

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜

吴起睿 张润锋

缓降息，缩表呢？

阅读摘要

2024年1月美联储首次FOMC（联邦公开市场委员会）会议将基准利率维持在5.25%-5.50%的水平不变，并按既定速度减持国债及MBS（抵押贷款支持证券）。与我们年度展望预判一致，短期内美联储实施“暂缓降息+鸽派预期管理”政策组合。会议传递两个重要信号：（1）“铺垫”降息信号，但3月降息为时尚早；（2）放缓缩表提上议事日程。

对于降息，我们维持之前的预判，认为美联储有望在2024年2季度启动降息，全年累计额降息幅度125BP左右。在经济韧性和金融市场条件延续“合意”水平的前提下，美联储会充分兼顾2%的通胀目标。但围绕数据相机决策仍是美联储政策原则，仍需密切关注经济数据非线性变化、中小金融机构流动性等因素的或有冲击。

对于缩表，美联储在年中左右放缓缩表节奏的可能性较高，最早可能4月开启缩表进程。在放缓缩表的过程中美联储将维持市场流动性在“适度充裕（ample reserve）”的水平。据我们测算，二季度市场流动性压力将大幅上升：（1）BTFP（紧急银行救助工具）于3月11日即将到期；（2）ON RRP（隔夜逆回购工具）余额4月将接近“警戒线”，流动性缓冲功能减弱。按照ample reserve（8%-13%）标准测算，每月缩表上限可能从950亿美元调整为600亿美元左右。

短期内，资产价格预判的主线逻辑依然是降息预期，但市场波幅较大，预期美元在102-103区间窄幅波动，美债收益率趋势向下、长短端“倒挂”程度延续修正，但时点性向上反复的可能性仍存，美股料延续波动、小幅向上，近期企业财报数据是影响市场交易的主要关注点。

缓降息，缩表呢？

一、1月FOMC会议释放哪些关键信号？

（一）会议核心要点：“铺垫”货币政策转向，但3月降息概率偏低

1月31日，美联储FOMC会议将基准利率维持在5.25%-5.50%的水平不变，并按既定速度减持国债及MBS。向市场传递两个重要信号：

1. **“铺垫”政策转向。**鲍威尔称“政策利率可能已达到顶峰”，进一步明确货币政策转向，但并未就降息路径给出具体指引，仅认为“尚未达到3月就启动降息的信心水平”。此外，美联储官员提及，计划3月份开始深入讨论缩表问题。

2. **强调控通胀目标。**就业市场表述较此前无明显变化，即“就业增长有所放缓，但仍强劲”；重申“过去一年通胀已放缓，但仍然高企”，继续强调2%通胀目标。

（二）政策预判：3月会议料维持货币政策不变，2季度启动降息、全年共计降息125BP左右

经济数据超预期强劲、通胀隐忧仍存，有望支持美联储在3月议息会议上继续保持货币政策不变，以抑制通胀二次抬头的风险。预计美联储有望在2024年2季度启动降息，全年累计降息幅度125BP左右。但是如果金融市场出现超预期的波动，不排除3月即启动降息的可能性。

1. 美联储对当前经济状况更乐观，将经济增长动能描述

从 slow（放缓）调整为 expand at a solid pace（稳步扩张）。

（1）增长：2023年美国GDP同比增2.5%，全年呈“前低后高”态势：三、四季度GDP同比分别增2.9%、3.1%。其中消费仍具韧性、服务消费动能较足。美联储褐皮书显示岁末大部分地区节假日消费达到或超过预期，12月零售销售在服装、日用品、汽车等带动下加速增长。

（2）通胀：持续下行，但尚未达美联储合意范围。受能源价格扰动，12月CPI回升至3.4%（前值：3.1%）。但核心CPI延续降温至3.9%，核心PCE下行亦超预期，其中核心商品对通胀拉动效应基本消退，房租持续降温，非住房服务仍有一定粘性。美联储官员称需看到更多抗通胀进展¹。

（3）就业：劳动力市场短期偏紧，但供需趋平衡信号频现。虽然短期内12月新增非农就业（初值）21.6万人超预期、失业率维持3.7%的较低水平，但降温迹象渐增，如求职比²保持下行、ADP数据显示1月新增就业人数低于预期、褐皮书显示求职者更换工作频率降低、企业招聘要求提高及涨薪放缓，美联储官员亦称从各季度平均数据看，新增就业人数及薪资增速依然在下行趋势中³。

