

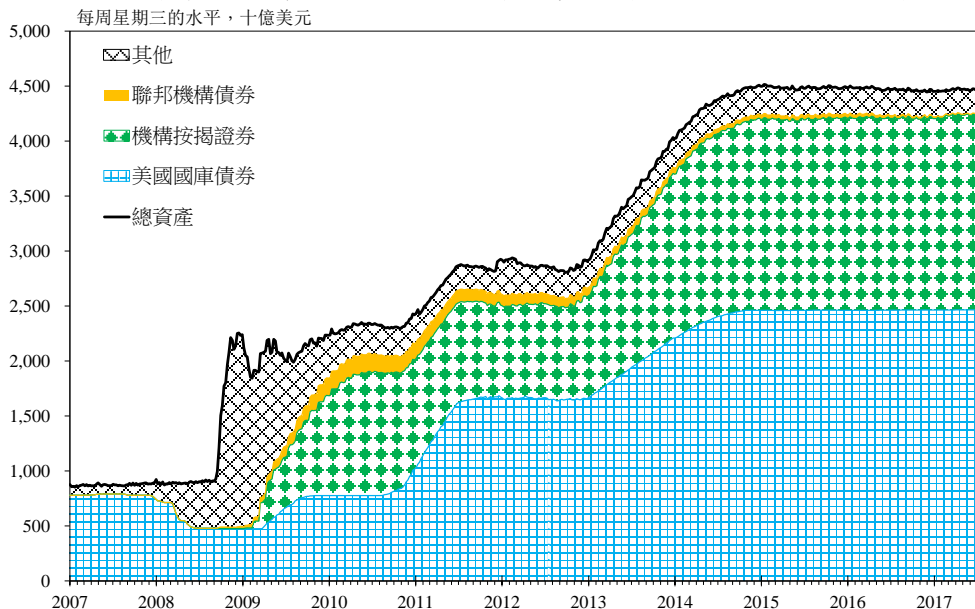
## 專題 2.1

## 美國聯邦儲備局的資產負債表正常化

二零一七年六月，美國聯邦儲備局(聯儲局)宣布自二零一五年十二月以來的第四次加息，同時公布資產負債表正常化的計劃。根據聯邦公開市場委員會在七月底最近一次會議後所發表的聲明，該計劃預料將會在較短時間內實行。由於縮減聯儲局的資產負債表規模是美國正在進行的貨幣政策正常化進程主要範疇之一，本專題旨在檢視聯儲局的計劃，以及探討該計劃可能帶來的影響。

自二零零八年環球金融危機以來，聯儲局透過多輪量化寬鬆計劃，進行了一系列大規模資產購買，務求緩和整體金融狀況和刺激美國的經濟活動。及後聯儲局把到期的美國國庫債券、聯邦機構債券和機構按揭證券的本金再投資，令所持證券的規模維持在前所未有的水平。自聯儲局在二零一四年尾段結束資產購買計劃以來，所持資產總值一直徘徊在 4.5 萬億美元左右，較金融危機前約 9,000 億美元顯著增加(圖 1)。當中，美國國庫債券和機構按揭證券分別佔聯儲局資產總值的 55% 和 40%。

圖 1：聯儲局總資產在環球金融危機後飆升至前所未有的水平



資料來源：紐約聯邦儲備銀行。

註：截至二零一七年七月二十六日的最新情況。

表 1 顯示截至二零一七年七月二十六日聯儲局所持證券的到期時間分布情況。聯儲局持有的美國國庫債券有超過一半將於二零二一年年底到期，而機構按揭證券則只有少於 1% 在未來五年內到期。至於聯邦機構債券，大部分將會在二零一八年年底到期，屆時會按照聯儲局現時的再投資政策，把本金再投資於機構按揭證券。

表 1：截至二零一七年七月二十六日聯儲局所持證券的到期時間分布情況

到期時間	二零一七年 餘下時間	二零一八年	二零一九年	二零二零年	二零二一年	二零二二年	二零二二年 後	總計	
美國國庫 債券*	十億美元 <sup>^</sup>	90	426	370	232	239	201	889	2,447
	佔總額的百分比	4	17	15	10	10	8	36	100
機構按揭 證券	十億美元 <sup>#</sup>	&	&	&	0.2	0.4	0.1	1,768	1,769
	佔總額的百分比	&	&	&	0.01	0.02	0.01	99.95	100
聯邦機構 債券	十億美元 <sup>^</sup>	4	2	0.1	-	-	-	2	8
	佔總額的百分比	46	24	0.8	-	-	-	29	100

