



程实：美联储缩表的终点 或早于预期



意见领袖 | 程实（工银国际首席经济学家）



本文从缩表的起点、进程、终点等三方面因素入手，认为本轮缩表的终点或早于预期。

“事必要其所终，虑必防其所至。”缩表作为数量工具，其对于全球经济金融市场的影响并非线性。目前，美联储尚未明确缩表终点，只表示将在快达到“充足水平”时减缓缩表节奏，而且美联储主席鲍威尔近期也指出暂时不会考虑改变缩表节奏。本文从缩表的起点——前期扩表注入的流动性或不如预期，缩表的进程——资产端与负债端不对称缩减增加了银行系统的敏感性与脆弱性，以及缩表的终点——银行系统对于有效流动性以及日内流动性的需求等三方面因素入手，认为本轮缩表的终点或早于预

期。

回顾过去，2017 年 10 月美联储开始上一轮缩表，在 2019 年 9 月经历了流动性枯竭压力，如果今次美联储收缩资产负债表再次押着历史的韵脚，那么可能难以经历一个完全良性的过程。政策当局仍需仔细监控银行部门流动负债的规模与变化，警惕缩表过程可能引致的金融体系剧烈波动。

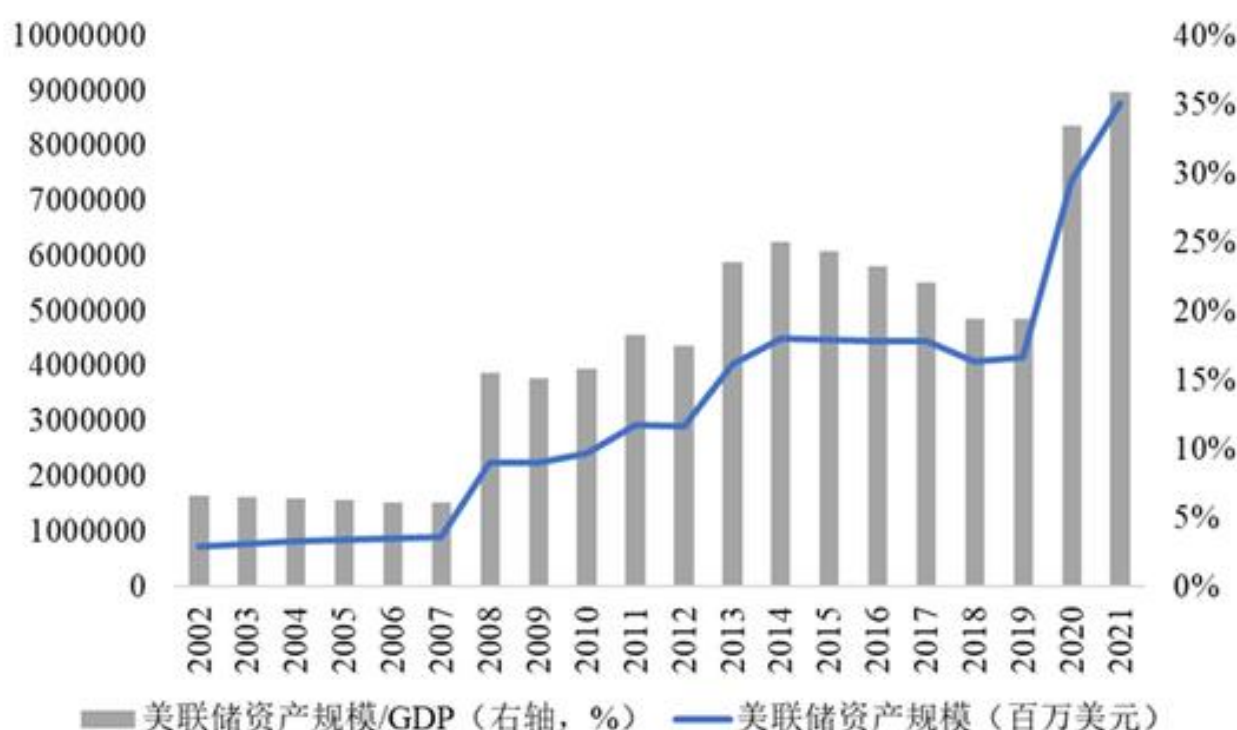
缩表的起点：前期扩表注入的流动性或不如预期

在研判美联储本轮缩表的终点前，需要仔细剖析本轮缩表的起点、上一轮量化宽松的终点，即上一轮量化宽松结束时到底给银行部门注入了多少“有效流动性”。简单而言，如果需要削减的流动性越充足，那么在缩减速度一定的情况下，削减所耗费的时间则越长；反之缩表至“充足水平”所需的时间则越短。

