



## 美联储缩表=流动性紧缩？未必！

2017年/6月

全球宏观经济研究员 刘绍东

010-66555862

shaodong\_liu@chiefgroup.com.hk

### 摘要：

- 5月25日公开的联储会议纪要再次提到缩表，虽然联储仍指出目前会维持当前资产规模，但也提出一个渐进且可预测的缩表过程设想。
- 次贷危机后流动性计划和量化宽松导致美联储资产规模激增，但并没有造成市场流动性的泛滥，其原因在于此次美联储扩表是“内循环”扩表。扩表产生的资金在美联储、财政部和金融机构之间循环。
- 内循环扩表有三大优点：其一，财政部给金融机构注入资金增强市场的信心，切断风险蔓延的可能性；其二，联储通过负债端准备金的增加为财政部的不良资产救助计划融得所需资金；其三，救市所用资金一直在体系内部循环，不会大量涌入市场。
- 内循环扩表的核心缺陷在于：超额准备金是随时可能被提取的，而国债和MBS都是有期限的。这样就形成美联储负债端的超短久期和资产端的较长久期，即联储资产负债久期错配。
- 美联储缩表的选择从资产端看，联储会采取停止到期国债再投资的被动缩表方式；从负债端看，联储可能会通过增加逆回购协议的规模来增强自身的主动性。
- 缩表的过程和造成的影响都要求缩表与加息同时进行。
- 根据当前美国经济运行状况和联储持有国债期限结构，联储在2017年底到2018年初将具备缩表条件。
- 未来美联储缩表将资金还给商业银行后，商业银行会将这些资金贷出。因此联储缩表是市场流动性释放的过程，而非收缩过程。



## 目录

1、内循环扩表的非典型性.....	4
2、扩表造成的资产负债久期错配迫使联储缩表.....	7
3、缩表的选择.....	8
4、美联储缩表将是流动性释放的过程.....	11



图 1 各国 M2 同比增速.....	4
图 2 内循环扩表的资金流向.....	4
图 3 美国 M2 货币乘数.....	5
图 4 美国 M2 与流通现金比值 (1920-1970) .....	6
图 5 美国 M2 与流通现金比值 (2002-2017) .....	6
图 6 美联储持有中短期国债到期日.....	7
图 7 准备金余额变化.....	7
图 8 美联储负债结构 (2002-2017) .....	8
图 9 美联储持有所有国债到期日.....	10
图 10 准备金及商业银行持有证券规模.....	11
图 11 商业银行信贷规模.....	11



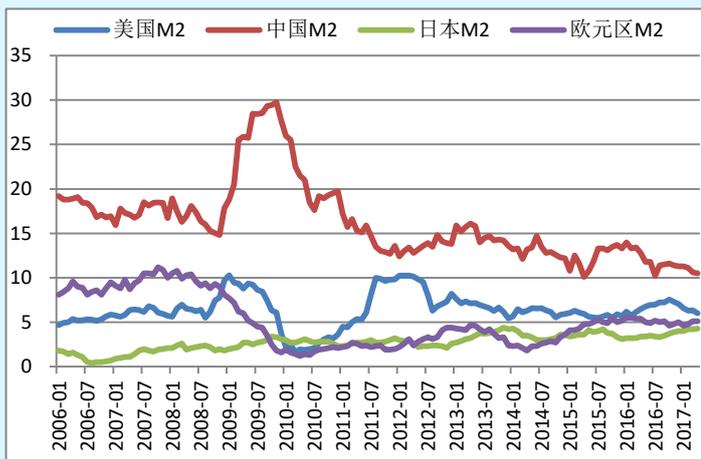
5月25日公开的美联储会议纪要再次提到缩表，虽然联储仍指出目前会维持当前资产规模，但也提出了一个渐进且可预测缩表过程的设想：联储将设置一个每月可停止再投资证券市场价值上限，超出此上限的部分将继续滚动再投资。随着这个限额的不断提高，再投资额将减小，联储每月减持的证券市场价值将扩大。此限额初始值将设定的较低，以避免一开始对市场的冲击，随后每三个月调整一次，最终限额将增至合理水平直至联储资产负债表正常化。

