

伯南克深度解读联储缩表进程

2017-01-27 01:29:17

加入见智研究所的[见识圈子](#)，如果您喜欢见智研究所的内容，欢迎订阅[见闻研究](#)（此为华尔街见闻见智研究所独立管理的付费特辑），了解我们的特辑请[点击这里](#)。

本文译自伯南克发布于Brookings的博客，原文标题为*Shrinking the Fed's balance sheet*，译文的全文转载请注明来自见智研究所朱尘。

Mikko对该文进行翻译的原因如下：

「

1. 我在去年的时候翻译了伯南克的另一篇有关资产负债表规模的文章 [Should the Fed keep its balance sheet large?](#)。本文可以说是对这一话题的延续。
2. 在[不久前的一片文章内](#)，我提到了近期缩表的几大明确信息（1）联储从宣布缩表到实施缩表会有时间差（伯南克Taper Tantrum）。（2）相比于主动缩表，联储倾向于被动缩表（停止到期再投资），如果进行主动缩表，那么联储就不得不在二级市场卖出资产，如果市场波动加大，则会存在财务风险。（3）MBS的出清概率大，国债仍然会留存在联储表内。（4）联储仍然会维持当下的利率框架来进行加息，既超额存款准备金利率（IOER，决定了银行的机会成本），隔夜逆回购利率（ONRRP，决定了非银对手方的机会成本）以及联邦基金利率（FFR，联邦基金市场拆借率），此外还有新创设的OBFR（纳入离岸美元利率）。但是，一旦缩表，那么ONRRP这一工具的规模就会下降。（5）缩表的直接影响就是超额存款准备金的数量下降。因为这部分准备金的来源就是联储的资产购买：联储通过对私人部门（类似开支票）负债的形式来为其证券购买融资，银行再将卖出证券所获的资金转变为准备金。这五个小点几乎与伯南克本篇文章中的内容全部吻合。

」

正文：

为了帮助稳定金融体系和促进经济复苏，从2008年年底开始，美联储购买了大量的金融资产，主要是国债和美国政府支持的抵押贷款相关证券（MBS）。所谓的量化宽松政策（见[这里](#)和[这里](#)）扩大了美联储的资产负债表，从危机前的不到9000亿美元扩张到了当下的4.5万亿美元，这其中包括约2.5万亿美元的国债和1.8万亿美元的抵押贷款相关证券（MBS）。美联储自2014年起终止了资产购买，这使得其资产负债表的规模一直维持不变，而联储在此后仅可以购买到期债券（Reinvest，到期再投资程序，译者注）。

联邦公开市场委员会（FOMC）已经明确表示，目前的紧缩政策最终将涉及到联储的资产负债表收缩，但FOMC也表示，直到“联邦基金利率水平的正常化顺利推进”之前都不会进行缩表。简而言之：利率需要首先上升，此后才进行资产负债表的收缩。[2]然而，最近，一些美联储官员已经开始在谈论缩减资产负债表，导致市场参与者和其他观察者推测，缩表可能会早于市场预期。[3]

美联储的资产负债表常态化的策略是否真的改变了呢？从我从FOMC的领导层或整个委员会听到的意见信息来看，我的猜测（和希望）是，它没有。正如我将在本文中讨论的，直到短期利率达到更高的水平以前，FOMC应当推迟对资产负债表采取行动，而当下FOMC的策略与首次设计（资产负债表常态化）时一致。在此，我想提出两个要点：

首先，如果资产负债表的收缩进程是被动的和可预测的，那么一旦开始缩表，政策沟通将变得更容易，并且市场风险会被最小化。尤其是，一旦美联储资产的“去化”开始，联邦公开市场委员会应该假定它不会停止（缩表）。但是，由于缩表对更广泛的金融市场状况的影响是不确定的，直到短期利率逐步适宜地“驶离”其有效下限以前，不进行缩表也是比较审慎的，这可以使委员会有足够的空间来消除任何预期外的负面政策影响。

第二，在开始缩表，FOMC应该更清楚地了解其资产负债表的最终规模应该是多少。正如我将解释的，在合理的情况下，最终可能只需要小幅适量地进行缩表，从而降低缩表进程的紧迫性。

明白的是，在这篇文章中，我对整体的货币紧缩的适当节奏不站任何立场。我反而认为，无论FOMC选择的紧缩程度如何，最好在短期内通过提升短期利率来实施。虽然资产负债表的收缩可能在某一时刻发生，但是没有必要太急于行动（缩表）。

收缩资产负债表：保持从简

美联储进行大规模资产购买是因为，在利率接近零的情况下，降息政策是不足以起效的。然而，正如FOMC当时所承认的，这种相对不熟悉的工具提出了挑战，包括难以估计一定数量的资产购买对短期金融市场状况的影响。预测市场参与者将如何从委员会关于其资产购买计划的公告来看待未来的政策（即所谓的信号效应）是特别具有挑战性的。作为美联储主席，我在201