之所以称之为“有效流动性”，是因为其实美联储量化宽松阶段注入银行体系的流动性对于商业银行来说，并不能不受限制地随意使用。截至 2021 年底，美联储资产总计近 9 万亿美元，占 GDP 比重达 36%，虽然远高于 2019 年的 4 万亿美元、占 GDP 比重 19%，但实际上银行系统中可以灵活使用的“有效流动性”与理论上注入的流动性之间仍存在差距，这主要有两方面原因：一是从银行自身业务来看，银行部门增加的短期负债需要相对应的准备金覆盖。具体来说，当美联储扩表时，增加的准备金使银行更有信心增加存款/提款服务（例如增加信贷额度）。不仅如此，当美联储从非银行部门购买国债时，非银行部门将其资产出售给中央银行，并

在银行部门生成银行存款，而银行部门则从中央银行获得准备金作为交换。总的来看，扩表所创造的准备金使银行部门增加了短期负债，而该部分需要相对应的准备金覆盖，也就是说一部分的准备金并没有在银行系统中提供流动性，那么净投放入市场的准备金则少于预期。

图 1：美联储资产总量的变化



资料来源：Fed、作者整理。

二是从监管角度来看，银行部门最低准备金的要求在 2008 年金融危机之后也随着监管趋严而增加，银行部门为了保持较高的流动性，往往也拒绝拆借资金。例如，2018 年底和 2019 年 9 月都曾有过多家商业银行不把多余的资金在回购市场上借出去，而是把储备金放在美联储的存款准备金账上，用以满足监管合规的需求，从而导致隔夜回购利率急速攀升。综

合而言,对于银行部门,扩表增加的“有效流动性”并没有理论值那么多,尤其当流动性趋向枯竭时,真正能够灵活使用的“有效流动性”要比预计中的少。

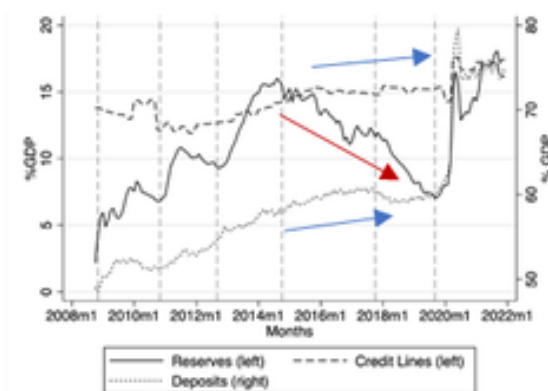
缩表的进程: 银行系统的敏感性与脆弱性或掣肘缩表推进

考虑到扩表阶段增加了银行体系的敏感性与脆弱性,未来可能在很大程度上掣肘缩表进程,以避免再次造成“钱荒”,或是导致金融市场资产价格的剧烈波动。从银行部门资产负债表来看,美联储扩表阶段,银行部门积累了期限更短的银行存款,企业信贷额度有所增加。然而当美联储缩表时,银行部门短期负债对于流动性的需求并没有相应减少,这导致银行部门资产端与负债端流动性的缩减程度不匹配,进而使得银行部门在美联储收缩资产负债表时,对潜在的流动性冲击更加敏感且脆弱。

根据纽约大学斯特恩商学院经济学教授阿查里亚等人测算,从 2008 年 11 月开始到 2014 年 9 月,央行储备从不到 GDP 的 5% 扩大到 GDP 的 15% 以上,与此同时,银行存款占 GDP 的比重从 50% 左右增长到 60%,信贷额度占 GDP 比重也从约 12% 增加到超过 15%。更重要的是,虽然央行储备在之后下降了一半以上,但银行部门的信贷额度和存款均显著保持持平的状态。这样的模式反映出,当央行资产负债表收缩时,银行对流动性的需求并没有对称地减少。央行资产负债表扩张与收缩对银行部门资产端与负债端的不对称影响,也正是银行系统对于缩表的敏感性与脆弱性的直接诱因。如果今次缩表再次押着历史的韵脚,那么美联储收缩资产负债

表可能难以形成一个完全良性的过程，政策当局仍需仔细监控银行部门流动负债的规模与变化，警惕缩表过程可能引致的金融体系剧烈波动。

图 2：缩表时银行系统资产端与负债端不对称收缩。



资料来源：阿查里亚等、作者绘制

不仅如此，本轮计划缩减速度更快。上轮缩表从 2017 年 10 月开始，美联储计划每月缩减 60 亿美元国债与 40 亿美元 MBS（抵押贷款支持证券），并以每三个月增加 60 亿国债、40 亿 MBS 的速度增加缩表规模，直至 2018 年 10 月达到了每月缩减 300 亿国债、200 亿 MBS 的水平，一直保持至 2019 年 7 月，并于同年 8 月停止缩表，比原计划提前 2 个月。上一轮缩表历经 22 个月，美联储资产负债表规模共下降约 7000 亿美元，降

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_47187

