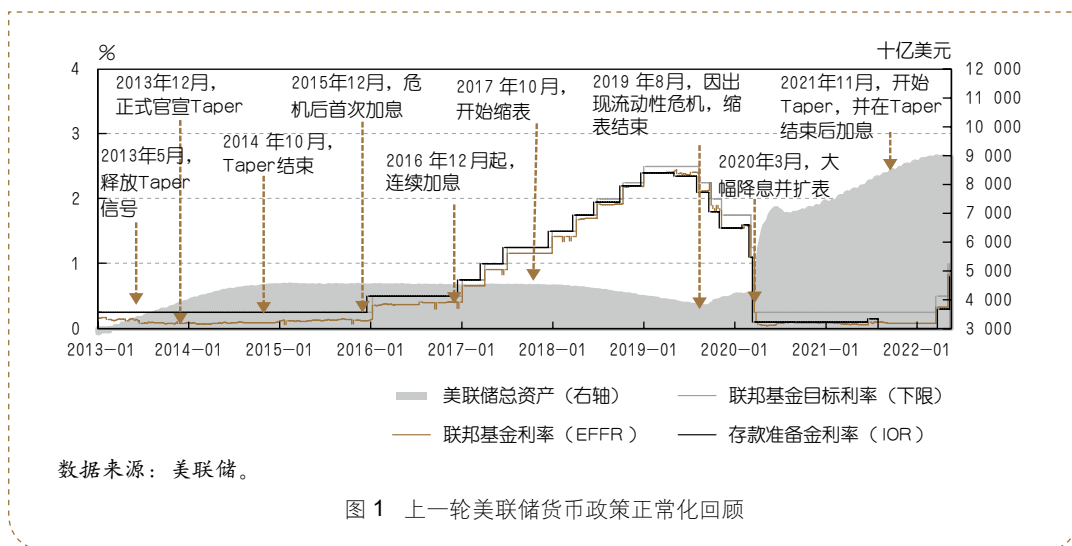
力，美联储宣布将联邦基金目标利率下调0.25%。正如美联储反复指出的，联邦基金目标利率是其调整货币政策立场的主要手段。言外之意即是，缩表与扩表只是其货币政策的辅助手段。因此，当经济下行压力加大，政策利率需要下调时，缩表需要“让位”于降息。

货币市场开始出现流动性紧缺。自2019年中开始，随着流动性的不断缩减，联邦基金利率开始突破作为上限的存款准备金利率，“钱荒”事件频发，“利率地板”体系逐渐走向失效边缘。2019年7月美联储议息会议纪要中特别提到，缩表带来的准备金减少导致短端利率大幅波动，也表明当时美国货币市场流动性已开始出现短缺。而在2019年10月美联储的声明中表示，为确保准备金充足，美联储将进行

定期回购操作，以向市场注入流动性，降低货币市场风险。

本次美联储缩表的背景不同

从美联储货币政策关注的两大方面——增长与就业来看，与2017年10月开启缩表相比，本次美联储缩表时的宏观背景有所不同，尤其是通胀方面。与2017年初的低通胀、低失业率不同，目前在劳动参与率尚未完全恢复的背景下，美国的失业率更低，但通胀更高。根据美国劳工部数据，2022年3月美国消费者价格指数（CPI）同比达到8.5%，创下近40年来新高。并且，在补库存需求下滑、贸易逆差大幅增长等短期因素冲击下，2022年一季度美国国内生产总值（GDP）环比折年率下滑1.4%，经济开始出现滞胀迹象。





高通胀的背景决定了本次美联储缩表的节奏不同。2013年5月时任美联储主席伯南克释放Taper信号后，2013年末美联储才真正开启Taper，直到2014年10月Taper结束，此后又过了一年多的时间美联储才开始加息。从开始Taper到缩表之间的时滞更是达到了46个月，且开始缩表时的美国联邦基金目标利率已经达到1.25%—1.50%。

为了应对不断加剧的通胀压力，本轮美联储缩表的节奏要快于以往。从2021年下半年释放Taper信号开始，美联储的货币政策正常化进程便不断加速。本轮美联储货币政策正常化中，从开启Taper到缩表之间的时间间隔仅有半年左右，紧缩节奏较之前大大加快。美联储5月议息会议纪要表示将从6月1日开始缩表，每月拟减持475亿美元资产，三个月后每月拟减持950亿美元资产。不仅初始缩表规模、节奏远高于上一轮，每月最大缩表规模亦高于上一轮的每月500亿美元。缩表规模与节奏的变化将使得本轮美联储资产负债表以更快的比例下降：2017年10月—2019年8月这22个月的时间里，美联储资产负债表规模共下降约7 000亿美元，降幅15.7%。而若按本次美联储的缩表计划，大约在16—17个月后（即2023年10月前后），美联储的资产负债表就将下降同等比例。

