

深陷近忧远虑 美联储该怎样破解“困局”



曾准确预言了美国经济走向的美联储理事克里斯托弗·沃勒(Christopher Waller)3月1日在美国货币政策论坛上发表了关于美联储量化操作的演讲,暗示了美联储可能的资产配置调整。演讲之后,以美债为首的美国金融市场迎来振荡,美债收益率大幅下降,尤其是短期国债,收益率曲线变陡;黄金价格则大幅攀升,一举突破2080美元/盎司并逼近2090美元/盎司关口。

>>> 政策解读 <<<<

变相放水? 如何看待沃勒的美联储资产调整建议

■ 朱冠华

为什么沃勒的观点具有影响力?

一方面,沃勒的业务能力经历了市场的考验。2022年,作为美联储理事的沃勒提出了一个新的经济框架,即美联储可以在不引发失业率大幅飙升的情况下,将通胀水平控制回美联储设定的2%的目标之内。由于这一理论与经济学上经典的贝弗里奇曲线相左,因此经济框架也随之受到其他经济学家的挑战。但是随着美联储加息的推进,时至今日,美国基本实现了失业率没有飙升情况下通胀同比的回落,理论上的成功也成为沃勒本人声望的来源。

另一方面,沃勒有可能成为下一任美联储主席。当前的美联储主席鲍威尔任期将在2026年5月结束,市场非常关注其继任者。而沃勒本人是美国前总统特朗普任命的两位理事之一,在当前共和党候选人特朗普民调支持率高于其他候选人的背景下,沃勒被下届政府推举的概率也随之走高。就在今年2月,有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报的记者Nick Timiraos也曾撰文表示,沃勒在美联储的影响力不断上升,其有可能成为下一任美联储主席。

沃勒的演讲包含哪些内容?

沃勒演讲的主题是“关于量化紧缩的思考,包括对《全球量化紧缩:我们学到了什么?》一文的评论”,整体内容围绕美联储货币数量工具展开。其中包含了四方面内容:一是为什么量化宽松的效果与量化紧缩的效果不对称;二是美国量化宽松与量化紧缩如何执行;三是当美联储退出市场时,谁接管了资产;四是对美联储资产配置的调整。

量化宽松的正面作用优于随后的量化紧缩

在量化宽松与量化紧缩的不对称性部分,沃勒首先给出了统计上量化宽松带来的效果比量化紧缩要大的事实依据。引发这一不对称的可能性在于,量化宽松投入使用往往是在金融市场突然出现交易上冲击和摩擦时,起到的是“灭火”的作用;而当市场功能恢复正常,量化紧缩所带来的“排水”作用并不会使市场重陷危机,因此整体上量化宽松和量化紧缩的共同使用仍然会为市场带来正面作用。

量化宽松与紧缩政策计划的设置

沃勒认为,谈到量化宽松和量化紧缩对利率的影响,效果往往集中在期限溢价上。政策的三个要点,即量化宽松的预期路径,包括购买的金额和时间;央行预

期持有额外证券的时间长度;量化紧缩的预期路径,包括赎回的金额和时间,都将对利率产生影响。在此之中,沃勒倾向于认为量化宽松设置为不设上限的开放式计划,并给出量化紧缩的承诺,同时在量化紧缩临近结束时谨慎行事防止对市场产生冲击是联储的最佳选择。

家庭和经纪商是美联储缩表时美债和MBS的主要接盘者

沃勒表示,对于美联储的缩表,一个常见问题是谁会接替央行的位置购买证券,因为如果政府债券市场不广泛或不深入,那么央行的行动可能会对价格和和市场功能产生不利和不想要的。而根据其调查,自从2022年开始量化紧缩以来,家庭和经纪商增加了他们持有美国国债和MBS的份额,即美国公众的广泛持有使得缩表并未对金融市场造成较大压力。

美联储应当减持MBS并缩短国债期限

沃勒认为,鉴于市场当前仍有超过5000亿美元的隔夜逆回购协议设施,以及常设回购协议设施(SRF)作为银行的后盾,量化紧缩计划预计仍将继续。同时,沃勒也提出了其对美联储资产配置的两个建议:一是希望看到美联储的代理MBS持有量归零,二是希望看到国债持有中的短期国债份额增加。

为什么要调整美联储资产配置?

