



彭文生：讨论缩表，市场动荡的导火索





美联储 12 月议息会议纪要显示，官员们已对货币政策正常化（Policy Normalization）进行了充分讨论，且态度较为鹰派。不仅首次加息的时间点可能提前，更重要的是“缩表”也可能来得更快。受鹰派纪要影响，海外金融市场动荡加剧，隔夜美股三大指数显著下降，10 年期美债收益率升破 1.7%。

我们在报告《美联储或提前加息，不排除“缩表”》和《美联储会先“缩表”吗？》中曾提出，美联储对通胀的态度已经发生了方向性的转变，这使货币政策退出的速度将比预期更快，不排除美联储在加息 2~3 次后即开始“缩表”。美联储的纪要与我们的判断一致，12 月议息会议已然成为美联储货币政策的“分水岭”。对市场而言，更为紧凑的货币紧缩节奏将

加大资产价格波动，这或许将是 2022 年海外宏观最大的风险点。

具体来看，美联储的纪要表达了以下几点内容：

对美国经济持乐观态度，认为通胀存在上行风险。纪要提到，与会者认为目前美国经济前景要比预期更强，且与上一次货币政策正常化开始时相比，通胀更高，劳动力市场更紧。他们还注意到，美联储的资产负债表，无论是按总量计算还是相对于名义 GDP，都比 2014 年底 QE3 结束时要大得多。

对资产负债表政策进行了充分讨论。根据我们的统计，纪要中资产负债表 (balance sheet) 一词出现的次数多达 26 次，除了两次是关于家庭部门资产负债表，其余 24 次都是关于美联储资产负债表。另外“缩表” (runoff) 一词出现的次数也高达 10 次。如此充分的讨论不仅超出市场预期，也明显强于 12 月议息会议后鲍威尔对缩表的轻描淡写，当时鲍威尔仅是提到官员们对缩表有过讨论，并未暗示讨论的程度有如此之深。

“缩表”的时间可能来得更快，节奏也可能更快。纪要提到，与会者们讨论了启动“缩表”的适当条件和时机，以及这一次可能与以前的经验有什么不同。几乎所有的参与者都认为，在加息后的某个时间点启动“缩表”可能是合适的。但与会者也认为，与以往经验相比，这次开启“缩表”的适当时机可能更接近于首次加息的时间点（上次是在加息两年后才开始缩表）。另有许多人认为，资产负债表缩减的速度可能会比上一次正常化期间更快。

对“缩表”的支持来自于收益率曲线的考虑。一些与会者指出，在货币政策正常化过程中，更多地依靠缩减资产负债表、较少地依靠提高政策利率，有助于限制收益率曲线的扁平化。其中几位与会者提出，相对平坦的收益率曲线可能对一些金融中介机构的息差产生不利影响，这可能会提高金融稳定风险。但也有人认为收益率曲线收到许多因素影响，因此很难判断不同的政策组合会如何影响收益率曲线的形状。

对“缩表”的担忧在于美债市场的脆弱性。一些与会者对美国国债市场的脆弱性如何影响资产负债表正常化提出了关切。但几位与会者指出，常备回购便利工具（SRF）可以帮助减轻这种担忧。另外与过去相比，美联储在货币政策正常化方面处于更有利的地位，因为充足的储备框架和美联储目前的利率控制工具，包括储备余额的利息和隔夜逆回购协议（ON RRP）机制，都已到位并运行良好。一些人认为，在货币政策正常化进程中，大量缩减资产负债表可能是适当的，特别是考虑到货币市场充裕的流动性和隔夜逆回购协议机制的高使用率。

首次加息的时间点可能提前。一些与会者指出，鉴于目前更强劲的经济

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35684