美联储自1913年成立以来，经历过6次明显的资产规模收缩。无论是主动缩表还是被动缩表，结果都是市场流动性紧缩，无一例外的拖累美国经济增速，使得失业率上升。然而美联储此次缩表和过往的缩表有明显的不同，此次缩表的结果不仅不会使得市场流动性收缩，反而很大可能会释放更多流动性。要分析清楚此次缩表可能路径及潜在影响，还要从次贷危机后扩表路径中寻找内因。

## 1、内循环扩表的非典型性

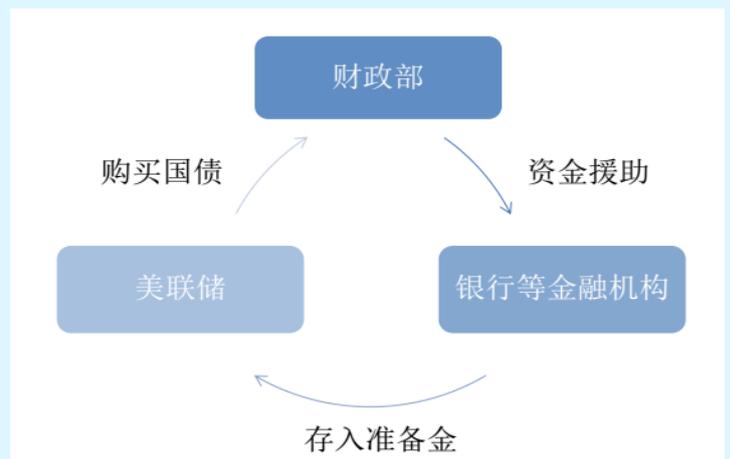
通常人们认为美联储资产规模的扩张会释放大量流动性，造成宽松的资金环境，因此它的逆过程缩表必然造成流动性紧缩。然而次贷危机后美联储资产规模的迅速扩大，并没有造成市场流动性的泛滥，即便是美国M2同比增速最快的2009年1月也仅为10.3%，低于欧元区M2同比增速的高点，也远低于我国流动性释放速度。造成这样结果的原因便是此次美联储扩表采用“内循环”方式。

图1 各国M2同比增速



资料来源：Wind、致富研究院

图2 内循环扩表的资金流向



资料来源：致富研究院

随着次贷危机的发酵，时任财政部长的鲍尔森在前美联储主席伯南克的支持下，于2008年9月18日向国会申请紧急资金以阻断危机的蔓延。在雷曼兄弟破产两周后，国会终于通过该提案并批准7000亿美元的“不良资产救助计划（TARP）”。在资金的使用上财政部提出了四个方案，鲍尔森最终决定采用直接购买银行股权的方式。10月12日，鲍尔森召集美国最大的9家银行CEO，并告知他们，财政部将通过购买银行优先股的方式注入资金。其中花旗银行、摩根大通和富国银行各获得250



亿美元资金；美国银行获得 150 亿美元资金；高盛、美林证券和摩根斯坦利各获得 100 亿美元资金，全美共有超过 500 家银行获得了财政部的资金支持。

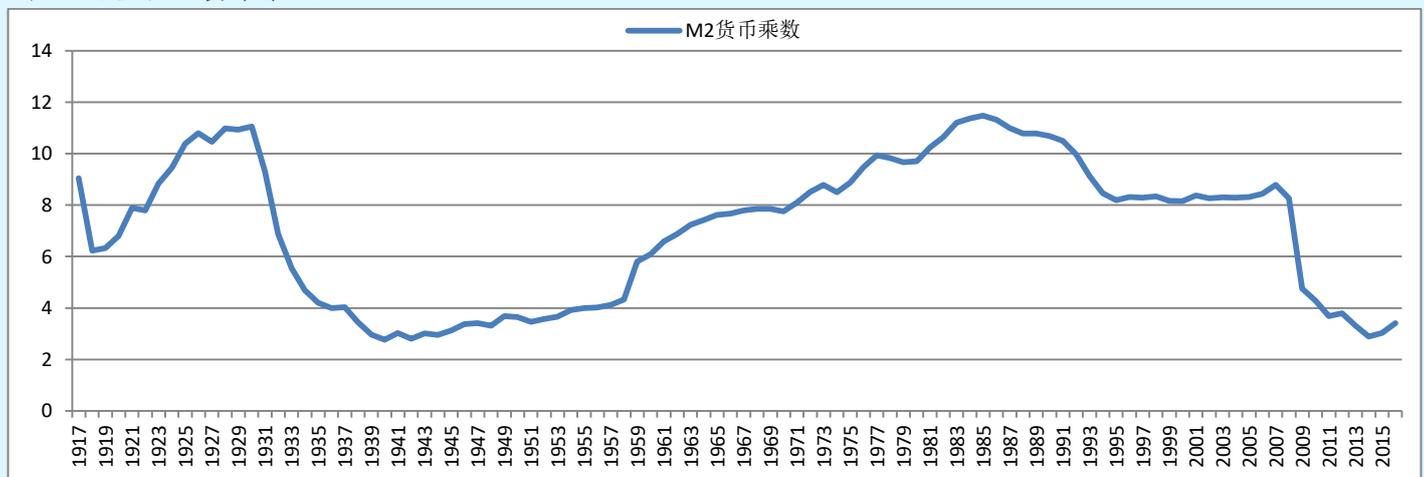
在这些金融机构获得资金后，他们并没有利用这些资金放贷，而是转手存入美联储形成超额准备金。在鲍尔森召集银行 CEO 会谈之前的 10 月 3 日，国会通过紧急经济稳定法案（Emergency Economic Stabilization Act of 2008），授权美联储为存款机构准备金付息。因此在经济环境不理想的时候，将获得资金存入美联储获得无风险利息是金融机构最好的选择。

