

未知縮表細節 先減持美股



國際視野 潘迪藍
Gavekal Dragonomics
資深經濟師

美國聯邦儲備局公開市場委員會(FOMC)已經啟動了計劃，要在今年底前開始收縮資產負債表。他們的說話仍然是吞吞吐吐，但卻表達了一種共識：只要經濟增長的軌迹和關鍵政策利率符合委員會的期望，縮表計劃就一定開始。

根據公開市場委員會5月24日公布的5月份貨幣政策會議紀要，該會將會就每個月到期而不會被展期並進行再投資的債券金額宣布一系列逐步提高的上限。如果聯儲局收到的債券本金和利息超過這些上限，那超過上限的金額才會被用來再購買債券。

隨着這些上限調高，聯儲局每個月再購買債券的金額將會愈來愈少，從而達到每個月減持愈來愈多債券的效果。這些上限最初會設定在較低的水平，隨後每三個月上調一次，以分階段達到最終的水平。之後就會維持在那個水平，直至聯儲局的資產負債表的規模正常化。

倘無新金融危機 縮表如計劃實行

簡而言之，聯儲局將會慢慢改變目前將所有舊債券的本金和利息再用來投資購買新債券的政策。因此，其資產負債表將會開始逐步收縮，而且在一段時間內，收縮速度更會逐漸加速，之後才固定下來，直至其資產負債表規模下降至某個尚未確定的終極水平。而這一切，都是假設了期間不會出現一場新的金融危機。

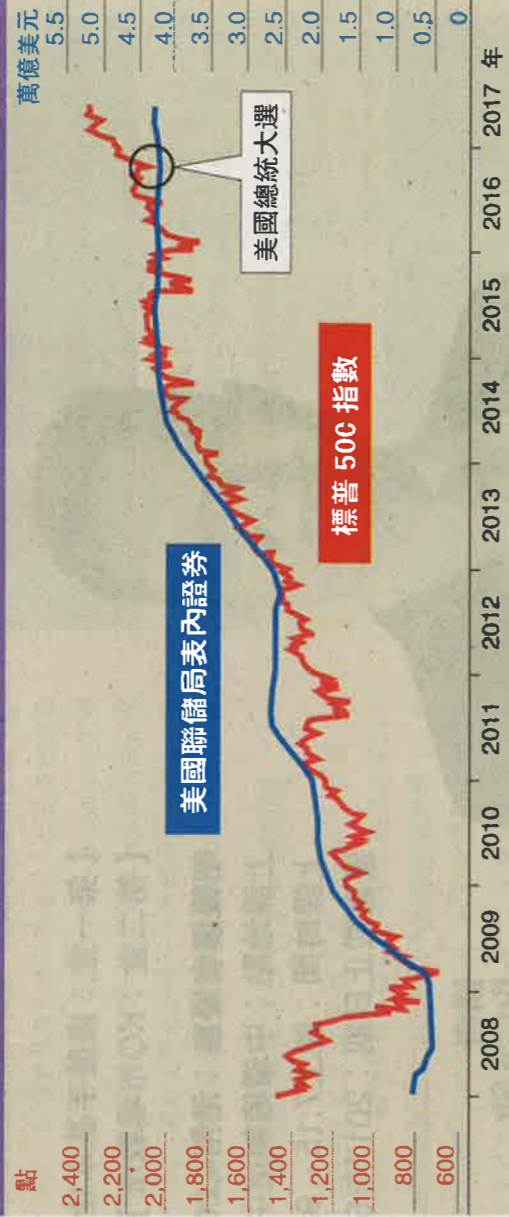
這不算是什麼大驚喜，因為公開市場委員會早已已經通報了要在2018年開始逐漸減少買債的計劃。但我們不知道的是：

(1) 聯儲局縮減資產負債表的速度有多快？投資者將會歡迎上文所說的那些上限，但那些上限最終會調高至那個水平，又需要多長時間才達到那個水平？

(2) 聯儲局最終會保持規模多大的資產負債表？聯儲局前主席伯南克曾經表示，縮減資產負債表的規模毋須太大。在2008年之前，聯儲局保持的儲備金，相對流通的美元來說，可說是規模很小。