註：根據紐約聯邦儲備銀行的數據編製。

\* 不包括為調整通脹對通脹指數證券原來面值的影響而作出的補償；截至二零一七年七月二十六日，補償總額為 190 億美元。

<sup>^</sup> 面值。

<sup>#</sup> 餘下的證券本金結餘。

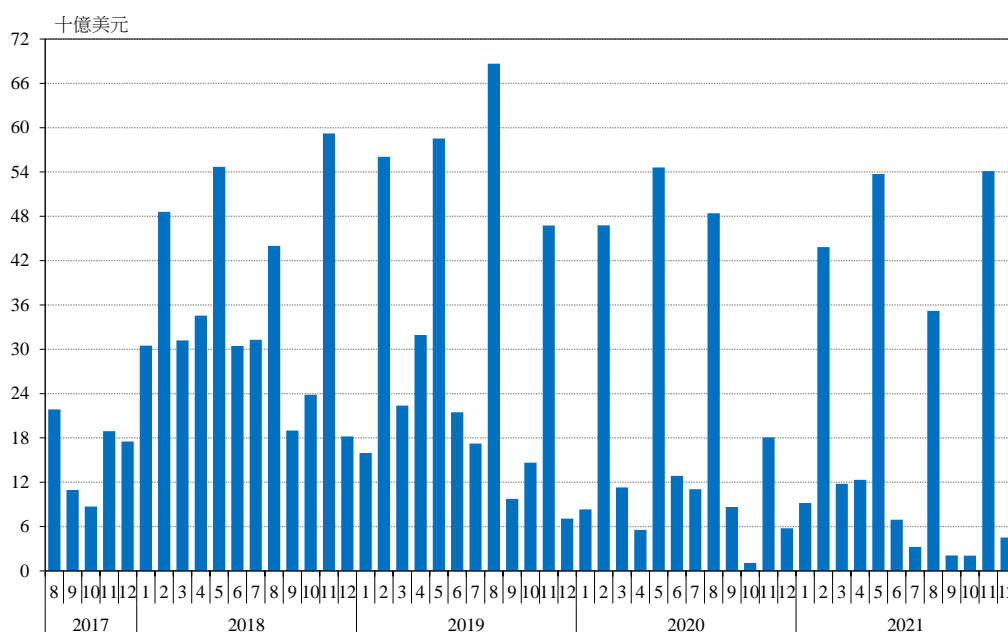
& 少於五百萬美元及 0.005%。

## 專題 2.1 (續)

為縮減資產負債表，聯儲局擬設定每月上限<sup>(1)</sup>，逐步減少到期證券本金再投資，每月超出上限的金額才會再作投資。就聯儲局現時所持證券總額而言，該計劃縮減資產負債表的規模相對較小。首 12 個月減持證券上限為 3,000 億美元，相當於聯儲局現有證券總額的 7%。假如已公布的每月上限維持不變，聯儲局資產負債表在其後每 12 個月的減持量限於 6,000 億美元，即現有證券總額的 14%。

然而，未來聯儲局每月到期證券的金額未必能達到上述的每月上限。舉例來說，從圖 2 可見，每月到期的美國國庫債券面值由少於 60 億美元至超過 650 億美元不等，因此在不少情況下，某月到期的美國國庫債券金額或會少於該月的上限。機構按揭證券方面，儘管聯儲局持有的大部分機構按揭證券年期較長(逾十年)，但從所持證券收回的本金，較難預先估計，因為當中包括定期按揭還款，以及房主在到期日前提早償還部分或全部本金餘額。後者並無既定時間表，亦取決於利率前景、樓價變動及信貸情況等各種因素。不過，整體而言，考慮到聯儲局所持美國國庫債券及機構按揭證券的到期情況，縮減資產負債表的步伐可能會較聯儲局擬設的每月上限為慢。

圖 2：聯儲局每月到期的美國國庫債券面值差異很大



資料來源：紐約聯邦儲備銀行。

註：截至二零一七年七月二十六日的數據。

(1) 根據二零一七年六月十四日發表的《政策正常化原則和計劃附錄》(Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans)，美國國庫債券上限訂為每月 60 億美元，聯邦機構債券及機構按揭證券上限訂為每月 40 億美元。兩個上限每三個月會分別增加 60 億美元和 40 億美元，直到一年後增至每月 300 億美元和 200 億美元為止。這些上限預期會維持不變，直至聯邦公開市場委員會認為聯儲局所持證券不多於貨幣政策有效推行所需為止。

## 專題 2.1 (續)

雖然聯儲局料會逐步地落實資產負債表正常化，但縮減資產負債表應會扭轉先前多輪量化寬鬆計劃所發揮的部分提振作用。自環球金融危機以來，聯儲局大規模購買資產和進行再投資，不但為金融體系提供充裕的流動性，亦降低了長期利率，使住戶和企業的借貸成本得以維持在較低水平，為美國整體經濟帶來支持。聯儲局在環球金融危機爆發後開始購買資產，直到二零一四年尾段才結束，藉此向金融市場表明會在一段長時間內維持格外寬鬆的貨幣政策立場的決心。一連串購買資產行動有效地降低市場對未來政策利率走勢的預期，並對較長期利率造成下行壓力。此外，聯儲局大幅增持較長期證券，會透過資產組合平衡渠道，減少這些資產在市場的流通量，不但使其價格上升和收益率下降，同時亦推高其他有類似風險和回報特徵的資產(例如較長期及優質的企業債券)的價格和降低其收益率。