在美联储获得存款机构的准备金后，联储利用这些资金购买了国债和 MBS。不同于国债为财政部融资，MBS 将资金大量注入“两房”等政府支持企业（GSEs）及相关金融机构。而由于市场分割，这些企业不能直接将资金存入美联储以获取无风险利息，只能存入银行，再由银行存入美联储。但无论是经过财政部还是其他机构，这些随着美联储资产规模扩大而增加的资金始终在体系内部循环，并未直接流入市场。

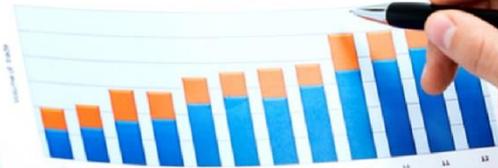
“内循环”扩表可以看做各方资产规模扩大，也可视为各方净资产规模没有改变。这种循环式扩表像击鼓传花一样，将资金在体系内的各方都过了一次手，使得各方的资产和负债同步大幅上涨。但实际增加的只是账面数值。

美联储和财政部共同设计的“内循环”缩表在次贷危机时是必要的。其一，2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟破产使得市场已经焦躁不安，而 25 日美国第六大银行，资产超过 3000 亿美元的华盛顿互惠银行被政府接管基本使市场情绪处于崩溃边缘，其他银行面对挤兑崩盘的风险，而各大银行的破产无疑会引爆无法估计的链式反应。此时财政部给金融机构注入资金及时增强了市场的信心，切断了风险蔓延的可能性。其二，联储通过负债端准备金的增加为财政部的不良资产救助计划融得所需资金，使得财政部在赤字的情况下依然有足够资金救助金融市场。其三，由于救市所用资金不会造成流动性泛滥。

图 3 美国 M2 货币乘数



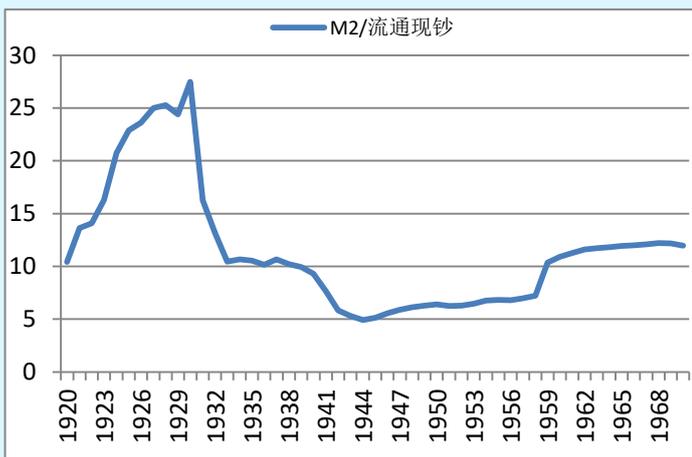
资料来源：Econdatus、致富研究院



之所以没有造成流动性泛滥，是因为由于超额准备金的存在，虽然基础货币量大幅上升，但相应的货币乘数也大幅下降。根据货币供应量和基础货币的关系  $M=m \times B$ ，其中  $M$  是货币供应量， $m$  为货币乘数， $B$  为基础货币投放量。虽然美联储扩表使得基础货币投放量大幅上升，但其中的流通现金量增速并未明显提升，增加的只是其中的存款机构在联储存款（即准备金）。

