

美联储政策前景：降息 + 缩表

——沃勒 2024 年美国货币政策论坛演讲点评

美东时间 3 月 1 日，美联储理事沃勒（Christopher J. Waller）在美国货币政策论坛上发表关于美联储量化操作的演讲，引发市场广泛关注。

总体上看，沃勒此次演讲展示了美联储未来政策操作的一种前景，即在降息的同时推进“缩表”。沃勒认为，量化紧缩并非紧缩性工具，而是货币政策正常化（normalization）的一部分，与降息并不冲突。

未来美联储“缩表”或对金融市场造成深远影响。沃勒主张，从总量看，量化紧缩仍有很大空间；从结构看，MBS 规模与占比应趋近于零，短期国债规模与占比将大幅提升。

一、沃勒其人：“鹰派”共和党

两年前，沃勒与美国前财长萨默斯（Larry Summers）、IMF 前首席经济学家布兰查德（Olivier Blanchard）针锋相对，提出通胀可以在失业率不出现跳升的情况下回归 2%，即货币政策可以让美国经济实现“软着陆”。目前看来，沃勒的观点似乎在这场“贝弗里奇曲线之争”中胜出。加之沃勒是当前美联储理事会中两名被特朗普任命的理事之一，被视为下一届美联储主席的有力竞争者（鲍威尔的任期将于 2026 年 5 月届满），其观点因此广受瞩目。

自 2020 年担任美联储理事以来，沃勒一直是著名的“鹰派”，更担忧高通胀而非高失业。此次沃勒通过论文评论发表的观点¹也与其政策偏好总体一致，认为缩表的紧缩性效果相对有限。

¹ 沃勒通过评论 Kristin 等人的最新论文《全球量化紧缩：我们从中学到了什么？》，表达了自己对量化操作的看法。

二、立场：量化紧缩不是紧缩工具

沃勒指出，量化宽松（QE）和量化紧缩（QT）的影响是“非对称”（asymmetric）的，前者对收益率曲线的压降作用显著强于后者的拉升作用。这种非对称性使得量化宽松操作可能增进社会福利。论文²指出，量化紧缩的“公告效应”（announcement effect）远弱于量化宽松，公布量化紧缩计划仅能拉升美国国债收益率 4-8bp。

基于此，沃勒认为量化宽松是宽松工具，但量化紧缩不是紧缩工具，而是资产负债表正常化的一部分。量化宽松是为应对“利率零下限”而启用的非常规（unconventional）工具，量化紧缩则是该工具退出的过程。

三、执行：量化紧缩仍有很大空间

沃勒认为美国国债市场兼具广度和深度，拥有充足的买家，很容易消化量化紧缩带来的流动性缺口。论文指出，央行在量化紧缩过程中减持的资产主要被居民部门和做市商承接。沃勒发现，2022年启动量化紧缩以来，美国居民部门持有国债量出现激增，抵押支持证券 MBS³亦然。这些增持多来自于主动购买，而非来自因持有其他金融产品而导致的被动购买。

考虑到隔夜逆回购⁴（ON RRP）所形成的缓冲垫，沃勒认为紧缩空间还很大。沃勒表示，当前美联储负债端仍有规模超过\$5,000亿的隔夜逆回购工具，这是金融市场不需要的过剩流动性，最终应当降至0。此外，国内常备回购便利⁵（SRF）等工具会在关键时刻向金融系统提供流动性支持，这意味着准备金水平还可以被压得更低。根据沃勒今年1月的表述，合意

² 本文中的“论文”均指《全球量化紧缩：我们从中学到了什么？》。

³ 即 Mortgage-backed Securities，以居民住房按揭贷款为底层资产的证券类资产。

⁴ 即 Overnight Reverse Repurchase Agreement Facility，美联储向交易对手卖出国债回笼现金，隔夜执行回购。该工具被视为用于回笼市场过剩流动性，其利率也被视作利率走廊的下限。

⁵ 即 Standing Repurchase Agreement Facility，金融机构向美联储提供资产抵押换取流动性。该工具被视为用于在市场流动性短缺时向市场提供流动性，其利率也被视作利率走廊的上限。