3年的证词中表示，如果经济条件有所改善，联邦公开市场委员会正在考虑放缓资产购买，但市场对此做出了激烈的反应（Taper Tantrum），其中包括市场的剧烈波动以及长期利率的上升。这些市场回应大部分是通过信号渠道，一些市场参与者推断，较慢的资产购买也意味着短期利率的快速上升。在FOMC成员否定了这种不正确的推断之后，Taper Tantrum至此失声，FOMC强调在终止资产购买以后，短期利率将保持在低水平。

为了避免在美联储缩表期间出现类似的情况，FOMC已经清楚地表明，当缩表到来时，会尽可能地被动缩表并保持政策的可预测。重要的是，根据公开市场委员会的最新（2014年9月）政策纲领，资产负债表一定会被缩减，但这一进程不是通过出售联储的资产，而是通过停止或逐步削减美联储当前的到期资产回滚及替代操作（“再投资”）。[4]通过允许资产负债表在数年内被动缩表，不积极地直接出售资产，联邦公开市场委员会的目标是最大限度地提高政策及资产负债表的可预测性并减少潜在的对市场的扰动。[5]

原则上，避免资产出售未必排除了联储为满足其政策目标对资产负债表进行一些积极管理的可能。例如，FOMC可以通过在某一时刻重新开始再投资来应对不断变化的条件，或者可以改变再投资淡出的节奏。我担心的是，在实践中，试图积极管理资产负债表的过程可能会导致金融市场出人意料的大反应，特别是如果市场参与者（如Taper Tantrum）欲图从资产负债表的变化轨迹之中解读未来的利率政策。为了尽量减少这种风险，一旦宣布再投资进程终结，并允许缩表这一进程持续下去，而不进行进一步的管理 - 也就是说，只是让资产负债表自然缩减，直到它达到联储所需的大小，这看上去对联储而言是更审慎合理的选择（除非经济前景迅速恶化）。事实上，2015年9月，FOMC会议评估了降低资产负债表缩表的影响，美联储的工作人员似乎主张一旦缩表开始，大量资产的缩减进程不应被逆转。

从政策沟通的角度来看，保持资产负债表政策简明而又可预测的好处在于可以帮助公众更好地理解FOMC的利率预测。当前利率预测所暗示的政策紧缩程度取决于资产负债表的情况；如果资产负债表的规模不以相对直接的方式与利率政策相关联，则对于市场而言，从FOMC的利率预测来推断联储暗示的政策立场将是困难甚至不可能的。[6]（FOMC官员可以被要求预测资产负债表的规模，以及未来的利率，但是这将是非常复杂的，而不太可能有帮助。）

如果大家同意最简单的收缩资产负债表的方法是在某种程度上暂停再投资，那么似乎最好FOMC亦应当推迟该进程（暂停再投资），直到短期利率从0升至一定高度以后再这么做 - 美联储的工作人员实际上也持类似观点。这是推迟资产负债表常态化的基本逻辑，直到利率的上升“如期推进”着。如果再投资的终结引发了比预期更紧缩的金融状况，或者如果经济由于某种其他原因而放缓，那么（当时已经上升的利率）远离利率的下限将给予FOMC根据政策需要作出更多反应（比如降息）的政策空间。

从长远来看，美联储的资产负债表应该有多大？

考虑到政策透明度及可预测性，当联邦公开市场委员会宣布再投资结束时，它还应就资产负债表的最终规模和组成提供前瞻指引。这一讨论似乎仍在委员会内部进行。正如在之前文章中提到的，维持美联储资产负债表的庞大也有许多益处，包括改善货币政策以及货币市场的传导，为市场参与者增加安全的短期资产的供应，提高央行在危机期间提供流动性的能力等等。然而，即使没有一个优点得以被FOMC官员青睐，增长的通货持有量以及美联储实施货币政策的方法的变化（比如ONRRP工具的抵押品是联储SOMA内的资产，译者注）可能也意味着最终只需要适度地减少资产负债表 - 这也是没有必要快速行动的另一个因素。

公众对通货需求的增长是一个（毫无争议的）理由，美联储将因此无限期地需要更大的资产负债表。最低限度的中央银行资产负债表，与提供公众期望的货币持有量一致，包括通货作为主要负债，而政府发行的证券作为主要资产。这是对美联储在危机前资产负债表的一个很好的描述：负债在流通货币方面约为8000亿美元，资产（几乎全部都是美国国债）只是略大于此。不过，今天在流通中的货币已经增长到1.5万亿美元。由于名义GDP上升、较低的利率水平，以及较强的海外美元需求，美联储的工作人员估计，未来十年的流通货币量将增长到2.5万亿（或以上的水平）。[7]总之，公众对通货的需求增长意味着，美联储将需要一个比危机前规模更大的资产负债表（按名义价值计算）。