随着  $B$  基础货币结构的变化， $m$  货币乘数出现大幅减小。在危机之前， $M2$  货币乘数一直保持在 8.3 倍附近；在危机爆发初期，由于信贷需求的激增，货币乘数出现短暂上升，最高升至 9.32 倍；在联储开始量化宽松后，由于超额准备金余额的上升，货币乘数急剧减小，一度低于 3 倍，当前为 3.54 倍。因此虽然  $B$  基础货币投放量上升，但同时  $m$  货币乘数下降，他们的乘积  $M$  货币供应量并没有过快增长。

图 4 美国 M2 与流通现金比值 (1920-1970)



资料来源：致富研究院

图 5 美国 M2 与流通现金比值 (2002-2017)



资料来源：致富研究院

相比而言，在剔除准备金影响后， $M2$  和流通现金的比值更为稳定，基本浮动于 9-10 倍之间。在危机爆发初期，同样由于信贷的激增，两者比值升至 9.94 的高点；后期虽然量化宽松释放较多流动性，但由于准备金的存在，大部分流动性仍留在系统内部。因此虽然  $M2$  货币乘数大幅减小，但  $M2$  与流动现金的比例较为稳定，逐渐回落至危机前的 9 倍附近。

因此总体而言：虽然在次贷危机以后，美联储通过流动性计划和量化宽松注入大量资金，导致庞大的联储资产负债表。但是，以美联储为准备金付息为核心“内循环”扩表的巧妙设计，美国政府既切断金融危机蔓延的可能，又使得救市资金循环于体系内部，并未造成市场流动性的泛滥。

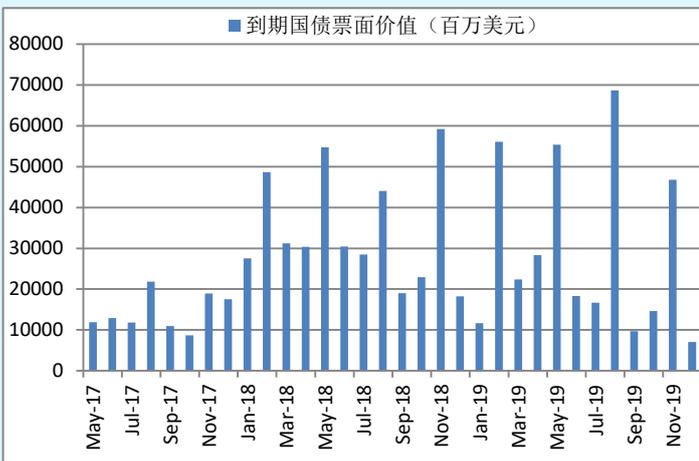


## 2、扩表造成的资产负债久期错配迫使联储缩表

美联储和财政部共同设计的“内循环”扩表救助市场无疑是精妙的，但最精妙的复杂体系也会存在缺陷。

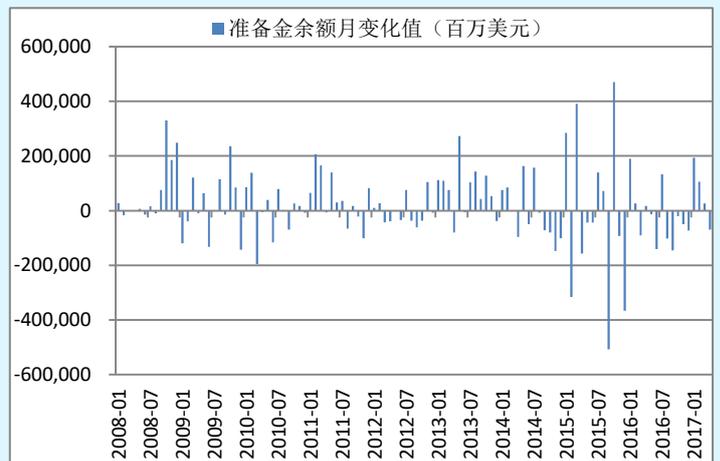
在设计“内循环”扩表中，美联储从负债端以准备金的形式融得资金，转而在资产端购买国债和 MBS。但其中核心问题在于：超额准备金是随时可能被提取的，而国债和 MBS 都是有到期期限的。这样就形成了美联储负债端的超短久期和资产端的较长久期，即联储资产负债久期错配。

