

## 美聯儲縮表細節初探

### ——何時縮、怎麼縮及縮多少

❖ **梗概。**美聯儲於今年9月19-20日舉行的議息會議上決定自10月起正式縮減其資產負債表。雖然縮表細節先前已於6月會議後公佈，但市場對於縮表的細節，如縮到什麼規模、何時結束、縮表與加息節奏如何配合等尚存有疑慮。在本篇報告中，我們將美聯儲目前已發佈的預測和研究加以歸納總結。在此基礎上，我們預測美聯儲縮表的進程將持續到2021~2023年，最終資產負債表的規模約為目前規模的60%~70%，縮表效果近似於2~3次加息。正由於縮表對於加息在一定程度上有替代性，在啟動縮表這另一個貨幣政策正常化工具之後，美聯儲對於遠期的利率目標區間的態度轉鴿（9月會議後遠期聯邦基金利率目標區間中值預測由此前的3%下降至2.75%），而對近期加息的態度不變，2018年預測加息三次，且今年12月再次加息25個基點是大概率事件。

#### 縮表“靴子落地”

縮表方案已於今年6月公佈。美聯儲將於2017年10月正式啟動資產負債表縮減計畫。根據此前公佈的細節，美聯儲計畫將持有的到期國債本金每個月不再進行再投資的上限最初設定在60億美元，然後每3個月上調60億美元直至該上限到達300億美元；而對於美聯儲持有的機構債務和抵押貸款支持證券（MBS），其到期本金每個月不再進行再投資的上限初定在40億美元，然後每3個月上調40億美元直至該上限升至200億美元。此後，美聯儲將保持上限不變，不再對相應的到期本金進行再投資，直至美聯儲資產負債表規模降至不多不少、“足以確保其貨幣政策有效施行的合意水準”。

圖 1: 到期本金停止再投資的上限

(十億美元)	2017年 10-12月	2018年 1-3月	2018年 4-6月	2018年 7-9月	最終上限
美國國債	6	12	18	24	30
機構債務和抵押貸款支持證券 (MBS)	4	8	12	16	20

來源: FOMC, 招銀國際證券

#### 美聯儲長期“合意”的資產規模是多少？

金融危機前SOMA帳戶持有的證券資產約為名義GDP的5%。在金融危機前，美聯儲公開市場操作帳戶（即SOMA帳戶，由紐約聯儲局管理）持有的證券資產主要是國債，其中1/3為短期國庫券，2/3為中長期國債。這些證券資產與負債端相匹配，而構成負債的最大一部分是流通中的現金，後者的增長與名義經濟增速大體保持一致。所以在2007年金融危機以前，SOMA帳戶中的證券資產規模大約穩定在名義GDP的5%。

金融危機期間SOMA帳戶資產規模擴張，結構也發生變化。金融危機期間，美聯儲施行了大規模資產購買計畫以及扭曲操作等非常規貨幣政策，以確保金融體系穩定運行。這些操作不僅大幅擴大了SOMA帳戶規模，也改變了其構成。截至2017年9月27日，SOMA帳戶資產規模約4.22萬億美元，其中2.45萬億為美國國債，其餘1.77萬億美元為機構債務和抵押貸款支持證券。

“合理”的資產規模為多少？長期來看，未來美聯儲資產規模多大合適，取決於其與負債端各個項目的匹配。在各項負債中，準備金的規模及變化無疑是決定資產規模的最重要因素之一。美聯儲的縮表計畫將逐步減少準備金，而在當前的經濟情況下，銀行系統需要多少準備金儲備，是一個亟待解答的問題，但美聯儲自身對此問題也存在爭議，尚未公佈一個合理的解答。FOMC只是多次表達未來準備金的合理規模將顯著低於現在的水準且高於金融危機前的水準。我們相信隨著縮表進程的展開，美聯儲將逐步提供更多的關於合理準備金規模的資訊，增強市場透明度、穩定預期。

丁文捷博士

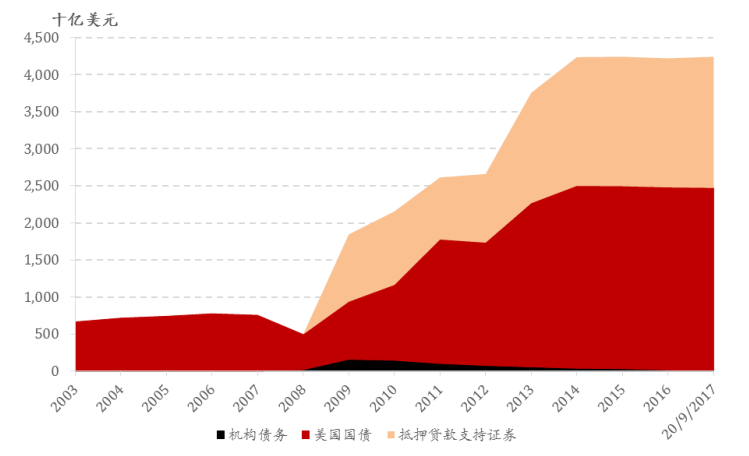
電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

