

宏观专题

如何预判美联储缩减QE时点？

美联储何时开始缩减QE，无疑是未来一段时间海外市场最重要的变量，而目前美联储仍未给出明确的信号。美联储缩减QE主要考虑什么因素？哪些指标可以跟踪美联储缩减QE的时点？美联储释放缩减信号后，大类资产将如何表现？本篇报告中，我们回顾了2013年美联储缩减QE的全过程，并结合当前的实际情况，将对上述问题进行详细分析。

1、美联储最担心的事：“缩减恐慌”再度上演

>“缩减恐慌”(Taper Tantrum)，是指2013年5月美联储意外释放缩减QE信号之后美债收益率出现的急剧飙升，以及由此引发的金融市场动荡。现任美联储主席鲍威尔在当时担任美联储理事，曾极力主张尽快结束QE，一定程度上促成了缩减恐慌的上演。

>我们认为，鲍威尔吸取了2013年的教训，会极力避免缩减恐慌再度上演，在市场尚未对缩减QE形成充分预期之前，美联储将循序渐进地引导市场预期；只有在市场对缩减QE已经有充分预期之后，才会实际开始缩减。

2、如何观察市场对美联储缩减QE的预期？

>纽约联储发布的“一级交易商调查”和“市场参与者调查”，是观测市场对缩减QE预期的最佳工具。这两项调查是对美国最大的24家金融机构和28家资产管理公司的问卷调查，包含了对未来购债规模的判断。2013年发生缩减恐慌，主要原因就是5月之前的调查显示，市场并未预期到缩减QE。

>今年3月最新调查结果显示，目前无论一级交易商还是市场参与者，均预期年内不会缩减QE。最近的2次调查将分别于5月20日、7月8日前后公布，这两份报告的结果是判断年内是否会缩减QE的重要参考。

3、其他重要因素：美国失业率和疫苗接种率

>我们认为，美联储反复强调的“目标取得实质性进展”重点在于就业状况。根据美联储预测的最大就业水平，参照2013的经验计算，当美国失业率降至5.4%左右时，美联储很可能会考虑缩减QE并给出明确信号，但目前看来要实现这一水平尚需数个月的时间。

>美联储官员曾表示75%的疫苗接种率将是考虑缩减QE的必要条件之一，根据目前的接种速度计算，完成这一目标大致在二季度末或三季度初。

>综合考虑目前的市场预期情况、美国失业率、疫苗接种率，以及年内美联储剩余FOMC会议时间，我们认为：美联储最快也要在11月或12月的会议上做出缩减QE的决定，9月之前可能有些过早。相对应地，美联储可能在二季度末或三季度初给出较为明确的缩减信号。

4、如果要释放缩减信号，美联储会怎么说？

>参考2013年释放缩减信号时美联储的措辞变化，若出现以下2种表述，则可以认为是明确的缩减信号：

- 1) “准备好减少”(is prepared to reduce...)或其他类似表述；
- 2) 给出具体时间表，例如“在今年早些时候”(later this year)、“在接下来的会议上”(at its coming meetings)等。

>此外，近期鲍威尔表示“随着在实现目标方面取得更大的进步，我们将逐步减少购债规模”，这一表述与2013年3月时任美联储主席伯南克发布会上的表述高度相似，因此并不能算作是明确的缩减QE信号。

5、美联储释放缩减信号后，大类资产如何表现？

综合以上对美联储缩减QE的分析，再基于目前的具体环境，我们判断从美联储明确释放缩减信号到年底这段时间，大类资产走势的基准情景如下：

>美债：名义利率和TIPS收益率均温和上行；

>美股：回调风险较大；

>美元：大概率震荡；若欧洲疫苗接种进度不理想，则可能小幅反弹，但幅度和持续性有限；

>黄金：震荡下跌。

风险提示：美国疫情超预期演化；美联储政策立场超预期调整。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xióngyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《美债与TIPS：联系、展望、对资产价格影响》
2021-4-2
- 2、《美联储“不够鹰就是鸽”——3月FOMC会议点评》2021-3-25
- 3、《美债收益率后续怎么看？对美股影响多大？》
2021-2-27
- 4、《美债收益率上行会有多快？——兼评1月FOMC会议》2021-1-28
- 5、《美联储对经济更乐观，但政策转向尚早——12月FOMC会议点评》2020-12-17



