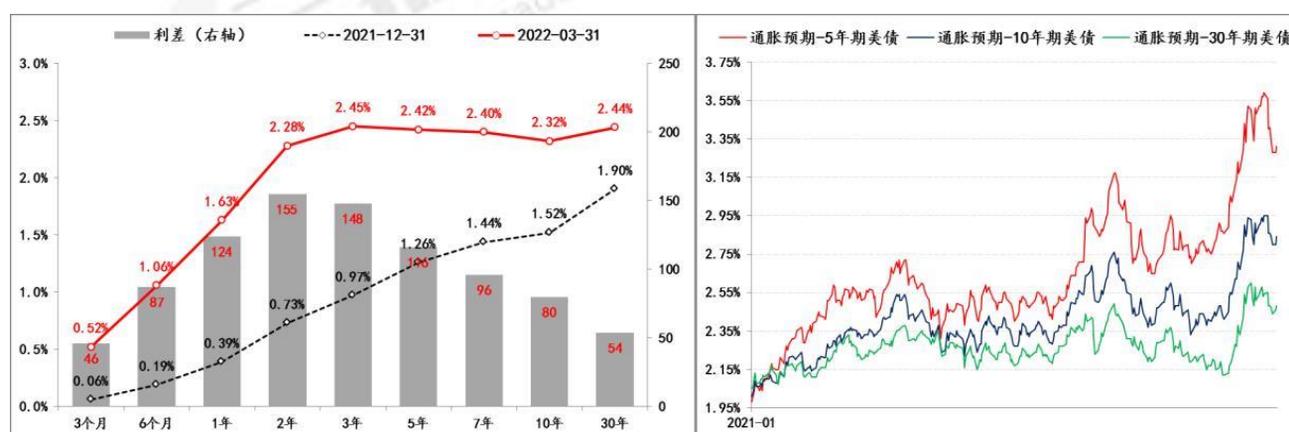




# 美债收益率倒挂不影响美 联储政策路径



继美债部分期限利差出现倒挂之后（参见《鲍威尔的“软着陆”能实现吗？》），30年与5年美债收益率、10年与2年美债收益率也先后经历了倒挂，由此引发市场对美国经济衰退担忧的升温，因为历史经验数据显示，每当关键期限美债收益率出现倒挂，美国经济大概率会在12-18个月后出现衰退。截至3月末，2年至30年的各期限美债收益率曲线已近乎平坦化为一条水平线，另外6个月期美债收益率也升至1%以上，表明市场交易对美联储加紧收紧政策环境预期的接受，相应隐含在美债收益率里面的市场通胀预期也呈现出回落态势，显示出近期美联储持续鹰派预期引导的效果显现。



长期以来，如何引导市场预期一直是中央银行家着重考虑的事。例如，2005年时任英国央行行长默文·金在伦敦凯斯商学院作题为《实践先于理论》演讲时，曾就央行如何利用市场预期来实现政策目标进行阐述，他将此称为“马拉多纳利率规律”，即市场利率总是根据市场对央行行为的预期发生变化，即使央行的利率政策保持不变。2008年金融危机过后，各国央行更加重视市场预期引导，例如美联储不仅加强了包括“前瞻性指引”

等在内的政策预期引导，并且从自 2012 年开始于每个季末最后一个月的会后，公布有投票权的 16 位 FOMC 官员对联邦基金利率的个人预测情况，该预测被称为“利率点阵图”，此举相当于提前告诉市场美联储官员在未来利率决定上的选择。例如，3 月议息会后的点阵图显示，官员对 2022 年末政策利率水平预测的中位数为 1.875%，而从图 1 美债曲线情况来看，市场交易对此已充分反映。