图 6 美联储持有中短期国债到期日



资料来源：美联储、致富研究院

图 7 准备金余额变化

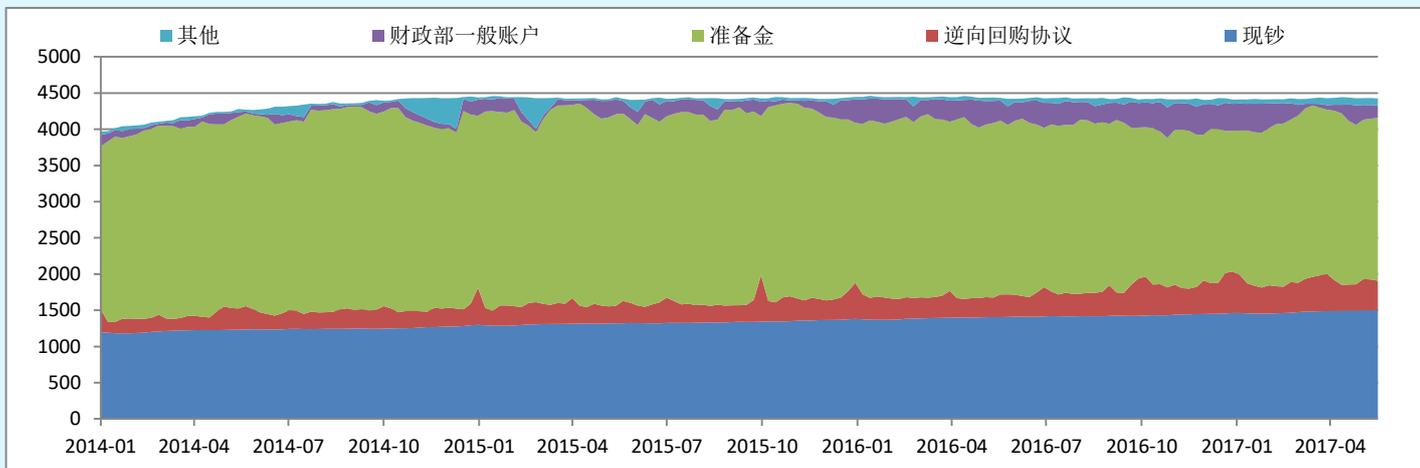


资料来源：Wind、美联储、致富研究院

美联储当前持有国债中，在 2017 年到期的票面价值 1145 亿美元，但分散在每个月的到期额都不大，大都在 100 亿美元左右，最高为 218 亿美元。随着美国经济的转暖，准备金余额在近两年出现减少趋势。2016 年共有 8 个月出现减少，减少范围为 132 亿-1453 亿美元；受加息影响，2017 年前四个月中只有一个月出现减少，减少额为 693 亿美元。这些月份的减少额基本都超过今年国债的每月到期额，然而联储并未选择出售国债来兑付存款机构准备金，而是选择通过财政部存款和逆回购协议的方式融得资金保持负债规模。



图 8 美联储负债结构 (2002-2017) (十亿美元)



资料来源: Wind、美联储、致富研究院

之所以仍然维持国债规模,一方面可能是出于财政部的需求,另一方面是因为市场对联储出售国债过于敏感。例如 2016 年 5 月,联储宣布展开小规模国债公开销售,出售面值仅不超过 2.5 亿美元的 2-3 年期国债。但市场已作出明显反应,当天 3 年期国债收益率即上升 11BP。

然而从财政部获得存款以补充准备金的流失无疑不是长久之计,况且在规模上很难得到满足。由于逆回购协议在对象选择上并没有分割市场,交易对象更加广泛,不仅有各类存款机构还包括了政府支持企业和各类投资金融机构,通过逆回购协议来维持负债规模的稳定在当前是有效的。但长期来看,逆回购协议的运用并不能降低准备金带来的风险,一方面逆回购协议的久期依然很短,和联储资产端的久期无法匹配;另一方面维持逆回购协议规模的利息支出并不会比维持准备金规模低。