内容目录

一、美联储最担心的事：“缩减恐慌”再度上演	3
二、如何观察市场对美联储缩减 QE 的预期？	4
三、其他重要因素：美国失业率和疫苗接种率	5
四、如果要释放缩减信号，美联储会怎么说？	7
五、美联储释放缩减信号后，大类资产如何表现？	8
风险提示	12

图表目录

图表 1: 2013 年“缩减恐慌”期间美债收益率快速飙升	3
图表 2: 2013 年“缩减恐慌”导致美股多次回调并且波动加大	3
图表 3: 2013 年“缩减恐慌”导致美国金融市场流动性快速收紧	3
图表 4: 2013 年“缩减恐慌”导致美国企业债信用利差大幅走阔	3
图表 5: 2013 年 1-6 月纽约联储一级交易商 QE 预期调查结果	4
图表 6: 2021 年 3 月纽约联储的一级交易商和市场参与者 QE 预期调查结果	5
图表 7: 美国失业率与美联储预测的长期失业率走势	6
图表 8: 美国新冠疫苗接种率走势	6
图表 9: 美国疫苗接种速度一直在加快	6
图表 10: 2013 年历次 FOMC 会议上美联储对于 QE 的表述	7
图表 11: 2013 年美联储释放缩减 QE 信号后美债和美股走势	8
图表 12: 2013 年美联储释放缩减 QE 信号后美元和黄金走势	8
图表 13: 2021 年美国国债发行规模仍将大幅增加	8
图表 14: 当前美债期限利差大幅低于 2013 年美联储缩减 QE 时期	8
图表 15: 当前标普 500 估值明显高于 2013 年美联储缩减 QE 时期	9
图表 16: 当前标普 500/美国 M2 明显高于 2013 年美联储缩减 QE 时期	9
图表 17: 2013 年美联储释放缩减 QE 信号时，欧央行在缩表	9
图表 18: 全球经济向好对美元指数形成压制	9
图表 19: 美欧疫情表现之差，已成为美元指数的重要影响因素	10
图表 20: 美欧疫苗接种速度之差，已成为美元指数的重要影响因素	10
图表 21: 黄金价格与 TIPS 收益率高度负相关	10
图表 22: 2013 年美联储释放缩减 QE 信号后，TIPS 收益率快速飙升	10
图表 23: 美国 CPI 同比回落将带动通胀预期回落	10
图表 24: 通胀预期回落时期 TIPS 收益率趋于上行	10

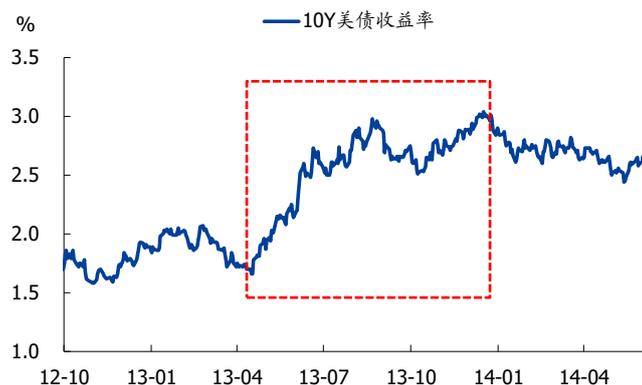
美联储何时开始缩减QE，无疑是未来一段时间海外市场最重要的变量，而目前美联储仍未给出明确的信号。美联储缩减QE主要考虑什么因素？哪些指标可以跟踪美联储缩减QE的时点？美联储释放缩减信号后，大类资产将如何表现？本篇报告中，我们回顾了2013年美联储缩减QE的全过程，并结合当前的实际情况，将对上述问题进行详细分析。

