



## 對未來聯儲局收縮其資產負債表的幾點思考

去年 12 月，美國聯儲局繼 2015 年 12 月結束零息政策以來再次加息 0.25%，把聯邦基金利率上調至 0.5% 至 0.75%。目前聯儲局公開市場委員會委員對今年加息預測的中位數為三次，但該預測只是各委員會們按其個人認為合適的貨幣政策提出，並非聯儲局一致同意的結果，亦非所有委員均有投票權，令最終加息的次數或會有所不同。另據利率期貨的資料顯示，聯儲局今年加息的次數將在兩次左右。市場利率如美國十年期國債孳息率亦較去年低位回升，加上特朗普上場後將推出刺激經濟政策，或會減低聯儲局持續實施寬鬆貨幣政策的需要，故聯儲局已處於回歸貨幣政策正常化之中。鑑於利率上升週期正在成型，以往聯儲局曾表示在加息週期妥善展開後，將考慮對如何收縮其資產負債表作出討論，故本文對此提出幾點思考。

### 加息週期妥善展開後，將考慮如何收縮其資產負債表

從近期美國經濟情況看，去年經濟增長只有 1.6%，尚未突破金融海嘯以來的低增長格局，惟市場對特朗普稅務改革、廢除奧巴馬醫改、增加基建和開發能源投資、簡化政府監管等甚為期待。雖然特朗普的經濟政策不一定能刺激增長加快至其 4% 的目標，但對推動美國經濟略為加速增長應會帶來積極作用，如國際貨幣基金組織預期今明兩年美國經濟增長將分別加速至 2.3% 及 2.5%。在擴張性財政政策和簡化政府規管等支持下，美國經濟對寬鬆貨幣政策的倚賴將可降低。

同時，美國就業市場已從金融海嘯顯著復蘇過來，今年 1 月的失業率跌至 4.8% 的低位，新增非農職位數目亦超出金融海嘯前的高峰達 712 萬，應已達成聯儲局貨幣政策兩大目標之一，就業

蔡永雄  
高級經濟研究員  
Tel: 28266976  
rickychoi@bochk.com

**聲明：**  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

最大化的目標。而另一目標，中期通脹水平不高於2%則尚未達成。去年12月，聯儲局慣常使用的個人消費開支物價核心指數按年上升1.7%，雖然近月該指數的增幅維持於較高水平，且工人的平均時薪亦有輕微的上漲壓力，加上特朗普美國優先及刺激經濟的政策亦有可能推高通脹，惟有關傳導過程需時，預期今明兩年美國的通脹率仍會維持於溫和水平，特別是美元匯率偏強將限制進口價格的升幅，部份抵銷通脹上行的壓力，故預期今年聯儲局將加息兩次左右。

無疑，本輪利率上升週期正在成型，即使加息步伐將不及上一輪加息週期每次會議加息一次，一年加息八次共2%的情況，但每年加息兩次合共0.5%的概率甚高。若今年最終加息兩次的話，即自2015年12月結束零息政策以來已加息四次，共1%，相信聯儲局會逐漸認為其加息週期已妥善展開，或會開始考慮就如何收縮其資產負債表作出討論。

### 預期聯儲局或無需大規模收縮其資產負債表

與以往的加息週期不同，本輪加息週期的特點是在息率回升的過程中，同時需要對資產負債表的規模作出調整，以下是對有關問題的幾點思考。首先，收縮資產負債表的規模將是透過停止再投資來進行，而非主動向市場出售債券。從2013年至2014年間聯儲局縮減買債規模的情況看，單是縮減買債規模，而非停止買債或出售債券已導致環球金融市場出現大幅波動，甚至新興市場貨幣大幅貶值。因此，聯儲局料不會主動在市場上出售債券，而是透過不再投資到期債券來讓其資產負債表逐步收縮，以免對市場帶來太大的波動。現時聯儲局持有的債券組合中，將於未來一年、一至五年、五至十年及十年以上到期的比例分別佔12%、27%、9%及52%，可見透過停止再投資來收縮其資產負債表規模的過程將會甚為漫長。

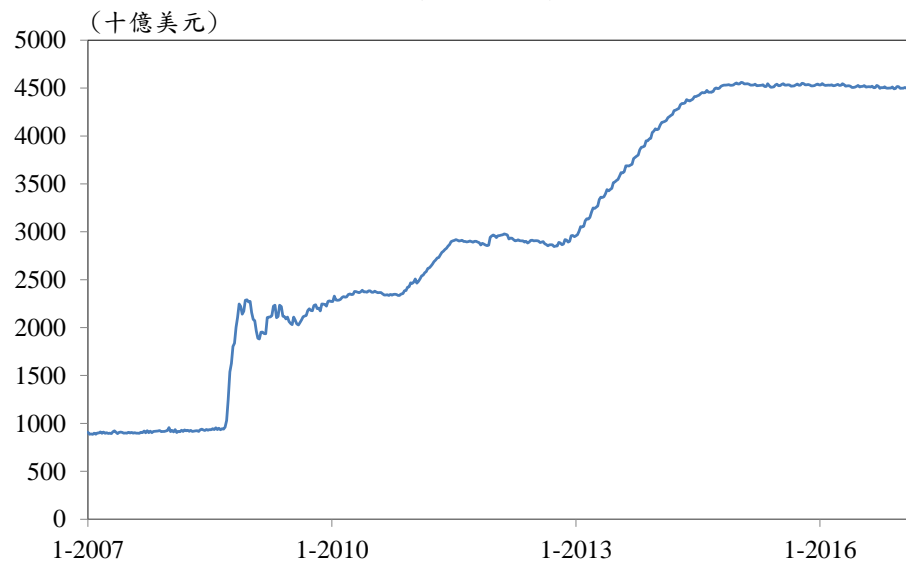
其次，聯儲局將加息至一定水平，如1.5%至2.0%左右才會展開收縮資產負債表的行動。因為當聯儲局決定不再投資到期的債券後，假如經濟環境轉弱，聯儲局需要再次刺激經濟時，該局將以減息來作其主要手段，而非再次買債，否則便會在收縮資產負債表後，短時間內再次買債，勢將對金融市場，特別是個別債券市場帶來顯著波動，故聯儲局必須加息至一定水平，才有足夠的空間讓其於未來可以減息來刺激經濟。