這是因為，聯儲局當時管理短期利率的方法，是靠操縱銀行借用其儲備金的水平。但在2008年，聯儲局改變了做法，它改為直接管理借出其儲備金的利率。展望

美國聯儲局政策轉向



未來，聯儲局可能會選擇，將其儲備金維持在和貨幣流通量相若的水平，就像2008年12月金融海嘯高峯期那時般。這樣的儲備金水平，令短期利率可以維持在接近零，不受財政壓力影響。

伯南克倡縮表規模毋須擴大 耶倫有保留

現時，美國的貨幣流通量大約是1.5萬億美元，聯儲局的資產負債表規模大約是4.5萬億美元。若聯儲局也保留1.5萬億美元的儲備金，那麼其資產負債表就要縮小至大約3萬億美元。

伯南克曾聲言，只靠經濟增長，聯儲局的儲備金就能夠輕易在10年內增長至1.5萬億美元，可以毋須縮減資產負債表的規模。據報現任聯儲局主席耶倫並不同意這種說法，並正在推進縮減資產負債表的計劃，但她亦可能不會將資產負債表的規模縮減1.5萬億美元那麼多。

(3) 聯儲局會否加快轉移至「乾淨」的資產負債表？公開市場委員會曾表示，希望擺脫航跡的「按揭抵押債券」(Mortgage-Backed Security, MBS)，回到只由美國國庫券組成的「乾淨」資產負債表。會議紀要顯示，聯儲局將會同時逐步減少再購買「按揭抵押債券」和國庫券。不過，公開市場委員會還可以透過兩個方法，來加速減持「按揭抵押債券」。第一，是對「按揭抵押債券」設立比國庫券更高的上限，所以再購買「按揭抵押債券」的金額將會比再購買國庫券的金額更少。第二，所有債券本金和利息超過上限的金額，全部都只會用來再購買國庫券，而不再購買「按揭抵押債券」。我認為，聯儲局至少會採用以上其中一個方法。

(4) 「乾淨」是否意味着，聯儲局只會持有較短期的債券？

在2008年之前，聯儲局的資產中，5年內到期的國庫券佔了80%，1年內到期的佔了一半。現時，這兩

個比例已分別下降至35%和7%。

現時仍不清楚，聯儲局是否想將其投資組合回復到以往那麼短期。但在聯儲局內，的確有些人認為應該考慮這一點。聯儲局最近的會議紀錄概述了一個稱為「反向扭曲」(Reverse Twist)的計劃，將所有債券本金和利息超過上限的金額全部都用來再購買短期的國庫券。這將會是其政策的一個重大變化。因為聯儲局現時是避免只購買短期的國庫券，而是將國庫券到期時收回的金錢用來購買當時公開拍賣的票據和債券。「反向扭曲」的可能性，不及上文所說只購買國庫券的可能性，但如如果真的這樣做，將會對市場產生更大的影響。

減持按揭抵押債券 長債息升幅溫和

長期債券的利率將會上漲，至少對企業債券來說是如此。至於長期國庫券，則有可能因為聯儲局不再購買，其需求有所減少，而令其利率不出現上漲。但在這種情況下，股市將會受影響。我估計，聯儲局將會逐漸調高上文所說的那些上限；或許也會加速減持「按揭抵押債券」，改為只持有國庫券，但就不會推行「反向扭曲」。在這種情形下，長期利率的升幅可能只是溫和的，投資者對此不會太意外。

然而，這並不一定意味，美股還可以再上升。因為資本回報率低，美股的價位並不太吸引。現時仍不清楚，隨着聯儲局收緊其資產負債表，私營板塊是否會放鬆信貸，來填補信貸缺口。

我認為，自2009年以來，聯儲局的量化寬鬆政策一直都是美國及環球資產價格的主要驅動力。直至2016年11月，市場認為，美國在監管和稅法方面迫切需要進行的改革可能會實現，量化寬鬆與股價的關係才有變。因此，若美股的盈利沒有改善，美國政府又沒有推行什麼政策改革，我建議適宜保守一點——減持股票，以及增持中短期的美國國庫券。