一、美联储最担心的事：“缩减恐慌”再度上演

“缩减恐慌”（Taper Tantrum），是指2013年美联储意外释放将缩减QE信号之后美债收益率出现的急剧飙升，并由此引发的金融市场动荡。2013年5月22日，时任美联储主席的伯南克在国会作证词时，表示“若看到经济持续改善，并有信心可以持续，将在接下来几次会议中逐步削减购债规模”。在此之前，美联储在2013年1-5月召开过3次FOMC会议，会议声明均偏鸽派，并未释放出任何考虑削减QE的信号，因此这番讲话大大超出了市场预期。

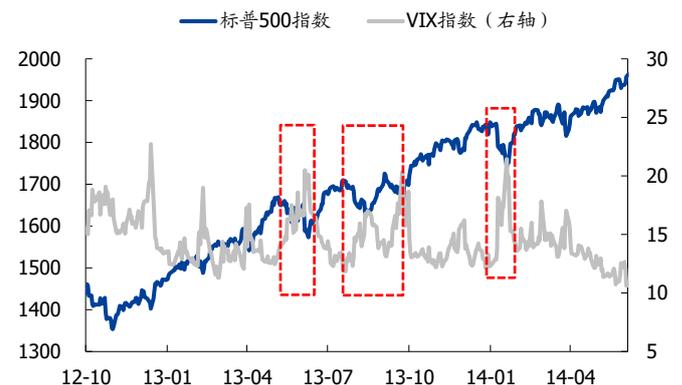
伯南克关于缩减QE的表态，引发了市场恐慌式抛售美债，10Y美债收益率由2013年5月中旬的1.8%左右快速抬升至2013年底的3.04%。伴随美债收益率急剧飙升，美股出现了多次大幅回调，波动性也明显加大。利率快速上行叠加美股波动加大，引发了市场流动性明显收紧，高盛美国金融状况指数在2013年5月至9月快速抬升，与此同时，企业债信用利差也明显走阔。由于市场的剧烈波动，美联储不得不推迟了缩减QE计划，最终在2013年12月的FOMC会议上做出决定，自2014年1月开始缩减。

图表1：2013年“缩减恐慌”期间美债收益率快速飙升



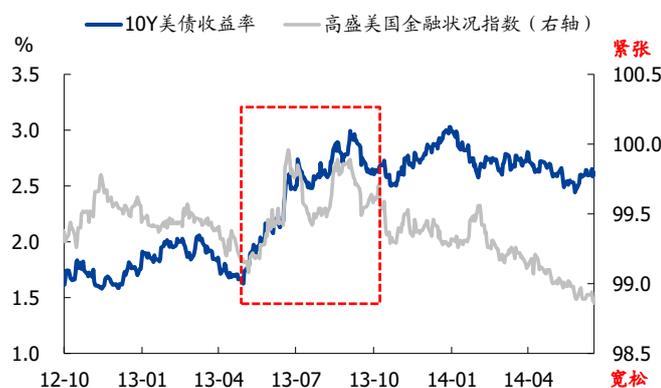
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：2013年“缩减恐慌”导致美股多次回调并且波动加大



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：2013年“缩减恐慌”导致美国金融市场流动性快速收紧



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：2013年“缩减恐慌”导致美国企业债信用利差大幅走阔



资料来源：Wind，国盛证券研究所

有趣的是，现任美联储主席鲍威尔，在2012年5月开始担任美联储理事时，就曾对QE政策提出质疑，他认为QE政策的弊大于利，并且认为退出QE不会对市场产生重大影响。美联储2019年公布的2013年FOMC会议发言稿显示，在2013年1月的FOMC会议上，鲍威尔主张“在年底之前结束QE”；在2013年5月的FOMC会议上，鲍威尔主张“应该从6月开始逐步削减购债规模”。这种主张一定程度上对伯南克的态度产生了影响，相当地是鲍威尔促成了2013年“缩减恐慌”的上演。