第三，聯儲局在收縮資產負債表期間或會暫緩加息。以聯儲局於 2011 年的分析指出，該局的資產負債表每擴大 1,500 億至 2,000 億美元，將對經濟帶來相當於減息 0.25% 的效果，故在其資產負債表收縮時，亦會對經濟帶來相當於加息的效果。因此，倘若聯儲局在收縮資產負債表的同時，也一同加息的話，貨幣政策緊縮的效果或會太大，必須小心評估其對經濟的影響。

第四，聯儲局或無需大規模收縮其資產負債表。在金融海嘯前，聯儲局的資產負債表規模只有約 9,000 億美元，與現時 4.5 萬億美元相距甚遠，但這亦不代表未來聯儲局的資產負債表需要收縮至 9,000 億美元的規模。一方面，於金融海嘯前，聯儲局資產負債表中的負債部份主要是流通貨幣，規模達 8,000 億美元，但現時流通貨幣的規模已增加至 1.5 萬億美元，且未來仍會因應美國名義經濟增長、低息環境和海外對美元需求續增等因素而持續擴張。另外，聯儲局調控聯邦基金利率的機制亦已產生變化，以往透過調節銀行存放在聯儲局系統內的儲備規模來影響利率水平，有關機制只需要少量儲備便可有效運作，但現時的機制則是透過上調儲備金利率及隔夜逆回購利率以分別作為銀行體系的利率上限和下限。由於以聯儲局作為對手是沒有風險的，故該機制將促使銀行不會以低於利率下限貸款給其他對手。然而，在該機制下，聯儲局必須讓銀行把多餘資金借給該局，令銀行於聯儲局系統內持有的儲備將維持於較高水平，據估計該水平應達到 1 萬億美元左右。鑑於上述原因，聯儲局的資產負債表需要維持一定規模，如 2.5 萬億美元，降低了該局需要收縮其資產負債表的空間。

總括而言，在聯儲局開展了加息週期一段時間後，該局將要開始考慮如何收縮其資產負債表的規模，但這一舉措是史無前例的，故聯儲局在決定如何收縮其資產負債表時，必須向市場作出充分溝通和解釋，如將要收縮的規模、歷時多久、對經濟可能帶來什麼影響，以及在有需要時，將如何再次刺激經濟等，務求盡量減低有關舉措對金融市場和經濟所帶來的波動。

### 聯儲局資產負債表規模



資料來源：聯儲局，中銀香港經濟研究

## 近期報告

1.	特朗普對外經貿政策的風險顯現	鄂志寰、黃思華	02.03
2.	美債息上行的漣漪效應	張文晶	01.27
3.	特朗普勝選後與就職後的美元走勢分化	劉雅瑩	01.26
4.	內地基準利率不變、市場利率趨升的解讀	戴道華	01.25
5.	人行創設新工具 惟債市情緒仍偏謹慎	劉雅瑩	01.24
6.	特朗普不確定性中的三個確定性-- 特朗普首批對內政策效果預估	鄂志寰、蔡永雄	01.24
7.	特朗普變革非空談 惟前路崎嶇	卓亮	01.24
8.	2016年內地經濟築底回穩	鄂志寰、蔡永雄	01.20
9.	《國務院關於擴大對外開放積極利用外資若干措施》影響評析	蘇傑	01.18
10.	美國經濟的一些矛盾現象	戴道華	01.13
11.	特朗普上任在即：聽其言不如觀其行	蘇杰	01.12
12.	熊貓吃掉點心了嗎	劉雅瑩	01.11
13.	香港還能在全球首次集資市場連續稱王嗎？	蘇杰	01.11
14.	CFETS人民幣匯率指數貨幣籃子的調整及其涵義	戴道華	01.06
15.	金磚國家穩定本幣匯率的那些招式	柳洪	01.05
16.	中國經濟增長目標的設定	戴道華	12.29
17.	市場經濟地位揭開中美貿易角力新序幕	黃思華	12.23
18.	基金互認擴版圖提升香港在全球的資管地位	李明揚	12.22
19.	深港通與滬港通開通初期的比較分析	蘇傑	12.20
20.	IMF對資本管制的取態及啓示	戴道華	12.20