虽然沃勒并非直接代表美联储进行未来政策变革表态,也仅仅是对其资产配置提出了两个需要长期进行改变的建议,但市场仍对其演讲做了充分反应。对此,一个重要问题是,沃勒的两个资产配置建议来源于何处。

根据沃勒本人在演讲中的阐述,其希望看到美联储的代理MBS持有量归零,是因为MBS底层抵押贷款的利率非常低,提前还款非常小,因此代理MBS持有量减少得较慢。而其希望看到国债持有中的短期国债份额增加,一方面是因为对比全球金融危机之前投资组合中短期国债大约三分之一的占比,当前短期国债仅占国债持有量的5%;另一方面,持有更多短期国债将使到期结构更接近美联储的政策利率,并使美联储的收入和支出随着提高和降低基准利率而上升和下降;同时,这种结构还有助于未来的资产购买计划实施,因为短期国债资产可以随时间到期,而不占用资产负债表空间。但是,沃勒建议调整美联储资产配置的内在原因可能并不是这么简单。

资产配置调整的第一个要素也是最核心因素,可能是其将缓解美债一直面临的供需压力。2023年三

季度,在加息预期未见增长的情况下,长端至短端国债收益率不断攀升,其背后的主要原因在于美债供给端在债务上限争端解除后迎来了国债发行增加而市场需求并不充足,由此长期债券发行屡屡出现“破发”,并带动收益率上行。为了缓解美债供需问题,美国政府虽然没有因债券贬值压力减少国债整体发行,但仍然进行了发行结构端的调整,即减少了长期国债发行比例而增加短期国债发行。

时至2024年,随着市场流动性因缩表进行不断收紧,而美国财政支出及美债发行延续去年高水平,美债供需压力也将不断凸显。根据当前的美联储资产配置结构,减少MBS的持有至零将释放2.4万亿美元资产的配置额度,而本轮美联储开启缩表至今其美债购买仅从5.7万亿美元减少至4.6万亿美元,即MBS释放的购买空间将远超过缩表的影响,美债供需也将明显改善。同时,美联储增加短期期限国债的购买,也是对美国财政部发行更多短期国债的一种配合行为。

实际上,沃勒自己给出的因为“MBS底层抵押贷款的利率非常低,提前还款非常小,因此代理MBS持有量减少得较慢”而减少MBS持有的逻辑也并不成立。一方面,缩表开始至今,美联储资产里国债和MBS两类资产的配置比例大致平稳,各自仅有不到3.5%的比例变化;另一方面,即便MBS资产自然结束的可能性较小,美联储仍可以通过出售的方式进行减持,这也并非是将MBS资产减持至零的必要理由。

资产配置调整的第二因素即是美联储将重新获得政策空间。如同沃勒所言,“这种结构还有助于未来的资产购买计划实施,因为短期国债资产可以随时间到期,而不占用资产负债表空间”,即长期限资产的持有将使美联储很难灵活地调整资产配置。一旦金融市场面临一定的流动性危机,美联储可能需要紧急从量化紧缩状态切换到量化宽松状态,而短期限国债持有则可以一定程度上防止这种问题的发生。

资产配置调整第三个因素是缓解美债利率倒挂问题并一定程度上缓解流动性压力。增加短期国债购买同时减少长期国债,意味着将压低短债利率同时抬高长端利率。当前美债收益率曲线存在严重倒挂,无论2年-10年还是3个月-10年美债收益率,都存在较大程度上的倒挂现象。倒挂一方面使得实体对扩张行为更为谨慎,并成为经济衰退的前瞻预测指标,另一方面则引发了机构“借长买短”的基差交易套利行为。美联储此种调整不仅将减轻倒挂问题,同时也会引发进行基差交易的杠杆资金撤离,一定程度上带来金融市场流动性的释放。

另外,资产配置调整也意味着美联储货币数量政策和利率政策在时间上将更加一致。从美联储主席表态和市场反应上看,美联储降息开启时间大概率将落在今年下半年。但从BTFP工具到期、美国隔夜逆回购工具见底以及美债供需问题暴露上看,如果美联储不进行资产配置调整,则上半年缩表可能就会面临比较大的压力,即二季度可能就需要结束缩表甚至转向扩表。而此次资产配置调整信息的公布,以及后续调整的落地,将显著缓解流动性和美债供需问题,缩表所代表的货币数量政策和利率所代表的货币价格政策将可以在时间上达到一致。

资产配置调整影响几何?