往后看，本次缩表中美联储或将呈现出更大的灵活性。一方面，目前美国就

业仍然较为强劲，失业率、领取失业金人数等均处于历史较低位置。因此，若美国通胀压力加剧，美联储或将加快其缩表步伐，正如2021年12月其加速Taper一样。另一方面，美国经济在库存投资回落、进口大增等“暂时性因素”影响下，一季度环比折年率出现下滑。尽管对于这些是否属于暂时性冲击仍存争议，但市场和美联储对美国经济“硬着陆”的担忧无疑在增加。况且，加息与缩表具有一定替代性，美联储亦会细加权衡组合拳的效应。因此，若后续美国通胀压力有所缓和，美联储也有可能放慢其缩表步伐，以减小货币政策紧缩对经济的冲击。这也符合美联储2022年5月议息会议上“将在快达到‘充足水平’时减缓缩表节奏”的模糊表述。

本次美联储资产负债表结构以及政策工具不同

从资产端来看，美联储的资产主要是持有的证券资产，即其在扩表时购买的各类国债、MBS等，占比接近95%；从负债端来看，美联储的负债包括现金、银行准备金、财政部存款以及逆回购协议，以上四项占比超过99%，尤其是银行准备金，占比超过40%。

与2017年10月相比，美联储资产端持有的国债占比明显提升，而MBS占比相对较低。其中，国债在美联储总资产中的占比由2017年10月的55.3%上升至2022年4



月末的64.5%，目前持有规模约5.7万亿美元。而MBS在美联储总资产中的占比则由39.7%下降至30.4%，但规模也超过了2.7万亿美元。

与2017年相比，当前美联储资产负债表负债端的差异更为明显，财政部一般存款、逆回购协议的规模和占比明显提升。2017年10月上一轮缩表开始时，美联储负债中的财政部一般存款、逆回购协议规模分别为1 851亿美元、3 749亿美元，占总负债的比重为4.2%、7.9%，而银行准备金占比超过50%，这也导致上一轮缩表时负债端的下降主要通过准备金规模下降实现。但截至2022年4月末，财政部一般存款、逆回购协议的规模和占比均有明显提升，其中财政部一般存款规模达到9 574亿美元，占比10.8%，逆回购协议规模更是达到2.09万亿美元，占比23.5%，二者之和已接近准备金规模。

由于美联储目前资产负债表结构以及政策工具均出现了较大变化，缩表对于流动性的扰动可能相对较低。

第一，从资产端看，MBS占比下降使缩表时的不确定性降低。对于国债来说，由于其到期日、到期规模可知，因而国债的减持步调基本确定。但是，MBS的减持过程可能存在一定不确定性。这主要来源于：一方面，MBS存在提前偿付的可能性，借款人在出售房屋或为抵押贷款再融资时，可以选择随时偿还任何额外的抵押

贷款本金；另一方面，从操作流程上看，MBS再投资的时间间隔较长，从收到本金（导致持有量减少）到相应的新MBS被添加到资产负债表（导致持有量增加）之间的时间间隔最长可达三个月。在上一轮缩表时，MBS的占比较高，减持规模相对更高，达到了国债减持规模的2/3。但2022年5月美联储议息会议显示，本轮缩表中美联储减持规模最多为每月600亿美元国债、350亿美元MBS，MBS在减持中的占比更低，这意味着本轮缩表的不确定性相对更低。

第二，从负债端看，逆回购协议规模上升意味着市场上的流动性较为充裕，可以缓解缩表带来的流动性冲击。美联储的逆回购工具与我国央行正回购的功能类似，都是通过向金融机构出售证券，并约定在一段时间后回购，来达到回收市场上多余流动性的目的。因此，在流动性过剩、市场利率较低的时期，非银金融机构为了获取稳定的收益，会选择将资金投向美联储的逆回购协议，逆回购协议利率由此成为充足准备金制度下美联储利率走廊的下限，逆回购工具的使用量也在一定程度上反映了市场流动性的充裕程度。

为何目前逆回购协议的占比均远高于上一轮缩表开始时？首先，对于银行来说，持有准备金是存在成本的。银行持有的准备金规模增加后，其整体资产负债表规模也将扩大，进而带来更高的资本监