郵件：[dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

我們預計縮表進程將持續至 2021~2023 年間。參考對一級交易商和市場參與者的調查結果，美聯儲對縮表結果給出了三種可能情形：中負債、低負債及高負債（圖 4）。長期合理的準備金水準在 4000 億美元至 1 萬億美元。在中負債情形下，對應的 SOMA 帳戶規模在 2.9 萬億美元左右，縮表於 2021 年三季度完成。在低負債情形下，縮表進程將持續至 2023 年二季度，最終的 SOMA 帳戶規模在 2.4 萬億美元左右。結合美國經濟走勢以及美聯儲官員的最新表態，我們認為實際的縮表路徑很可能介於低負債和中負債情形之間，即縮表將持續至 2021 年~2023 年間。對應美聯儲最終的資產規模將介於 2.5~3.2 萬億美元之間。

**圖 2: 美聯儲 SOMA 帳戶（公開市場操作帳戶）中持有的資產**



來源：紐約聯儲局，招銀國際證券

**圖 3: 美聯儲資產負債表（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
<b>总资产</b>	<b>4,456</b>	<b>总负债及资本</b>	<b>4,456</b>

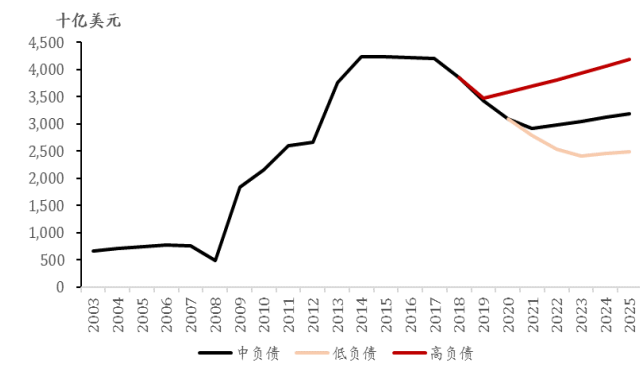
來源：美聯儲統計，招銀國際證券

**圖 4: 中、低、高三種情形下美聯儲負債及資本預測**

(十亿美元)	2006年底 (危机前)	2017年9月 27日	美聯儲預測值		
			中負債	低負債	高負債
流通中的現金	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
其他負債及資本	41	48	50	41	60
<b>总負債及資本</b>	<b>874</b>	<b>4,456</b>	<b>3,271</b>	<b>2,573</b>	<b>4,219</b>