2. 金融状况暂无压力，但仍需继续观察，本次会议删除

¹ 梅斯特称12月CPI数据表明美联储抗通胀尚未完成，需要在住房、商品、服务方面看到更多进展。威廉姆斯称目前谈论降息还为时尚早，在将通胀率降回2%的目标上仍有一段距离要走。

² 即每个求职者对应岗位数量。

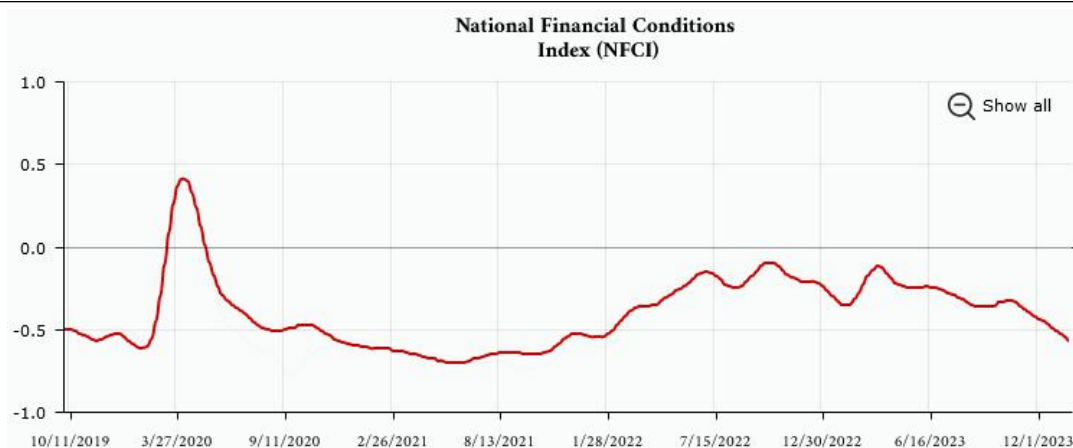
³ 1月16日，美联储理事沃勒在华盛顿布鲁斯金学会上发言称，虽然12月就业数据令人意外，但2023年第四季度平均每月新增就业16.5万人，低于第三季度的平均水平22.1万人和2023年上半年的25.7万人，且第四季度工资涨幅同样低于第三季度。沃勒发言稿详见

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20240116a.htm>。

了此前对于银行⁴和金融环境⁵的相关表述。

目前美国金融条件确较此前有所放松，（1）芝加哥联储金融条件指数⁶（NFCI）自2023年3月硅谷银行风波后波动回落（即金融条件趋向宽松），截至1月26日降至-0.56，一方面体现美国金融条件有所放松，另一方面前瞻反应降息预期的影响。（2）金融市场情绪改善。债券市场10年期、2年期美债名义收益率最新收报3.876%、4.202%，较2023年高位回落逾80BP，投资级企业债与10年期美债信用利差从2023年最高的超过220BP收窄至2024年1月的160BP附近。股票市场标准普尔500波动率指数（VIX）2024年1月均值13.4，创2020年疫情以来的次低位（最低为2023年12月的12.7）。

图表 1：芝加哥联储金融条件指数显示美国金融市场较前期有所放松



数据来源：芝加哥联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

根据我们之前专题研究，美国大型银行经营整体稳健，

⁴ 美国银行体系健全且有韧性。

⁵ 对家庭和企业更为收紧的金融和信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力。

⁶ 芝加哥联储的金融条件指数（Chicago Fed's National Financial Condition Index, NFCI）包含了风险（Risk）、信用（Credit）、和杠杆（Leverage）三大维度的105个指标，体现美国货币市场基金、股票、债券、以及影子银行体系的金融条件状况。该指数大于0意味着当前的金融条件相对历史均值更为紧张，小于0意味着当前的金融条件相对历史均值更为宽松。

但中小银行经营压力仍存（参考我们 2023 年专题报告《美国中小银行危机未息—后续风险如何演变》）。目前已有区域性银行出现流动性问题：美国时间 1 月 30 日，纽约社区银行（NYCB）意外亏损 2.6 亿美元，股票价格跳空低开 42.6%，暗示银行业流动性风险不可忽视。

二、怎么看美联储后续缩表进程

本地 FOMC 会议以及美联储官员罗洛根近期讲话均暗示缩表（QT）进程或将有所放缓。近期触发美联储考虑放缓缩表的主要原因有：

（1）美国银行业流动性或收紧，特别是紧急银行救助工具（BTFP）于 3 月 11 日即将到期；

（2）从非银部门来看，随着 TGA 账户资金上升，隔夜逆回购工具（ON RRP）余额被消耗速度过快，逆回购缓冲流动性作用减弱。

我们认为，美联储放缓缩表的一个重要考量是为了避免出现与 2019 年类似的流动性枯竭（“钱荒”），维持市场流动性在“适度充裕（ample reserve）”的水平。依据目前情况判断，二季度美元市场流动性压力会上升，美联储在年中左右放缓缩表的可能性较高。如果银行业出现流动性恐慌，不排除美联储将放缓缩表提前。按照将准备金率维持在 ample（8%-13%⁷）的标准测算，美联储很可能将每月缩表上限从