从此次沃勒演讲的市场反馈看,这一建议的公布直接引发了美债收益率的普降以及长短期美债利率倒挂的缓解。

由于此次建议只是美联储理事在演讲中给出政策建言,实际落地的可能与执行的节奏并未确立,因此目前市场的交易可能并不充分。

我们认为,鉴于美国金融市场二季度可能面临的流动性压力及美债一直存在的供需问题,美联储大概率会在3月会议上就对这一资产配置调整方案进行讨论,并在最近两次会议上宣布最终落地方案。调整后的量化紧缩方案可能将变成缩表主要通过减持MBS进行,而国债减持暂时停止。

进一步预期方案带来的影响,最重要的可能是美债供需压力缓解。如前所述,减少MBS的持有至零将释放2.4万亿美元的资产配置额度,这是从本轮量化紧缩至今减少美债购买的2倍有余。即便当前方案落地仅是暂时停止对国债的减持,也将有效缓解国债供需压力。

方案的落地将为2024财年美国财政预算法案保驾护航。2024财年至今,美国财政预算法案始终未获通过,目前美国政府仍然执行的是参考2023财年的临时预算法案。一旦2024财年预算法案得到通过,市场关注的首要问题便是财政赤字需要增发多少国债得以弥补,国债市场也将有所波动。如果在此之前资产配置调整方案得以公布,市场对于美债供需问题的恐慌也将大大缓解,财政预算法案的落地也将更加平稳。

对于资产走势而言,资产配置调整方案的后续落地将对美债收益率带来明显压制,从而进一步带动与之相关的美元回落和黄金、美股资产的走升,因此需要密切关注后续议息会议美联储对此的讨论。

(作者单位:中信建投期货)

>>> 市场观察 <<<<

美国经济近似“不着陆”,比软着陆或衰退更可怕

■ 周智诚

美联储希望将高息状态维持得更久一些,但代价非常高昂

2月29日公布的美国1月PCE物价指数同比上升2.4%,符合预期,前值为2.6%;环比反弹0.3%,预期0.2%,增幅重新再加速。其中服务价格环比增长0.6%,同比增长3.9%;商品价格环比下降0.2%,同比下降0.5%;食品价格环比上涨0.5%,同比上涨1.4%;能源价格环比下降1.4%,同比下降4.9%。剔除食物和能源后的1月核心PCE物价指数同比增速2.8%,前值2.9%,符合预期;为2021年3月以来最小增幅;环比从前月的0.2%反弹至0.4%,创2023年4月以来最大增幅。值得一提的是,1月核心PCE数据(按6个月年化计算)为2.5%,在前两个月短暂落后于美联储2%的目标后,又反弹至2%以上。1月PCE数据实际上依然令美联储不满意,因为数据下滑主要是由能源价格下滑带来的,而服务价格依然十分顽固,这集中说明抗通胀“最后一公里”的艰难程度。

美国GDP去年四季度年化增长率达到强劲的3.2%,这比第三季度的4.9%有所下降,但美国经济增速已经连续6个季度超过2%,这是严重的经济过热反应,与美联储希望用高息给经济适当降温的初衷背道而驰。最近几个月美国的就业数据也很“亮眼”,以非农为例,2月非农就业人口增加27.5万人,预期20万人;但2023年12月和今年1月两个月非农就业人数共同修正了16.7万人;2月非农失业率意外上升至3.9%,创2022年1

月以来新高,市场预期3.7%;本次调查中,机构调查和家庭调查之间出现了明显的偏离,后者相关数据再次下降。美媒称,这意味着随着越来越多的人被迫从事不止一份工作,工资和就业之间的差距扩大了。尤其要注意的是,企业调查和家庭调查严重背离已经发生过多次,集中体现利率峰值下就业正在缓慢恶化。