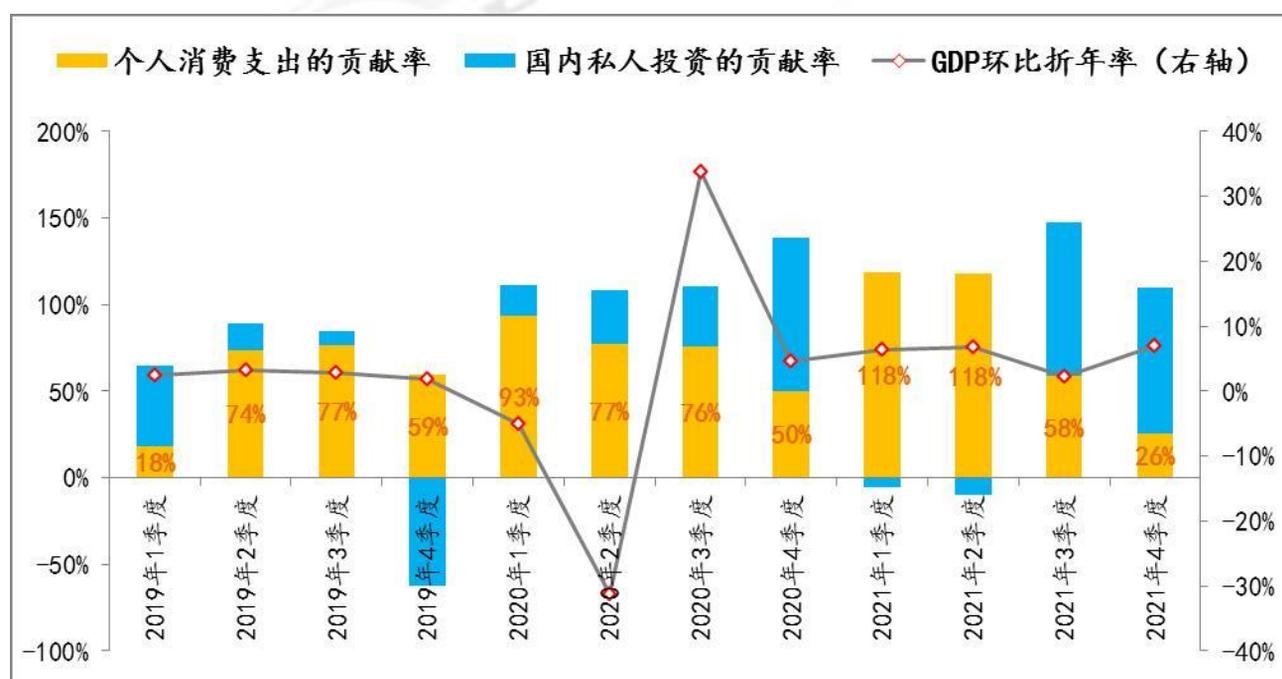
另外，按照美联储 3 月份最新预测，到 2023 年政策利率就将高于通胀水平（PCE），同期失业率则保持在 3.5% 的充分就业状态，经济增速维持在 2% 以上，换言之美联储将实现“软着陆”，这是目前美联储对市场给出的最新预期。但当前的经济实况是 2 月 PCE 6.35% 的涨幅表明通胀压力依然未见丝毫缓解，而亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预测显示，美国经济一季度增速将大幅回落至 1.3%，反映出市场对美联储实现“软着陆”的信心是不足的，此点则与美债收益率倒挂相互印证。

	目前	美联储 3 月 SEP 预测		
		2022	2023	2024
GDP	1.30%*	2.80%	2.20%	2.00%
失业率	3.80%	3.50%	3.50%	3.60%
PCE	6.35%	4.30%	2.70%	2.30%
核心 PCE	5.40%	4.10%	2.60%	2.30%
联邦基金利率	2.43%**	1.90%	2.80%	2.80%

上述两个方面，反映出目前市场在接受美联储加快收紧政策的同时，对美国经济前景的悲观情绪也在上升。当然，美联储不会无视市场对经济

前景的担忧，因为就业和通胀本身就是美联储被美国国会赋予的双重使命，那么近期美债收益率曲线出现的倒挂情况，会阻断美联储的收紧进程吗？此问题的答案还得从美国经济运行的基本面里去寻找。

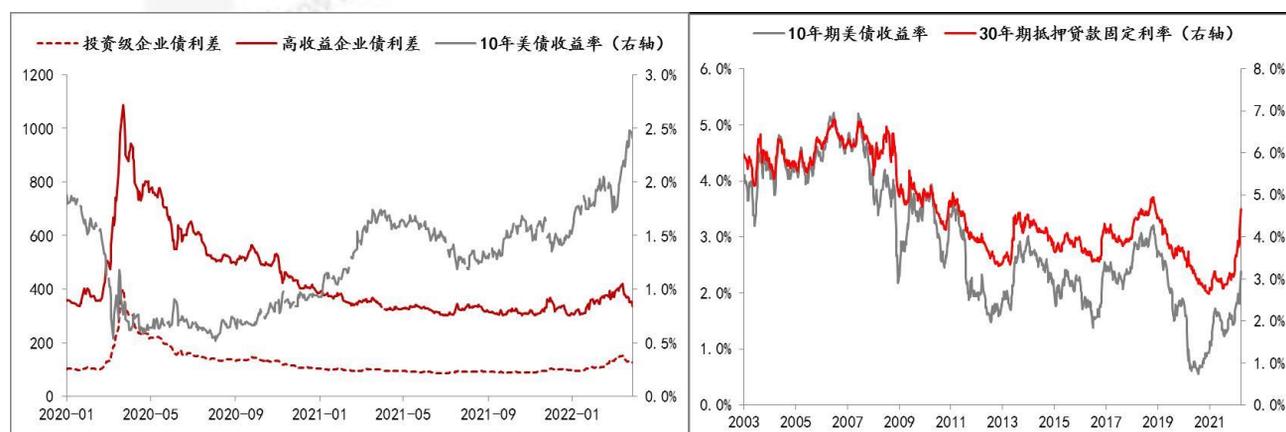
首先，美国经济疫后复苏的主力军是居民消费和企业投资。美国经济之所以能快速摆脱疫情衰退，主要得益于财政纾困对居民消费的拉动和宽松货币对企业投资的支持，而美国就业市场持续快速修复也是得益于居民和企业这两个部门的经济活动。



