

“加息”还是“缩表”？

——这暂时还不是一个问题

(财新智库莫尼塔研究 钟正生 夏天然)

近期美联储数位高官公开发表讲话，突然一致开始讨论美联储缩减资产负债表（简称“缩表”）的问题。波士顿联储主席罗森格伦称，美联储应准备好考虑削减资产负债表规模，以防美国经济过热；费城联储主席哈克表示，应该考虑晚些时候“缩表”。圣路易斯联储主席布拉德也称，压缩资产负债表的效果可能优于快速加息。美联储官员的“异口同声”引起广泛关注，是否美联储“缩表”真的就要到来？

对于美联储“缩表”的讨论一直没有消停过，且每次一有风吹草动都会引起市场震荡。2016年5月中旬，纽约联储宣布将完成几笔小额资产出售，国债出售不超过2.5亿美元，MBS出售不超过1.5亿美元。虽然这只是小规模的压力测试，且在2016年2月就已提前预告，但市场恐慌情绪一度飙涨。无独有偶，2016年4月8日，美联储前任主席沃克尔、格林斯潘、伯南克和现任主席耶伦在纽约共同出席座谈会，耶伦郑重提到“缩表”，也曾引起市场广泛猜疑。

为何“缩表”屡次成为热门话题，且其意义影响颇深？讨论央行“缩表”的背景其实很简单，即全球央行的量化宽松已经接近极限，且相对于“加息”，“缩表”本身有诸多优点。次贷危机以来，主要发达经济体竞相实施量化宽松政策。这不仅导致资产收益率下沉，催生了资产泡沫，还严重压缩了金融业的利润空间，对养老金和商业银行的冲击尤甚。与此同时，“宽货币”无法传导到“宽信用”，似乎成为一个全球性的难题。央行面对家庭消费意愿低迷、企业投资意愿不振的问题依然束手无策。在量化宽松的“大水漫灌”之下，全球大类资产市场的波动性和联动性明显增加（图1）。资本市场对中央银行的依赖日益增加，但货币政策的边界正在被穷尽和超越。一旦宽松的预期没有变成宽松的现实，金融市场的剧烈波动也就在所难免。



图1：量宽造成全球市场波动性和联动性增加

美联储已走上货币政策正常化的道路，但尚未开启从“扩表”到“缩表”之旅。而日本央行和欧洲央行在量化宽松的路上步履蹒跚，开始“偷偷”放缓“扩表”脚步（图2）。日本央行在2016年9月的货币政策会议上引入新型QQE政策，新政下日本央行现有购债规模可能会“用不完”；欧央行在2016年12月延长了其资产购买计划，但将购买规模从800亿欧元/月下调为600亿欧元/月。日欧央行还没到收紧货币政策的时候，但这些动作意味着“扩表”之路的艰辛已让两大央行萌生退意。

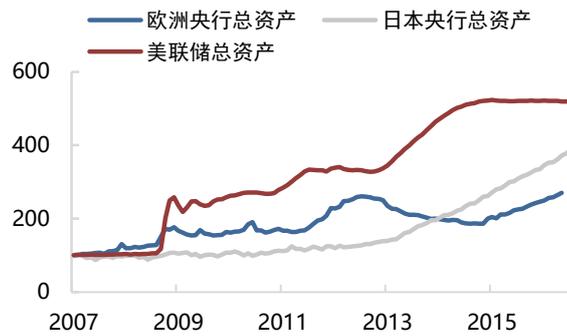


图2：量宽后欧美日央行不断“扩表”

我们曾在《美联储“缩表”为哪般》中详细梳理过“缩表”相对于“加息”的多个优点。首先，美联储在QE期间购买了大量优质金融资产，“缩表”意味着“释放长期优质资产+回收投机性资金”，有助于增强金融体系的稳定性。其次，在以往加息过程中，美联储曾经遭遇短端利率上行而长端利率下行的“格林斯潘之谜”。“缩表”可以增加长期债券资产供给，从而实现整个收益率曲线的无扭曲上移。再次，通过释放内含财政赤字约束的国债资产，收紧美元流动性，将有利于降低美元的投机属性，重塑美元的全球信誉。最后，通过释放优质资产，不仅可以吸引全球资本回流美国，刺激美国经济增长，也可以缓解全球“资产荒”的困境。

但“缩表”之所以一直未被启用，也因其存在显而易见的缺陷。一方面，“缩表”政策效果较为刚猛，难与市场沟通，不利于引导和稳定预期，从而可能产生较大冲击。另一方面，美联储资产中中长期债券较多，直接抛售影响较大，不如等待中期债券到期不续；且对MBS的抛售必然引起按揭贷款利率上涨，冲击已经再现泡沫的房地产市场，美联储肯定不想承受另一起“缩微版”的次贷危机（图3）。

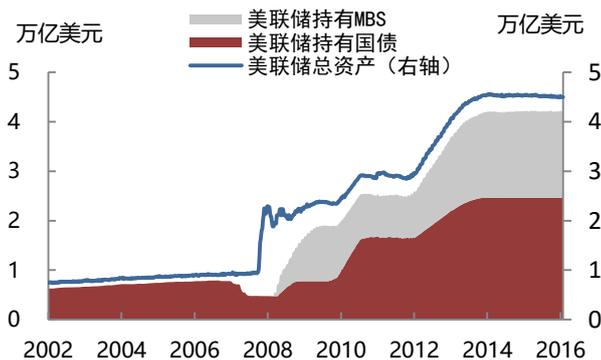


图 3: 美联储持有大量国债和 MBS

目前来看，美联储“缩表”还存在一定困难。但该来的终究会来，不排除当下美联储官员的多次暗示是给资本市场预打“提前量”。我们预计，未来某一时刻，美联储将会采取“加息”和“缩表”的组合拳：从“价”上引导市场预期，修正资本市场的扭曲性投机行为；同时从“量”上灵活调整流动性，缓解“资产荒”难题，最终实现货币政策正常化的“软着陆”。当然，这一切都是立足于美国经济稳健复苏的基础。正如波士顿联储主席罗森格伦所言，“总的原则是，如果认为经济比较强劲，可以支持多次加息，那么就应该考虑下这个问题”。言下之意就是，如果美国经济尚未“强劲”，连“多次加息”都支持不了，就别妄谈“缩表”！