

美联储缩表细节初探

——何时缩、怎么缩及缩多少

❖ **梗概。**美联储于今年9月19-20日举行的议息会议上决定自10月起正式缩减其资产负债表。虽然缩表细节先前已于6月会议后公布，但市场对于缩表的细节，如缩到什么规模、何时结束、缩表与加息节奏如何配合等尚存有疑虑。在本篇报告中，我们将美联储目前已发布的预测和研究加以归纳总结。在此基础上，我们预测美联储缩表的进程将持续到2021~2023年，最终资产负债表的规模约为目前规模的60%~70%，缩表效果近似于2~3次加息。正由于缩表对于加息在一定程度上有替代性，在启动缩表这另一个货币政策正常化工具之后，美联储对于远期的利率目标区间的态度转鸽（9月会议后远期联邦基金利率目标区间中值预测由此前的3%下降至2.75%），而对近期加息的态度不变，2018年预测加息三次，且今年12月再次加息25个基点是大概率事件。

缩表“靴子落地”

缩表方案已于今年6月公布。美联储将于2017年10月正式启动资产负债表缩减计划。根据此前公布的细节，美联储计划将持有的到期国债本金每个月不再进行再投资的上限最初设定在60亿美元，然后每3个月上调60亿美元直至该上限到达300亿美元；而对于美联储持有的机构债务和抵押贷款支持证券（MBS），其到期本金每个月不再进行再投资的上限初定在40亿美元，然后每3个月上调40亿美元直至该上限升至200亿美元。此后，美联储将保持上限不变，不再对相应的到期本金进行再投资，直至美联储资产负债表规模降至不多不少、“足以确保其货币政策有效施行的合意水平”。

图 1: 到期本金停止再投资的上限

(十亿美元)	2017年 10-12月	2018年 1-3月	2018年 4-6月	2018年 7-9月	最终上限
美国国债	6	12	18	24	30
机构债务和抵押贷款支持证券 (MBS)	4	8	12	16	20

来源: FOMC, 招银国际证券

美联储长期“合意”的资产规模是多少？

金融危机前 SOMA 账户持有的证券资产约为名义 GDP 的 5%。在金融危机前，美联储公开市场操作账户（即 SOMA 账户，由纽约联储局管理）持有的证券资产主要是国债，其中 1/3 为短期国库券，2/3 为中长期国债。这些证券资产与负债端相匹配，而构成负债的最大一部分是流通中的现金，后者的增长与名义经济增速大体保持一致。所以在 2007 年金融危机以前，SOMA 账户中的证券资产规模大约稳定在名义 GDP 的 5%。

金融危机期间 SOMA 账户资产规模扩张，结构也发生变化。金融危机期间，美联储施行了大规模资产购买计划以及扭曲操作等非常规货币政策，以确保金融体系稳定运行。这些操作不仅大幅扩大了 SOMA 账户规模，也改变了其构成。截至 2017 年 9 月 27 日，SOMA 账户资产规模约 4.22 万亿美元，其中 2.45 万亿为美国国债，其余 1.77 万亿美元为机构债务和抵押贷款支持证券。

“合理”的资产规模为多少？长期来看，未来美联储资产规模多大合适，取决于其与负债端各个项目的匹配。在各项负债中，准备金的规模及变化无疑是决定资产规模的最重要因素之一。美联储的缩表计划将逐步减少准备金，而在当前的经济情况下，银行系统需要多少准备金储备，是一个亟待解答的问题，但美联储自身对此问题也存在争议，尚未公布一个合理的解答。FOMC 只是多次表达未来准备金的合理规模将显著低于现在的水平且高于金融危机前的水平。我们相信随着缩表进程的展开，美联储将逐步提供更多的关于合理准备金规模的信息，增强市场透明度、稳定预期。

丁文捷博士

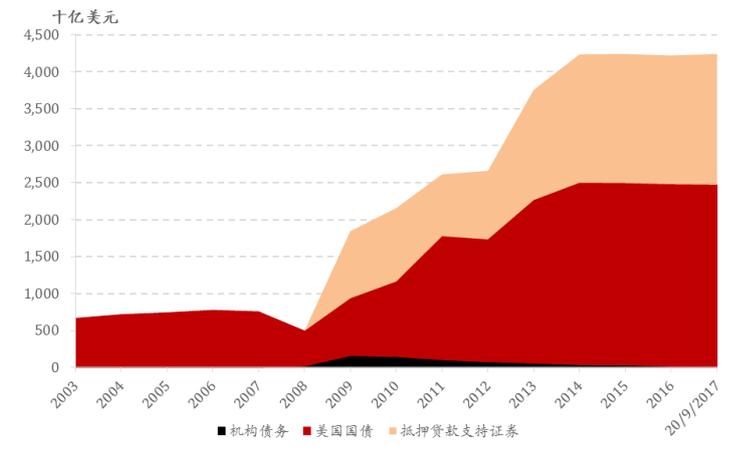
电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