准备金规模约为名义 GDP 的 10-11%，叠加当前超过\$5,000 亿的国内逆回购工具规模，美联储缩表空间或在\$1 万亿以上。

四、结构：昨日重现

沃勒认为美联储资产负债表正常化的意涵不仅在于总量上的缩减，更在于资产结构的调整。一是 MBS 占比从 31.5%降至 0，美联储在启动量化宽松前并不持有这种资产。二是大幅提升短期国债占比，短期国债占总资产的比重已经从 2009 年启动量化宽松前的 30%降至当前的 3%，这一比例应当向启动量化宽松前的水平回归，这能够使美联储资产负债表期限更为匹配，并为未来货币政策储备空间。

五、前瞻：降息与缩表或同时进行

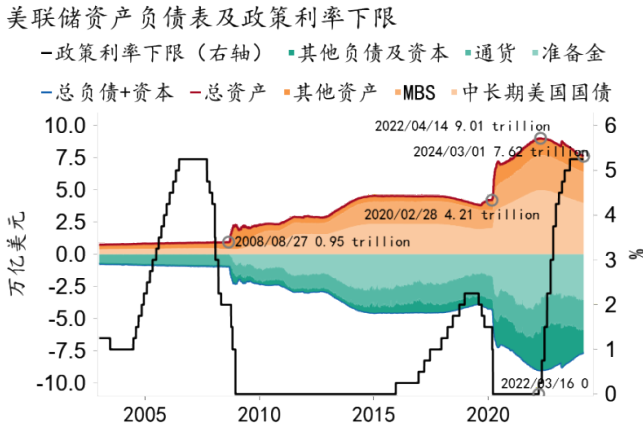
前瞻地看，美联储降息和缩表或将同时进行。沃勒认为，资产负债表操作和利率操作的目标相对独立，前者致力于保持流动性合理充裕（right and ample），后者致力于经济稳定与双重目标。

客观评估，考虑到美联储资产负债表总量缩减与结构调整的巨大数量级，沃勒的缩表设想将对全球金融市场造成深远影响。

（作者：谭卓 王天程）

附录

图 1: 美联储于 2022 年启动量化紧缩



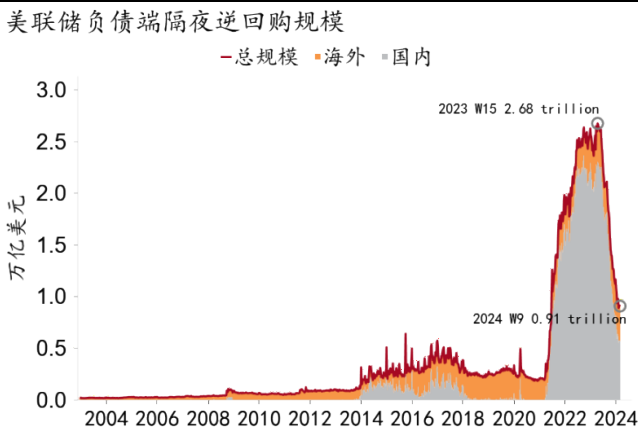
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 美国居民部门持有国债类资产激增



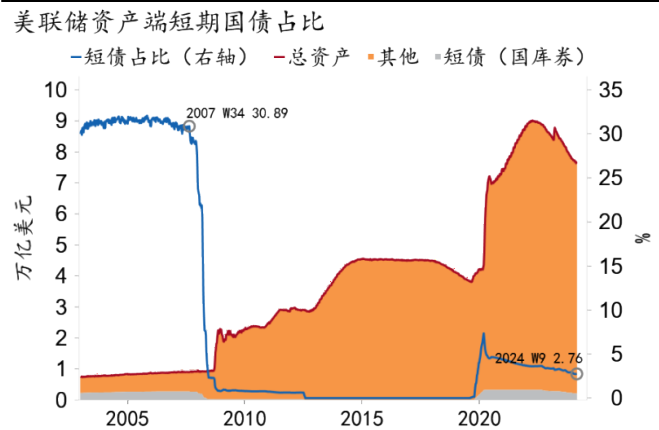
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 美联储负债端仍有大量隔夜逆回购工具



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 美联储资产端短债占比远低于次贷危机前



资料来源: Macrobond、招商银行研究院