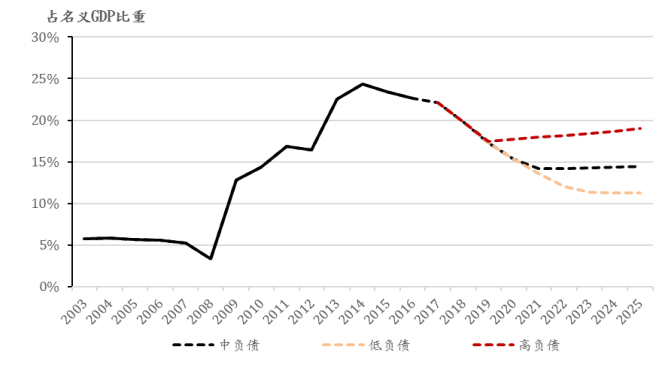
來源：紐約聯儲局，招銀國際證券

圖 5: SOMA 帳戶規模預測



來源：紐約聯儲局、招銀國際研究

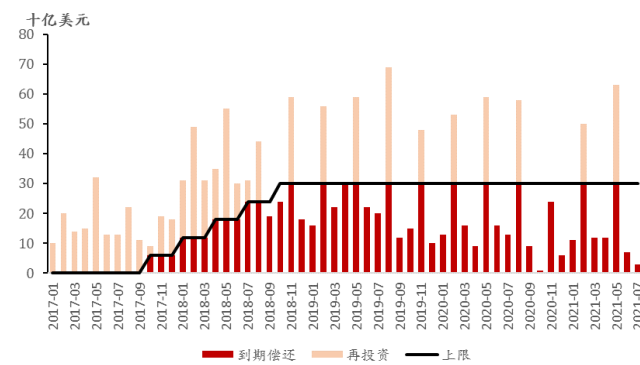
圖 6: SOMA 帳戶規模預測



來源：紐約聯儲局、招銀國際研究

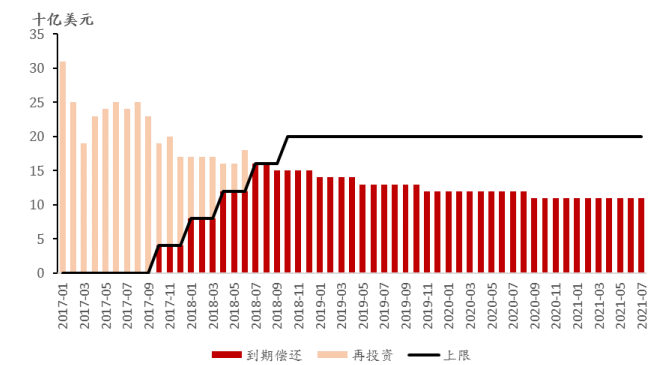
**按月縮表節奏預測。**紐約聯儲局在 9 月 FOMC 會議後更新了按月 SOMA 資產到期、再投資的額度預測，主要內容如下：（1）對於國債而言，每個月的到期額度能夠較為準確地估算。在中負債情形下，預計 2017 年 10 月至 2018 年底，SOMA 持有的國債規模將減少 2470 億美元。而自 2019 年至縮表完成，國債規模將進一步減少約 5690 億美元。（2）MBS 本金償付具有一定不確定性（提前還款等），真實的到期路徑取決於利率水準、房價水準以及房貸者的個人行為等。在中性情形下，預計 2017 年 10 月至 2018 年底，SOMA 持有的 MBS 規模將減少 1640 億美元。由於提前償還房貸的意願會隨利率提升而減弱，所以在 2018 年三季度後實際每月減少的 MBS 會低於縮表的上限規定。

圖 7: 中負債情形下，國債每月縮表預測



來源：紐約聯儲局、招銀國際研究

圖 8: 中負債情形下，MBS 每月縮表預測



來源：紐約聯儲局、招銀國際研究

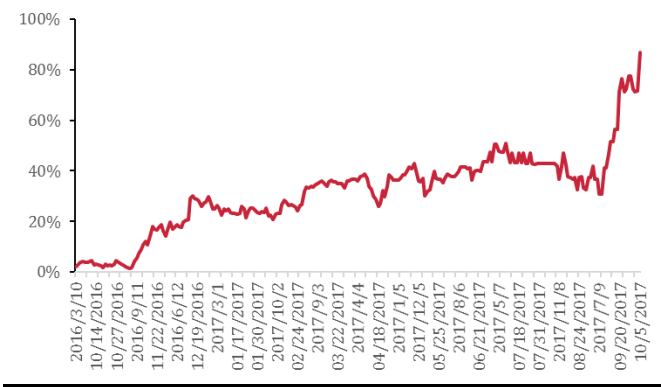
**預計最終縮表的效果近似於 2~3 次加息。**坎薩斯城聯儲局此前的一份研究報告預測，美聯儲在兩年內（2018~2019）縮表 6750 億美元對市場產生的效果近似於一次加息。據此推斷，從 2017 年 10 月開始縮表至 2018 年底，資產負債表減少的效果近似於 0.5 次加息。而若縮表持續至 2021~2023 年（根據我們預測），最終 SOMA 帳戶規模在 2.4 萬億~2.9 萬億，則意味著最終縮表效果相當於 2~3 次加息。

**下一步貨幣政策預測**

**今年 12 月加息是大概率事件。**根據 CME 利率期貨資料，美聯儲於今年 12 月再次加息 25 個基點的可能性目前已超過 80%。而聯儲局官員於 9 月 FOMC 會議之後的一系列公開講話，也較為鷹派。比如耶倫主席提到最近的通脹下滑很可能是暫時性、個別性因素所致，應警惕未來勞動力市場轉暖導致通脹急速上行風險。基於此，我們認為美聯儲於 12 月會議加息是大概率事件。

配合縮表，加息“近鷹遠鴿”。作為貨幣政策正常化的兩個工具，加息和縮表的效果具有一定的替代性。我們預計縮表自 2017 年 10 月啟動後，會持續至 2021~2023 年間，美聯儲的資產規模將降至 2.5~3.2 萬億美元，效果近似於 2~3 次加息。正因為此，我們同時也注意到美聯儲對於長遠期加息的態度轉鴿，9 月會議後公佈的 FOMC 委員預測資料顯示，長期聯邦基金利率目標區間中值下降至 2.75%（此前 6 月會議為 3.0%）；而對近期加息的預測保持不變，2018 年為加息 3 次。

圖 9: 12 月 FOMC 會議加息概率已超過 80%



來源：CME FedWatch、招銀國際研究

圖 10: FOMC 聯邦基金利率目標區間中值預測

	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

來源：FOMC、招銀國際研究

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。