因此为避免联储因准备金流失而导致的被动出售国债,及可能引发的国债挤兑,联储只能提前被动提高准备金利率和逆回购协议利率以增强其他机构在联储的存款意愿,即被动加息。这无疑干扰了联储以扩大就业和稳定通胀为目标的货币政策的制定和实施。

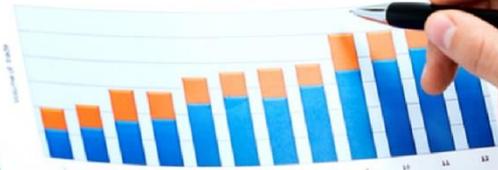
### 3、缩表的选择

基于上述的原因,美联储需要在未来通过资产负债表规模正常化,以实现货币政策正常化。那么“内循环”扩表的特点和缺陷可能也决定了联储缩表过程的选择。

#### ● 缩表方式的选择

在美联储缩表方式的选择上,可以从资产端和负债端分别来看:

从资产端来看,如果美联储开始资产规模,那么可以通过两种方式:一种是被动缩表,即停止或部分停止到期国债和 MBS 的再投资;另一种是主动缩表,即主动出售部分未到期所持证券。根据联储



的设想，他们将会采取停止到期国债再投资的被动缩表方式。

具体原因在于，主动型缩表将出售未到期国债或 MBS，市场对此类操作较为敏感。如 2015 年 5 月联储出售 2.5 亿美元中长期国债便引起市场的过度反应。而且通过境外部门的新增金融资产可以看出，近两年境外部门已经开始减持美国国债，如果这个时候美联储同时减持，那么美国国债收益率将被动提高，造成市场价格的进一步下跌，可能引发挤兑现象，从而引发恶性循环。

如果美联储出售 MBS，同样会造成巨大金融风险。抛售 MBS 势必使其收益率受到上行压力，抵押贷款利率也随之上升。由于美国抵押贷款中可调息贷款占据主体，贷款利率的上升不仅会增大居民偿债压力，也会拖累消费支出，影响美国经济复苏。同时，房地产价格受抵押贷款利率影响较为明显，上升的贷款利率不仅压制房地产价格增速，甚至可能使地产价格再次下降，从而引发新一轮的危机。

联储如若采用被动型缩表，由于美联储持有国债以 1-5 年到期的中长期国债为主，而 MBS 基本为 10 年期以上，因此如果美联储停止再投资，那么减持的主要是国债。如果完全停止到期证券的再投资，那么 5 年后美联储将瘦身 1.456 万亿美元，资产将以 MBS 为主。其中 MBS 占总资产 58.68%，5 年以内到期国债占 12.65%，5 年以上到期国债占 20.83%。这意味着，美元将主要以“非良性资产”MBS 为支撑，而不再以“优质资产”的美国国债为其背书。那么美元指数可能相应下滑，这与当前美国的弱美元政策一致，弱化后的美元会促进美国的出口有益于经济走强。因此，停止到期国债再投资的被动缩表对美国更为有益。

从负债端来看：由于美联储设想的是渐进的缓慢缩表过程，为增强联储负债端的主动型，因此可能在一定时间内维持扩大逆回购协议规模的倾向。目前，准备金占联储总负债的 50%，逆回购协议占比为 9%。准备金的随时可提取性是联储资产负债久期错配的根本原因。虽然相比国债逆回购协议的久期非常短，但从美联储来看，其主动性较准备金已经增强很多。在未来真正缩表过程中，联储可以通过负债端逆回购协议规模的控制，适应资产端国债到期额的变化。

## ● 缩表和加息将同时进行

缩表的过程和造成的影响都要求缩表与加息同时进行。

首先从缩表过程来看：收缩联储资产负债表规模从资产端看是减少持有国债和 MBS 的规模，从负债端看则是准备金和逆回购协议的流失。因此资产端和负债端协同减少是美联储收缩资产负债表的关键。