美联储希望在通胀未达标的情况下将高息状态维持得更久一些,但付出的代价非常高昂;3月1日公布的美国2月ISM制造业指数为47.8,预期为49.5,前值为49.1;制造业在过去16个月里持续处于收缩态势。3月7日就业咨询公司挑战者发布的最新数据显示,美国2月的裁员公告数量达到了84638个,同比增长9%,环比增加3%,为自2008年全球金融危机以来2月同期的最高水平。科技行业裁员数量排第一名,共裁员28218人,同比下降55%;金融行业的裁员同比上升了56%,意味着金融行业的裁员情况正在恶化。其他大幅裁员的行业包括工业品制造业、能源行业、教育行业,它们的裁员数量分别同比上升了175.4%、105.9%、94.4%。

美政府债务问题几近无解,严重侵蚀美元未来信用

美国财政部的数据显示,从去年下半年开始,美国债务增长明显加速,去年6月15日达到32万亿美元后,9月15日便达到了33万亿美元。截至2月28日,美国债务规模为34.4万亿美元。在此之前美国债务规模从31万亿美元增至32万亿美元大约需要8个月的时间,

但美银策略师Michael Hartnett于3月2日表示,若按照当前的债务增长速度,预计债务规模从34万亿美元升至35万亿美元将只需100天,“随着债务的快速膨胀,‘信用贬值’交易已接近历史高点,这也是黄金和比特币等价格大幅飙升的原因”。Hartnett认为,美国债务将在10年内增加18万亿美元,到2033年增加到52万亿美元,平均每天增加52亿美元。早在去年11月10日,评级机构穆迪已经将美国主权信用评级展望从“稳定”下调至“负面”。拜登的经济顾问也承认,即使是“短暂”的债务违约,也会使美国经济损失50万个工作岗位。“长期”违约将使美国GDP暴跌6%,可能严重影响全球贸易,并使世界其他地区陷入深度衰退。

美国债务规模占GDP比例已超120%,以当前的美国人口(3.36亿)来计算,相当于每个美国人负债10.03万亿美元。美国金融分析机构SCHIFFGOLD在2月18日援引米塞斯研究所报告称,人们仅仅只是看到了表象的34万亿美元债务,实际上美国的债务大山还包括最大的联邦福利计划、社会保障和医疗保险、医疗补助以及其他几个占联邦支出约三分之二的固定项目的巨额无准备金负债。由于未来75年,需要被支付多项福利及保障的美国受益人已经出生,并且将在符合资格时领取他们的福利,这些巨额支出的无准备金负债约为212万亿美元。

美国政府糟糕的债务状况实际上也令美联储狼狽不堪,如果继续维持利率峰值坚定抗通胀,美国政府必定只能以高息发新债还旧债,债务成本增加将令美国未来债务形势更加严峻;提前降息或可降低部分未来

债务成本,但很有可能助长通胀反弹,令两年来的抗通胀成果大幅倒退甚至化为泡影。就像经济学家彼得·希夫所说的:这是一种不断恶化的情况,我们必须借钱来支付利息。政府为债务支付的每一分钱利息都需要借贷。

大选年政治撕裂和地缘政治动荡加剧黄金避险情绪

3月5日,“超级星期二”结束之后,拜登和特朗普各自领跑民主、共和两党的初选已经非常明朗,两人大概率成为各自党派的首席候选人,再次对决。

仅看美国就已经够让人闹心,而俄乌冲突、巴以冲突陷入僵局,市场避险情绪此起彼伏。世界各国央行和民众都很敏感,如果从印刷机上下来的票子未来靠不住,那么黄金就是保值首选。2024年1月,全球官方黄金储备继续增加39吨,土耳其和中国再次成为全球最大两个黄金官方买家,其他央行也几乎未出现任何显著抛售。3月7日,中国人民银行官网更新了黄金储备统计数据,2月末黄金储备7258万盎司,1月末为7219万盎司。值得注意的是,这是中国人民银行连续第16个月增持黄金储备。龙年春节假期,国内各大黄金卖场均十分火爆,根据互联网销售平台的数据,1月以来,龙年金饰热度同比增长超过500%,龙形吊坠搜索量同比增长超过400%。整体看,民众对黄金在资产配置中的作用的认识在显著上升,除了实物黄金以外,黄金ETF投资也在明显流入,这是鲜明的增加黄金资产的迹象。(作者单位:冠通期货)