⁷ 此为 ample reserve 标准允许区间的最大范围。

950 亿美元调整为 600 亿美元左右。

（一）预计市场流动性趋紧，放缓缩表预期升温

当前，信贷成本总体偏高。2024 年 1 月，美国担保隔夜融资利率（SOFR）围绕 5.3%左右的高位波动。个人信用卡借贷规模增速放缓，截止 2023 年 11 月，家庭新车贷款利率⁸（8.5%）、个人贷款利率⁹（12.4%）分别处于逾 20 年和次贷危机以来高位，房地产 30 年期抵押贷款固定利率（6.7%）虽较 2023 年峰值的 7.8%明显回落，但仍处高位（近 10 年均值 4.3%）。美联储官员释放缩表信号。达拉斯联储主席罗洛根（Lorie Logan，美联储 FOMC 票委）在 2024 年 1 月的演讲中提到“我们不再处于流动性超级充裕（super-abundant）状态”¹⁰。

（二）二季度缩表可能性较高，最早 4 月可能开始

依据美联储资产负债表正常化的指引¹¹，放缓缩表的原则主要是维持市场流动性在“ample reserve”的程度。根据纽约联储¹²，准备金率处在 12%-13%以上为充裕(abundant)，8%-10%以下则为缺乏(scarce)，在此之间一般认为是适度充裕(ample)。监测市场流动性的过程中，美联储主要跟踪

⁸ 贷款期限 48 个月。

⁹ 贷款期限 24 个月。

¹⁰ 此轮缩表为美联储历史上第二轮缩表（QT-II），从 2022 年 6 月开启，在 2023 年底将美联储资产负债表从 8.96 万亿缩减到了 7.80 万亿美元左右。2022 年 6 月之前，美联储的量化宽松（QE）令美联储资产负债表达到了 8.96 万亿美元（相当于 2022 年 GDP 的 36%）的历史高位。

¹¹ 2022 年 1 月，FOMC 列出了关于缩表的重要原则：“对于债券的持有量需要让货币政策保证其有效性及其效率”。2023 年 12 月，美联储主席鲍威尔认为一旦联储资产负债表达到了“ample reserve”的程度，缩表幅度应放缓。

¹² “Scarce, Abundant, or Ample? A Time-Varying Model of the Reserve Demand Curve”，John Williams, 2022

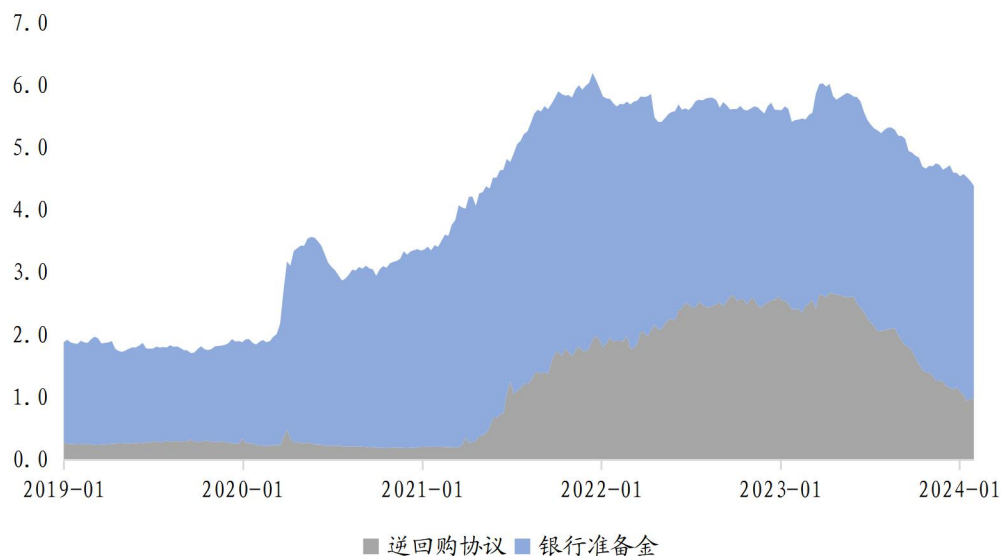
关注的变量包括：银行部门，非银部门及财政部 TGA 账户¹³。

准备金方面，预计 2024 年一季度末银行业流动性压力上升。目前美国银行业准备金率在 15% 左右，相较于 2019 年“钱荒”前的约 8% 仍较充裕。但 BTFP 即将在 3 月 11 日到期，届时美国银行业面临的流动性压力将有所上升。