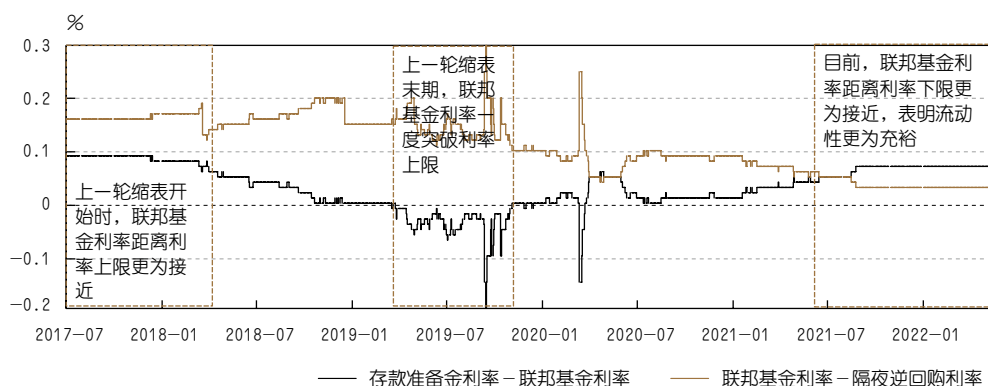


管要求，因此银行持有准备金的意愿并不会无限增长。其次，银行持有准备金的收益来自于套利交易，即按照市场回购利率（介于隔夜逆回购利率与存款准备金利率之间）从非银金融机构借入资金，并将这部分资金存入美联储，获得按存款准备金利率计算的利息。因此，存款准备金利率和隔夜逆回购利率之间的价差衡量了套利交易的收益。上一轮缩表开始前后，这一利差保持在0.25%，而目前仅为0.10%，这无疑使得银行的套利收益下降，进而限制了其从非银金融机构借入资金的意愿。因而，大量的流动性淤积在非银金融机构中，非银金融机构只能直接将这部分资金存入美联储，导致目前逆回购协议的占比明显提升。

目前联邦基金利率的相对位置同样表

明，目前流动性较上轮缩表开始时更为充裕。如前所述，存款准备金利率与隔夜逆回购利率分别是联邦基金利率的上限和下限。计算存款准备金利率与联邦基金利率之差和联邦基金利率与隔夜逆回购利率之差（分别代表短期利率与利率上、下限的距离）可以发现，在上一轮美联储缩表开始前后，存款准备金利率与联邦基金利率之间的差值更小，代表当时短端利率距离上限更为接近；而在目前，联邦基金利率与隔夜逆回购利率的差值更小，短端利率距离下限更为接近，反映出的即是目前流动性较上轮缩表开始时更加充裕。

上一轮缩表开始时，美联储资产负债表负债端多为银行准备金，但目前逆回购协议规模的大增以及联邦基金利率更接近利率下限表明，无论是银行还是非银金



数据来源：美联储。

图2 联邦基金利率与存款准备金利率、隔夜逆回购利率相对位置

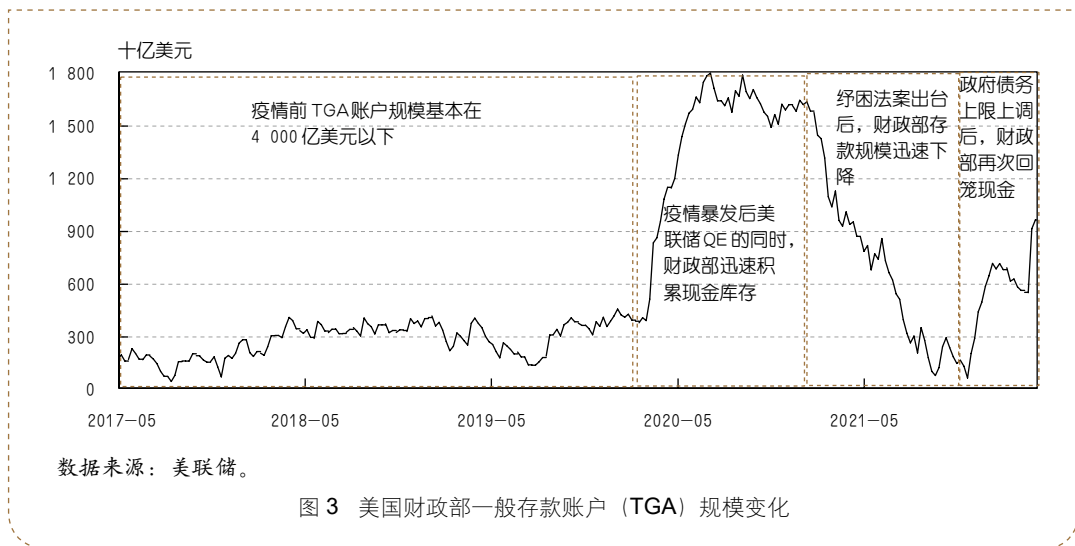


融机构的流动性，均较上一轮缩表开始时更为充裕。因此，当美联储通过缩表回收流动性时，其资产负债表资产端持有的债券规模下降；而对于负债端来说，可通过逆回购协议规模的下降实现相应缩减，进而降低缩表对于准备金及市场流动性的冲击。