根据美联储提出的计划，即便缩表开始，由于停止到期国债再投资额度的初始值较小，美联储依然需要维持金融机构一定的存款意愿和购买联储逆回购协议的意愿，以维持其资产规模。美国经济虽然在第一季度表现不佳，但这只是暂时性的。美国企业利润同比增长 8.76%，是 2012 年第四季度以来的最高值；占非金融企业利润比例 20.37% 的制造业利润的上升同比增长 17.79%。这预示着美国经济正在复苏。也正因如此，存款机构准备金才在去年年底出现流失。因此，随着美国经济的逐渐复苏，金融机构减少准备金规模的意愿也会随之增强。这时，联储只能通过提高准备金利率和逆回购协议利率的方式稳定其负债规模。因此，在当前美国经济环境下，缩表和加息是很有可能并行的。

再从缩表可能造成的结果来看：美联储收缩资产负债规模有很大可能造成流动性宽松（详细原因



见后文)，因此在当前已有的通胀压力和就业环境来看，加息反而能够缓解美联储缩表带来的不良影响。

此次美联储缩表可以和加息同步进行的原因在于此前扩表的非典型性。在过去美联储的缩表过程中，基本都伴随这降息。那是因为通常缩表意味着市场流动性的收紧，如果同时再受到加息影响，会造成市场流动性短缺。然而由于此次“内循环”扩表时将资金锁定在体系内部，并没有使市场流动性泛滥，因此由于此次缩表并不是传统的回收流动性，更可能是流动性的释放。并且由于联储通过国债到期停止再投资的方式缩表，一定程度上降低对国债收益率的影响。所以此次美联储缩表是可以和加息同时进行的，甚至是必须同时进行的。

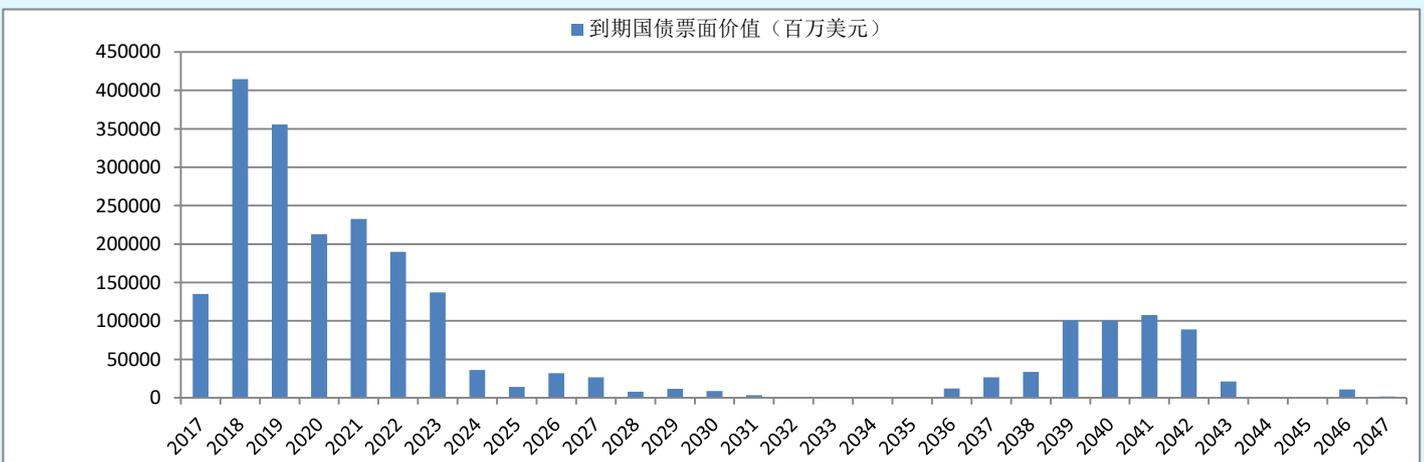
● 缩表的时间的选择

如前所述，美联储此次缩表可以和加息同步进行，且将会通过逐渐减少到期国债再投资的缓慢方式缩表。因此，联储在缩表的时间选择上可能主要考虑因素在于美国经济运行情况和国债期限结构的变化。

由于“内循环”扩表的原因，联储缩表不仅意味着金融机构减少准备金、美联储减少国债持有量，还意味着财政部对之前金融机构援助的撤回。因此，为避免缩表对经济稳定性的影响，美联储一定会选择经济复苏信号较为明显的时候开始缩表。虽然第一季度美国经济增速下滑的主要原因在于高通胀拖累美国实际消费支出，这只是暂时性的。但此时注定不是合适的缩表时机。预计美国经济会在下半年开始加速，因此 2017 年底到 2018 年初可能是联储缩表开始的选择。