我们预计缩表进程将持续至 2021~2023 年间。参考对一级交易商和市场参与者的调查结果，美联储对缩表结果给出了三种可能情形：中负债、低负债及高负债（图 4）。长期合理的准备金水平在 4000 亿美元至 1 万亿美元。在中负债情形下，对应的 SOMA 账户规模在 2.9 万亿美元左右，缩表于 2021 年三季度完成。在低负债情形下，缩表进程将持续至 2023 年二季度，最终的 SOMA 账户规模在 2.4 万亿美元左右。结合美国经济走势以及美联储官员的最新表态，我们认为实际的缩表路径很可能介于低负债和中负债情形之间，即缩表将持续至 2021 年~2023 年间。对应美联储最终的资产规模将介于 2.5~3.2 万亿美元之间。

图 2: 美联储 SOMA 账户（公开市场操作账户）中持有的资产



来源：纽约联储局，招银国际证券

图 3: 美联储资产负债表（2017 年 9 月 27 日）

资产 (十亿美元)		负债及资本 (十亿美元)	
持有证券	4,240	流通中的货币	1,533
- 国债	2,465	准备金	2,213
- 机构债券	7	财政存款 (TGA)	155
- 抵押贷款支持证券	1,768	逆回购	408
其他资产	215	其他存款	98
		其他负债及资本	48
总资产	4,456	总负债及资本	4,456

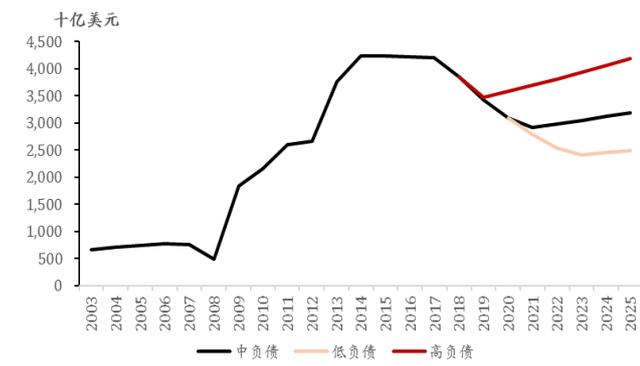
来源：美联储统计，招银国际证券

图 4: 中、低、高三种情形下美联储负债及资本预测

(十亿美元)	2006年底 (危机前)	2017年9月 27日	美联储预测值		
			中负债	低负债	高负债
流通中的现金	783	1,533	1,968	1,700	2,303
准备金	13	2,179	613	406	1,000
财政存款 (TGA)	4	155	300	221	400
逆回购	32	455	300	175	371
其他存款	0	85	40	30	85
其他负债及资本	41	48	50	41	60
总负债及资本	874	4,456	3,271	2,573	4,219