第三，财政部一般存款规模的下降将释放一定流动性。财政部一般存款规模的高增也是本次缩表时的另一项重要特点。与我国财政存款的作用类似，美国财政部一般存款的变动也会对市场流动性形成扰动。新冠疫情暴发前，美联储资产负债表中财政部一般存款（TGA）规模虽然有一定波动，但总规模基本保持在4 000亿美元以下；疫情暴发后，美国财政部通过发行国债大量融资，TGA规模迅速上升，一度

达到近1.8万亿美元的天量。2021年一季度，随着1.9万亿美元纾困法案的推出，TGA规模迅速下降。2021年中美国政府债务触及上限，财政部难以继续通过发债融资，TGA账户余额不断下降，一度降至不到600亿美元，在此过程中向市场释放了大量流动性。但2021年12月美国政府债务上限再次调升后，财政部通过发行国债迅速重建了其现金储备，截至2022年4月末，TGA账户规模已超过9 000亿美元。往后看，美国财政政策也将逐步正常化，TGA规模可能会在2022年下半年缓慢回落至疫情前水平，进而向市场释放一定流动性，缓解缩表带来的流动性冲击。

第四，常备回购便利（Standing Repo Facility, SRF）工具的推出降低了流动性短缺发生的概率。2019年中开始，





美国金融市场流动性便出现短缺迹象，即期利率不断突破联邦基金目标利率上限。2019年9月，在缴税及国债发行等因素影响下，联邦基金利率一度高于存款准备金利率0.2%；2020年3月美国金融市场再度爆发“钱荒”，代表未来资金借贷成本的3个月FRA/OIS利差一度升至2008年以来高点，纽约联储回购操作连续遭超额认购。频繁发生的流动性短缺引起美联储关注：2021年7月，为了解决货币政策正常化过程中可能出现的流动性短缺问题，美联储“未雨绸缪”地推出了SRF工具。该工具允许合格交易商以国债、资产支持证券（ABS）或MBS为抵押品，以一定利率（通常被设定为联邦基金目标利率的上限）从美联储借入美元。

SRF工具主要通过两个渠道发挥作用。如前所述，存款准备金利率只有在流动性充裕的情况下才会发挥利率上限的作用。当流动性开始紧张时，部分金融机构愿意以高于存款准备金利率的水平从市场借入资金，导致短端利率突破作为利率上限的存款准备金利率。SRF工具的功能简单来说便是，以一定的利率向市场释放流动性，进而降低利率上行压力，正如2019年9月SRF工具尚未推出时，美联储通过回购操作压低短期利率一样。同时，SRF工具的推出增强了市场对于短期利率稳定的信心，进而降低了市场利率大幅波动的可能性。因此，该工具可以保证即期利率运

行在联邦基金目标利率范围内。

小结

与2017年开启的缩表相比，通胀压力的加剧导致本次美联储缩表的节奏可能更快，但通胀走势的不确定性以及美国经济“硬着陆”的风险，也使得美联储后续缩表的灵活性更强。与此同时，美联储也需细加权衡相机观察加息与缩表“组合拳”的效应。更重要的区别在于，从逆回购协议规模来看，目前美国金融市场的流动性已过度充裕，叠加后续财政部一般存款规模可能下降以及SRF工具的提前推出，本次美联储缩表对市场流动性的冲击或不及以往。

需要注意的是，尽管缩表初期市场流动性或许不会受到过大扰动，但资产价格仍然可能出现巨大波动。自2022年5月初美联储议息会议宣布即将开启缩表以来，10年期美债收益率一度上行至3%以上，尤其是10年期美债实际利率从5月4日的0.07%蹿升至5月10日的0.34%（而3月1日10年期美债实际利率仅为-0.90%），即体现了市场在进一步计入缩表的影响。同期，美元指数在103以上高位震荡，导致多数非美货币汇率急跌；美股也出现了明显回调，标普500指数一度跌至4 000这一关键点位之下。因此，从对资产价格的影响来看，美联储缩表的冲击依然不可小觑。^[N]

学术编辑：曾一已