同时进入 2018 年后，到期国债规模会变得很大，当前每月到期规模约在 200-400 亿美元之间。随着 2017 年到期国债的再投资，2018 年每月到期规模会累计变得更大。这时如果准备金流失，联储会更加从容的支付。

图 9 美联储持有所有国债到期日



资料来源：Wind、美联储、致富研究院



## 4、美聯儲縮表將是流動性釋放的过程

雖然目前美聯儲的資產負債規模沒有明顯減小，但是聯儲縮表的主要對象超額準備金餘額自 2014 年 10 月觸及高點後，已出現下滑趨勢。從超額準備金餘額在此期間的減少對美國信貸的影響，我們可以看出美聯儲縮表將是流動性釋放的过程，而非收縮过程。

美聯儲縮表在負債端將是超額準備金的收縮，即金融機構將資金從美聯儲取出。由於在“內循環”擴表時期，美國財政部是以購買金融機構優先股的方式注入資金，因此在金融機構取出超額準備金後是不需要將資金還給財政部的。他們在資金的使用上有兩種選擇：其一，增持國債、機構債等證券，此類證券持有者只是從美聯儲變為商業銀行，對市場流動性影響較小。其二，將資金貸出，為市場注入流動性。

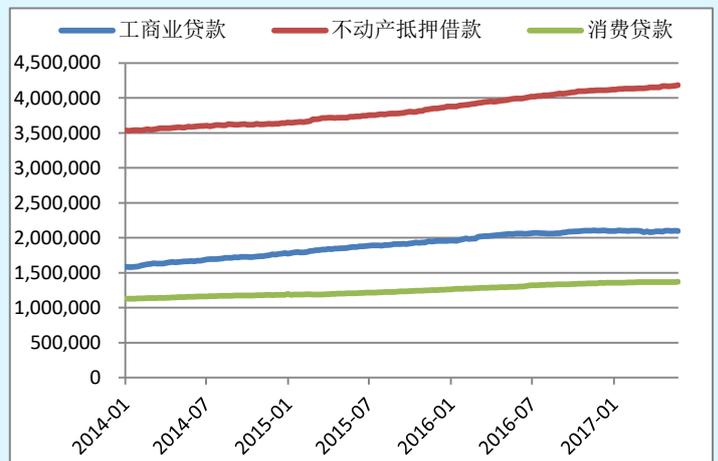
通過計算分析可得出，2014 年以後準備金餘額的減少和商業銀行增持債券之間並沒有明顯相關性，而是和商業銀行信貸規模的增長及法定準備金餘額的增加有高度相關性。即商業銀行在取出超額準備金後，並沒有選擇增持國債等證券，而是選擇將資金貸出。在貸出的選擇上，他們更傾向於貸給不動產抵押貸款，而不是工商業貸款或消費貸款。

圖 10 準備金及商業銀行持有證券規模（百萬美元）



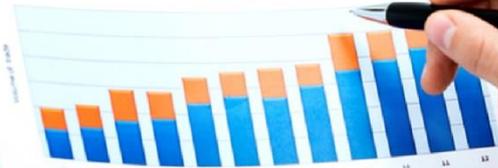
資料來源：美聯儲、致富研究院

圖 11 商業銀行信貸規模（百萬美元）



資料來源：Wind、美聯儲、致富研究院

據此可以推斷，未來美聯儲縮表將更多資金還給商業銀行後，商業銀行有很大可能將這些資金貸出。因此美聯儲縮表應該是市場流動性釋放的过程。



## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

### 香港

香港致富证券有限公司  
香港中环德辅道中 68 号  
万宜大厦 14 楼  
电话：(852) 25009228  
传真：(852) 25216893

### 北京

香港致富证券有限公司北京代表处  
北京市朝阳区建国门外大街 1 号  
国贸大厦 1 期 608 室  
电话：(8610) 66555862  
传真：(8610) 66555102

### 上海

香港致富证券有限公司上海代表处  
上海市陆家嘴东路 161 号  
招商局大厦 1309 室  
电话：(8621) 38870772  
传真：(8621) 58799185

### 深圳

香港致富证券有限公司深圳代表处  
深圳福田区福华路 399 号  
中海大厦 6 楼  
电话：(86755) 33339666  
传真：(86755) 33339665

网址：[www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)