除通货以外，美联储现在还有大量的短期负债，主要是商业银行在美联储持有的准备金以及其他交易对手的短期资产，如货币市场共同基金的资产。这些负债是在美联储购买资产的过程中获得的，因为向美联储出售资产的对对手方的银行账户被记入贷方；（联储）允许资产缩水会消除相同的负债。在很大程度上，美联储资产负债表的规模最终应该归结为确定美联储最佳的银行准备金水平和其他非货币负债的问题。这个问题与美联储未来的货币政策实施考量有关。

在危机之前，美联储通过公开市场操作设定短期利率，改变系统中的银行准备金的数量，这中政策操作框架比较适应当时较低水平的准备金量环境 - 可能约为100亿美元。今天，银行准备金量则高得多，这使得联储不可能通过准备金量供应的微小变化来管理利率。相反，美联储通过设定某些关键利率来管理短期利率，例如联储支付给银行的准备金利率（IOER）。这种“利率下限系统”（因为联储设定得银行准备金可以获取的利率是利率体系的下限）被采纳是出于货币政策实施的必要性的，也是更好的管理货币政策的方式。根据2016年11月的纪要，FOMC官员描述当前的利率下限系统作为“相对简单和有效的管理形式，（市场）沟通直观，并有效地在宽幅范围内做到利率控制”。

美联储将通过现行方式继续实施货币政策需要多少银行准备金？为了确保中央银行设定的最低利率总是有效，银行体系必须处于准备金饱和状态（即，在没有央行设定和支付利率的情况下，市场确定的准备金收益率将会为零）。2008年12月，当联邦基金利率首次下跌至零，美联储开始使用银行准备金利率作为货币政策工具时，银行准备金规模约为8,000亿美元。考虑到国内名义GDP和银行负债的增长，通过利率下限体系实施货币政策所需的银行准备金的临界水平似乎可能远远超过1万亿美元，而且还在增长。考虑到货币需求，也不无理由认为，美联储目前

的最优资产负债表规模应该大于2.5万亿美元，在未来十年甚至可能达到4万亿美元或更大的规模。从某种意义上来说，美国经济正在“成长为”可以匹配美联储4.5万亿美元的资产负债表的水平，这降低了在未来几年内迅速缩表的必要性。

结论

在某一时刻，美联储有可能缩表。在不设定紧缩立场的前提下，我提出了两个为什么不应急于缩表的论点。首先，为了最大限度地减少资产负债表收缩破坏市场和经济的风险，最好的办法是允许资产被动收缩（停止到期再投资，而不是主动出手），而不是通过根据政策目标而任意改变缩表节奏。然而，即使采取这种谨慎的做法，美联储缩表的影响仍是不确定的。因此，审慎的做法是不要轻易启动缩表，直到短期利率安全平稳地离开有效下限。

第二，为了使公众和市场能够得到适当的指引，FOMC在开始缩表过程之前就应当就资产负债表的长期最优规模达成共识。即使其他多个应当维持大规模资产负债表的论点不被接纳（参考Jackson Hole上多位学者的观点，译者注），FOMC仍可能最终会达成最优资产负债表不需要大幅缩表的共识。如果是这样的话，那么缩表进程就没有那么的急迫。

当然，如果美联储的资产负债表在某些方面是有害的，那么这些考量可以被推翻。然而，很少有证据表明，在目前的水平上，美联储的资产负债表给市场运行或经济带来了重大问题。

[1]联储的H.4.1提供了资产负债表数据。

[2]根据最近由纽联储一级交易商的调查报告，交易商预计FOMC会在2018年中旬开始缩表。

[3]一些FOMC成员，如Brainard和旧金山联储的Williams都谨慎地提到结束再投资（或开始讨论时间表），而这些讨论都建立在潜在的财政刺激等上行风险前景的背景下。其他诸如Kaplan以及Bullard的观点则已经更加直接。Harker则一直是最明确的，表态在政策利率达到1%（100个基点）的水平应该开始严肃考虑停止到期再投资。Resengren此前则提过通过出售资产来影响国债的收益率。

[4]此外，货币政策常态化进程中还规定，再投资会在升息之后终结，而这又取决于经济前景以及金融市场状况的变化。

[5]在资产负债表常态化过程中不仅涉及降低其整体规模，根据联邦公开市场委员会的指导，缩减MBS优于缩减国债。因此，在某些时候，美联储可能需要再次开始购买美国国债，以取代到期的MBS。美联储还需要购买（例如短期国债）以实现其期望的短期和长期资产组合。

[6]根据耶伦最近的一次演讲中，资产负债表的影晌是显著的。她报告说，根据工作人员的计算，再投资终结的影响等价于2017年再加两次加息。

[7]具体来说，工作人员估计，资产负债表在2025年的规模将是2.7万亿美元，假定所有美联储的负债是通货。