其次，在美国财政部债务上限提高后，美联储逆回购余额（ON RRP）在陆续被消耗，预期 4 月份接近“钱荒”同期水平。美联储 ON RRP 从 2021 年 3 月接近 0 的水平上升到 2022 年 12 月 2.55 万亿的创纪录水平。在 2023 年提高债务上限之前，TGA 大幅下降，从四月份 2960 亿美元下跌到 5 月底的 480 亿美元，缩减至将近 1/6 的水平。但在 2023 年 6 月左右，随着债务上限提升，美国财政部新开始发债，在 8 月中左右上升至 4,320 亿美元。同时，准备金账户与 ON RRP 分别下降了 860 亿以及 455 亿美元。根据其自 2023 年 4 月峰值（约 2.7 万亿）下降至目前水平（9,800 亿）的速度，线性推测逆回购余额或在 4 月末降至 2019 年“钱荒”同期水平（3,000 亿美元左右）（见图表 2）。

¹³ 参考圣路易联储报告 “*The Mechanics of Fed Balance Sheet Normalization*”, Kevin L. Kliesen, 2023.

图表 2：市场流动性指标（万亿）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

综合来看，二季度美元市场流动性压力会上升，美联储届时放缓缩表的可能性较高。如果银行业出现流动性恐慌，不排除美联储将放缓缩表提到降息之前，时间点很可能在4月初前后。按照将准备金率维持在 ample 的标准测算，美联储很可能将每月缩表上限从 950 亿美元调整为 600 亿美元左右，其中中国债缩表上限依然高于 MBS 与机构债（见图表 3）。

图表 3：美联储资产负债表

美联储资产负债表科目	金额 (百万美元)
黄金证书账户	11,037
特别提款权证书账户	5,200
硬币	1,486
证券、未摊销溢价和折扣、回购协议和贷款 (含国债、MBS、BTFP等)	7,578,582
主街借贷计划 (MSLP) 投资组合净持仓	15,394
市政流动性工具 (MLF) 投资组合净持仓	1
定期资产抵押证券融资计划 (TALF) 投资组合净持仓	0
托收中的款项	48
银行营业场所	439
央行流动性互换	224
外币计价资产	18,227
其他资产	46,593
总资产	7,677,230
纸币	2,278,707
逆回购	980,069
存款 (含准备金、TGA等)	4,497,489
递延可用性现金项目	397
财政部对市政流动性工具的捐款	7,438
其他负债及应计股息	-129,722
总负债	7,634,379
实收资本	36,066
盈余	6,785
其他资本账户	0
总资本	42,851

数据来源：芝加哥联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

数据更新：2024年1月24日

从中长期的角度，我们猜测非传统货币政策（unconventional policy，例如量化宽松政策 QE）的重要性在美联储工具箱中的重要性或逐渐下降。量化宽松政策创新是由“0 利率”附近下，利率工具的效力降低所带来的。随着货币政策正常化，利率预期长期保持在在中性利率附近（2%-3%），美联储对于 QE 的需求或有所下降。

三、怎么看金融资产价格走势？

1 月 FOMC 会议表态“明鹰实鸽”。会议之后，2 年期美债利率日内回落 7 个百分点，10 年起美债利率下落 4.2 个百分点，跌入 4.0 以内。放缓缩表、以及二季度开启降息的预

期依然是当前主导资产价格变化的主要线索。考虑到美国经济数据的可能非线性变化、中小金融机构的或有流动性冲击等潜在不确定性，短期美联储政策预期“相机”调整、带动金融市场大幅波动的可能性仍较大，据此判断：

美元指数走强动能预期短期有所下降，但大幅走弱概率亦不高，大概率在 102-103 区间小幅波动；

美债收益率趋势向下、长短端“倒挂”程度延续修正（目前 2 年期与 10 年期国债利差：-0.326BP），但时点性向上反复的可能性仍存。

美股短期延续小幅波动向上趋势，四季度财报数据将是近期市场交易重要线索。美国四季度财报季近期将公布盈利数据，根据 FactSet 预测显示，S&P500 指数成分股公司四季度收益可能下降，市场的风险偏好和预期可能随之发生变化。