

主动应对全球货币政策正常化

美联储年内缩表将成为现实

美联储自 2014 年停止 QE 并从 2015 年底首次加息以来，通过加强与市场沟通来提升政策的透明度和可预期性，起到了很好的管理预期效果。伴随着加息进程的推进，市场已经慢慢适应了美联储加息的节奏，因此加息本身对市场的冲击越来越温和。

目前市场对于美联储关注的焦点已经从加息转向“缩表”，因为 5 月份会议纪要中除了关于加息路径的讨论外，引人关注的是关于“缩表”的讨论，委员们对于在年内开启缩表进程达成了异乎寻常的一致，这令市场感到担忧。因为之前市场普遍认为美联储在年内只会对未来缩表进程给出大致方向，但不会启动实质性缩表。而美联储似乎对尽早启动缩表有着异乎寻常的决心，仅仅一个月之后，就在更新后的《政策正常化原则和规划》中给出了缩表的时间表和具体规划。“美联储预计在年内开始缩表，最初将停止再投资的到期公债规模每月不超过 60 亿美元，在 12 个月内每三个月增加 60 亿美元，直至达到每月 300 亿美元。对于机构债和抵押支持证券(MBS)，最初上限为每月 40 亿美元，一年内每季度增加 40 亿美元，直至达到每月 200 亿美元”。

目前看来，美联储年内缩表很有可能成为现实，预计美联储很可能会在今年四季度就启动缩表进程。从 2014 年 10 月美联储停止 QE，也就是所谓的量化宽松政策之后，依然

通过执行“到期再投资策略”来把美联储的资产负债表规模维持在 4.4 万亿美元。美联储启动缩表进程也就意味着会停止目前一直执行的“到期再投资策略”，也就是不再把持有 MBS 和国债到期之后获得的资金再次投入到同等数量的新的 MBS 和国债，从而实现资产负债表的自然收缩。此外，如果到缩表后期阶段，美联储观察到美国金融市场和实体经济能有效消化缩表所带来的负面冲击的话，甚至有可能主动出售未到期资产来加快缩表的进程。鉴于美联储在 2015 年首次加息前后给全球资本市场造成的冲击历历在目，会造成流动性发生实质性改变的缩表被美联储提上议事日程让全球投资者感到十分不安。

心理冲击大于实际效果

美联储缩表真的有那么可怕吗？我们认为美联储缩表带来的心理层面的冲击远大于实际效果。目前根据美联储公布的缩表方案，预期 12 个月内，缩表的规模在 3000 亿美元左右。之前分析人士测算，美联储每操作 6000 亿美元 QE 的效果相当于降低联邦基金利率 75 个基点，那么 3000 亿美元的逆向 QE 操作的效果大致相当于加息 35 个基点。而最近堪萨斯联储的测算结果更为温和：6000 亿美元的缩表的影响仅相当于加息 25 个基点，那 12 个月内的 3000 亿美元的缩表效果仅相当于加息 12 个基点左右。鉴于目前市场对美联储每次加息 25 个基点的温和反应，可以预计未来美联储缩表对市场的冲击可控。此外，就像加息一样，美联储缩表整体也将是渐进式的。美联储会密切关注金融市场和实体经济对缩表的反应来调整缩表的节奏和力度。

我们认为大部分人都忽略了一个很重要的因素。市场长期以来一直有个疑问，就是美联储作了 3 轮 QE，一共释放了将近 3.5 万亿美元的流动性，这些流动性都去哪里了？这

这个问题的答案是：大部分流动性又都以超额准备金的形式被存回了美联储。从数据来看，在 2008 年之前，美联储资产负债表上的准备金大致为 450 亿美元，但从开启 QE 操作之后，就开始出现大幅上升，到 2014 年 10 月美联储退出 QE 之际已达 2.8 万亿美元。虽然之后开始有所回落，但截至今年 5 月依然有 2.3 万亿美元左右，其中超过 2 万亿美元都是以超额准备金的形式存在于美联储的资产负债表上。换言之，美联储通过 QE 释放的 3.5 万亿美元只有 1 万多亿美元进入资本市场和实体经济。因此未来美联储如果正式启动缩表程序，当市场利率超越美联储支付的超额准备金利率的时候，或者美联储主动下调超额准备金利率的时候，2 万多亿美元的超额准备金就会缓慢流出美联储的准备金账户，从而成为流动性的缓冲垫。

从容应对美联储货币政策调整

目前来看，美联储货币政策转向的步伐在加快，而且欧洲和日本等全球主要发达经济体央行鉴于目前实体经济复苏和通胀水平回升，也会在今年下半年或者明年上半年考虑降低货币政策宽松力度。总体而言，全球范围内发达经济体货币政策回归“正常化”已经逐步成为趋势，这对全球经济和金融市场将形成潜在冲击。如何应对这种趋势性转折成为全球政策制定者案头上的重要问题。

我们在今年年初就指出，今年我国政府之所以要强调“防范系统性金融风险”是因为，宏观风险主要来自于美联储货币政策转向所引致人民币贬值和资本外流的压力，以及国内经济结构失衡和资产价格泡沫。前者是外因，后者是内因，二者叠加造成了国内潜在系统性金融风险上升。在外因不可控的情况下，调整内因才是防范系统性金融风险的唯一出路。参考过去几轮美联储加息过程中遭受重大冲击的经济体，无一不是国内存在金

融泡沫并且实体经济结构性失衡问题突出。因此政府在宏观政策层面要关注如何保持国内系统性金融风险可控，并且避免金融风险向实体经济传导。

年初以来，央行货币政策转向中性立场，银监会加强对银行表外业务的清理和监管，以及各地政府对房地产市场的调控升级，都已经预示了今年是“监管之年”，加速“金融拆弹”可以使中国经济更加从容地应对美联储货币政策的调整。在这个大框架背景下，推动企业和家庭部门去杠杆在一定程度上会加大经济下行压力，并可能在实体和金融部门之间互相传导并放大。因此“稳中求进”是政策基调。“进”是推动以供给侧改革为重心的结构性改革，而非经济增速层面的提升；“稳”则是要确保稳定的宏观经济环境，守住不发生系统性金融风险的底线。因此如果要兼顾“去杠杆”和“稳增长”，就需要货币政策和财政政策的协同，转向中性立场的货币政策着眼于“去杠杆”，同时积极的财政政策侧重“稳增长”，货币和财政政策此消彼长之间确保改革和增长的平衡。