来源：纽约联储局，招银国际证券

图 5: SOMA 账户规模预测



来源: 纽约联储局、招银国际研究

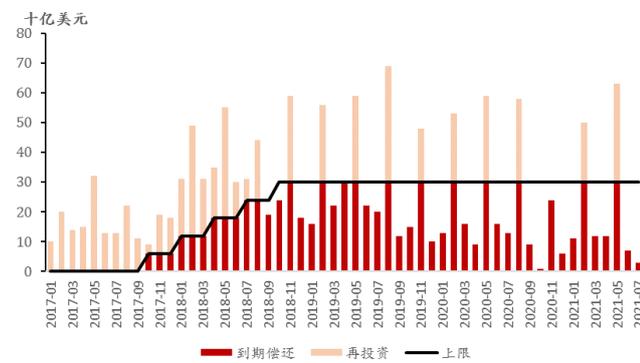
图 6: SOMA 账户规模预测



来源: 纽约联储局、招银国际研究

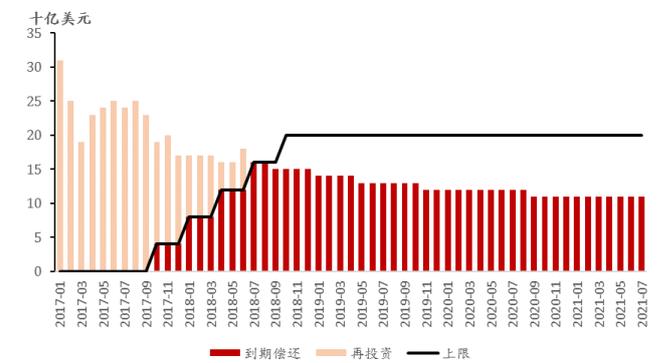
按月缩表节奏预测。纽约联储局在 9 月 FOMC 会议后更新了按月 SOMA 资产到期、再投资的额度预测，主要内容如下：（1）对于国债而言，每个月的到期额度能够较为准确地估算。在中负债情形下，预计 2017 年 10 月至 2018 年底，SOMA 持有的国债规模将减少 2470 亿美元。而自 2019 年至缩表完成，国债规模将进一步减少约 5690 亿美元。（2）MBS 本金偿付具有一定不确定性（提前还款等），真实的到期路径取决于利率水平、房价水平以及房贷者的个人行为等。在中性情形下，预计 2017 年 10 月至 2018 年底，SOMA 持有的 MBS 规模将减少 1640 亿美元。由于提前偿还房贷的意愿会随利率提升而减弱，所以在 2018 年三季度后实际每月减少的 MBS 会低于缩表的上限规定。

图 7: 中负债情形下，国债每月缩表预测



来源: 纽约联储局、招银国际研究

图 8: 中负债情形下，MBS 每月缩表预测



来源: 纽约联储局、招银国际研究

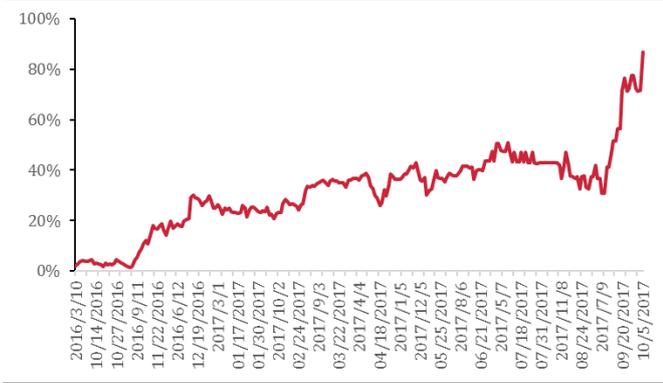
预计最终缩表的效果近似于 2~3 次加息。堪萨斯城联储局此前的一份研究报告预测，美联储在两年内（2018~2019）缩表 6750 亿美元对市场产生的效果近似于一次加息。据此推断，从 2017 年 10 月开始缩表至 2018 年底，资产负债表减少的效果近似于 0.5 次加息。而若缩表持续至 2021~2023 年（根据我们预测），最终 SOMA 账户规模在 2.4 万亿~2.9 万亿，则意味着最终缩表效果相当于 2~3 次加息。

下一步货币政策预测

今年 12 月加息是大概率事件。根据 CME 利率期货数据，美联储于今年 12 月再次加息 25 个基点的可能性目前已超过 80%。而联储局官员于 9 月 FOMC 会议之后的一系列公开讲话，也较为鹰派。比如耶伦主席提到最近的通胀下滑很可能是暂时性、个别性因素所致，应警惕未来劳动力市场转暖导致通胀急速上行风险。基于此，我们认为美联储于 12 月会议加息是大概率事件。

配合缩表，加息“近鹰远鸽”。作为货币政策正常化的两个工具，加息和缩表的效果具有一定的替代性。我们预计缩表自2017年10月启动后，会持续至2021~2023年间，美联储的资产规模将降至2.5~3.2万亿美元，效果近似于2~3次加息。正因为此，我们同时也注意到美联储对于长期加息的态度转鸽，9月会议后公布的FOMC委员预测数据显示，长期联邦基金利率目标区间中值下降至2.75%（此前6月会议为3.0%）；而对近期加息的预测保持不变，2018年为加息3次。

图 9: 12 月 FOMC 会议加息概率已超过 80%



来源：CME FedWatch、招银国际研究

图 10: FOMC 联邦基金利率目标区间中值预测

	FOMC会议	2017	2018	2019	2020	长期
联邦基金利率 (%)	Dec-16	1.4	2.1	2.9	n.a.	3
	Mar-17	1.4	2.1	3	n.a.	3
	Jun-17	1.4	2.1	2.9	n.a.	3
	Sep-17	1.4	2.1	2.7	2.9	2.75

来源：FOMC、招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。