聯儲局撤回以前推出的一些刺激措施(如本文所指逐步縮減資產負債表)，在評估相關影響的不確定性時，必須理解到聯儲局先前推出的量化寬鬆計劃屬非常規的措施，當中可透過哪些渠道影響利率及宏觀經濟變數(例如產出、就業人數及通脹)，目前仍未有廣泛定論。事實上，由於投資者預期、經濟政策以及國際間經濟、貨幣和政策走勢等因素之間有千絲萬縷的關係，並同時影響更廣泛的經濟及金融情況，要單獨量化聯儲局大規模購買資產的影響，十分困難。同樣，要衡量聯儲局資產負債表正常化對宏觀經濟的影響，亦無先例可循。不過，聯儲局逐步減持長期證券，相信或多或少會推高債券的收益率和利率。

聯儲局<sup>(2)</sup>在二零一七年四月發表文章，集中研究資產組合平衡渠道，並估算十年期美國國庫債券在二零一六年年底的期限溢價效應為負 100 個基點左右。這意味若聯儲局沒有購買資產和進行再投資，只計及通過這個渠道所產生的牽制影響，十年期美國國庫債券的收益率在二零一六年年底會提升 100 個基點。聯儲局另一篇研究文章<sup>(3)</sup>探討該局縮減資產負債表會否產生與加息相同的效果。研究估計，若聯儲局在兩年內把資產負債表縮減 6,750 億美元，便可令期限溢價上升約 25 個基點，升幅大概相當於把聯邦基金利率上調 0.25 個百分點。不過，這項推算主要視乎估算的期限溢價效應和長遠的實質中性利率而定；若採用不同模擬框架和假設，結果會有所不同。

(2) Bonis, Brian, Jane Ihrig, and Min Wei (2017), 《聯儲局持有的證券對較長期利率的影響》(*The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates*), 聯邦儲備委員會 4 月 20 日的 FEDS Notes。

(3) Davig, Troy, A. Lee Smith (2017), 《預測在資產負債表調整下的貨幣政策》(*Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments*), 肯薩斯城聯邦儲備銀行 5 月 10 日的 Macro Bulletin。

## 專題 2.1 (續)

自聯儲局公布資產負債表正常化的計劃以來，金融市場至今反應平靜，原因可能是市場人士早已預期聯儲局將會縮減資產負債表。然而，由於聯儲局沒有言明資產負債表正常化後所屬意的規模，因此該計劃仍存在不確定性。聯儲局迄今只表示會把所持證券減至顯著低於最近數年的水平，但持有量仍會高於環球金融危機前。該水平會反映銀行體系對儲備結餘的需求，以及視乎聯儲局日後如何以最有效的方式推行貨幣政策而定。更重要的是，縱使聯儲局已確認改變聯邦基金利率仍然是調整貨幣政策的主要方法，但縮減資產負債表會否或將如何影響同期的利率正常化步伐，則屬未知之數。此外，雖然歐洲央行和日本銀行近月維持其資產購買計劃不變，但主要央行的貨幣政策舉措各有不同，可能會令環球金融和資金流動性的情況有所改變，以致情況更形複雜。

市場對這些不確定因素的揣測，可能會觸發風險情緒驟變，借貸成本意外上升，導致資金流向突然轉變及急遽的金融市場反應。因此，未來金融市場再次波動的風險仍不能排除。舉例來說，在二零一三年五月下旬，聯儲局暗示有意在年內稍後時間縮減每月購買資產的規模。金融市場把這個訊息錯誤理解為聯儲局會收緊貨幣政策，全球股票和債券市場因而出現大規模拋售。十年期美國國庫債券的收益率在隨後三個月攀升近 100 個基點。

因此，未來聯儲局能在落實貨幣政策正常化期間，闡明往後的政策意向並與市場保持有效溝通，尤其重要，從而可以控制資金流動性大幅收緊及金融市場突然出現震盪的風險。在這個較為樂觀的情景下，美國經濟以至全球經濟和金融環境可望繼續向好。

香港是國際金融中心，有大量資金進出。雖然聯儲局往後的資產負債表正常化為環球貨幣環境增添不確定性，但香港憑藉強韌穩健的金融體系和良好的經濟基調，有能力抵禦全球金融環境的風浪。不過，聯儲局料會繼續逐步調高利率，儘管未來的加息時間和步伐仍會視乎數據而定。在聯繫匯率制度下，香港的利率最終會跟隨美國利率走勢。政府會繼續密切注視美國貨幣政策的發展，並保持警覺，留意其對香港經濟可能帶來的影響。