在居民消费和企业投资旺盛的推动下，除了通胀压力跳升之外，美国资产价格也快速上涨。例如，美国房价自 2020 年以来，已累计上涨了 30% 以上，同期标普 500 指数最高曾突破 4818。因此，从逻辑上推演，美联储收紧政策环境的边界就是不能让居民消费和企业投资受到重创。目前前期美联储持续鹰派信号释放，尚未造成企业融资环境的快速逆转，无

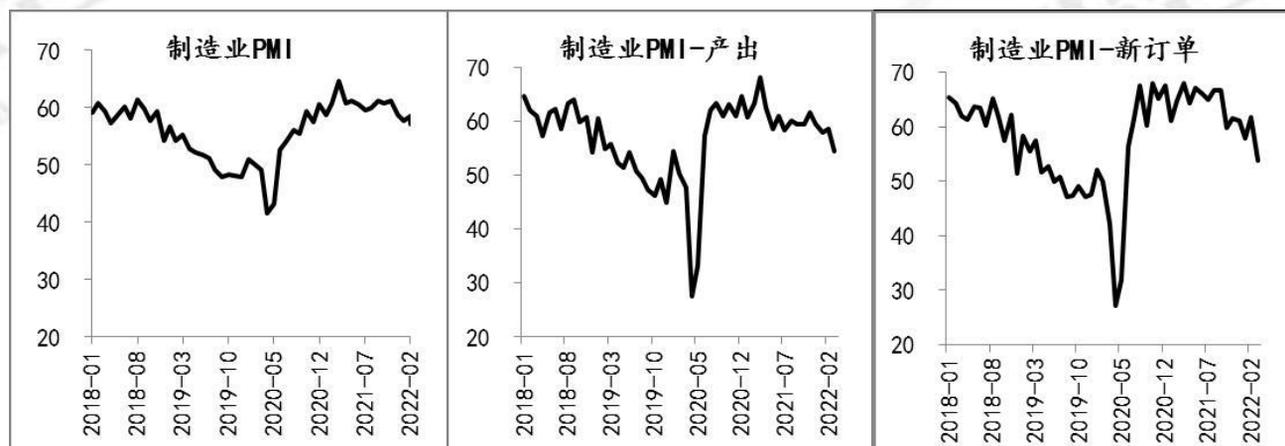
论是投资级企业债利差，还是高收益债利差均稳定在相对低的水平（利差越低，企业融资成本越低）。

但与此同时，居民的房贷利率已开始快速上升，截至 3 月 31 日，30 年期按揭利率已经升至 4.67%，较年初的 3.11% 提高了 156BPs。从历史数据来看，30 年按揭利率与 10 年期美债利率走势密切相关，今年以来 10 年期美债已突破了 2.5%，较年初上升约 90 BPs，加之 3 月末美国消费者信心指数回落至 59.4（2011 年 9 月份以来的最低）。因此，事关本轮美联储实际政策操作的边界之一，就是居民加减杠杆的情况，如果后期政策收紧继续推升房贷利率，并导致居民开始降杠杆，那么已处高位的美国房地产市场势必受到冲击，这一定是美联储不愿意见到的。



其次，本轮通胀的缓解最终要依靠供应能力的扩张。经过一年多的讨论，目前对于本轮通胀的主因市场已有共识，即通胀主要源自供应的紧张（参见《全球或将迎来供应短缺时代》）。日前贝莱德 CEO 卡皮托也公开表示“美国经济正在遭受‘短缺型通货膨胀’”，而 2 月中下旬爆发的俄乌冲突及西方国家的“去俄罗斯化”，则令本已十分紧张的供应体系雪上加

霜。目前，美国制造业大体已修复至疫情前的水平，反映出美国产能利用率较为充分。如果后期美联储的政策收紧使得企业融资环境变差，进而影响到供应端的修复，相应不仅不会缓解通胀，反而会进一步推升通胀，此局面是美联储不能接受的，而3月份制造业PMI数据已出现下降苗头。



最后，保障美国财政政策功能也是美联储的实际使命。自1月31日美债余额突破30万亿美元之后，目前已升至30.3万亿美元，2个月内净增加的3000亿美债中有430亿是美联储购买的，而从2020年以来，美联储累计购买了3.43万亿的美债，接近同期美债余额净增规模的一半。由此可见，疫情以来，美国财政政策功能得到较好的体现，其中很重要的条件就是美联储的有力保障。不过鲍威尔在3月份公开演讲中已经明确表示，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_40025](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40025)