2019年1月，鲍威尔与耶伦、伯南克一同出席美国经济协会会议时，谈到了2013年的缩减恐慌事件，鲍威尔表示“至今仍背负着那时的伤疤”，“这一事件继续对他的货币政策管理方式产生重大影响”。鲍威尔担任美联储主席之后，十分注重与市场的沟通，将原本只在季度会议上召开的新闻发布会扩大到每次会议都召开。年初以来，鲍威尔已多次强调“在缩减QE前会尽可能提前、充分地传达信号”，应是吸取了上次的教训。

由此可见，鲍威尔将会尽力避免“缩减恐慌”再度上演。在市场尚未对缩减QE有明确预期时，鲍威尔会循序渐进地引导市场预期；而只有当市场已经比较充分地预期到美联储将要缩减QE时，美联储才会实际开始缩减。

二、如何观察市场对美联储缩减QE的预期？

纽约联储发布的“一级交易商调查”和“市场参与者调查”，是观测市场对缩减QE预期的最佳工具。纽约联储是美联储货币政策的主要执行机构，在每次FOMC会议召开前，纽约联储会向一级交易商（Primary Dealers）和市场参与者（Market Participants）发放问卷，询问他们对经济、国债收益率、货币政策等一系列问题的看法。纽约联储的一级交易商包括高盛、摩根大通、摩根士丹利等24家美国最大的金融机构，市场参与者则包括黑石、先锋、PIMCO等28家最大的资产管理公司，因此这份调查的结果十分具有权威性。调查结果通常在历次FOMC会议召开3周后，随会议纪要一同发布。

一级交易商调查从2011年开始，市场参与者调查从2014年开始。2013年的一级交易商调查结果显示，一直到5月1日的FOMC会议前，一级交易商的广泛预期（75分位数）均显示2013年底不会缩减QE；而在2013年5月22日伯南克讲话之后，6月调查结果显示一级交易商广泛预期已转为年底将缩减QE，这也可以理解“缩减恐慌”的原因。

图表5：2013年1-6月纽约联储一级交易商QE预期调查结果

Monthly Pace of Longer-Term Security Purchases (\$Billions)				Monthly Pace of Longer-Term Security Purchases (\$Billions)				
2013年1月调查		Treasuries	Agency MBS	2013年3月调查		Treasuries	Agency MBS	
January 29-30:	25th Pctl	45	40	March 19-20:	25th Pctl	45	40	
	Median	45	40		Median	45	40	
	75th Pctl	45	40		75th Pctl	45	40	
March 19-20:	25th Pctl	45	40	April/May 30-1:	25th Pctl	45	40	
	Median	45	40		Median	45	40	
	75th Pctl	45	40		75th Pctl	45	40	
April/May 30-1:	25th Pctl	45	40	June 18-19:	25th Pctl	45	40	
	Median	45	40		Median	45	40	
	75th Pctl	45	40		75th Pctl	45	40	
1 Year ahead (January 28-29, 2014):	25th Pctl	0	0	December 17-18:	25th Pctl	25	20	
	Median	20	0		Median	35	35	
	75th Pctl	25	20		75th Pctl	45	40	
2013年4月调查	Monthly Pace of Longer-Term Security Purchases (\$Billions)			2013年6月调查		Monthly Pace of Longer-Term Security Purchases (\$Billions)		
			Treasuries	Agency MBS			Treasuries	Agency MBS
	April/May 30-1:	25th Pctl	45	40	June 18-19:	25th Pctl	45	40
Median		45	40	Median		45	40	
75th Pctl		45	40	75th Pctl		45	40	
June 18-19:	25th Pctl	45	40	July 30-31:	25th Pctl	45	40	
	Median	45	40		Median	45	40	
	75th Pctl	45	40		75th Pctl	45	40	
July 30-31:	25th Pctl	45	40	September 17-18:	25th Pctl	35	30	
	Median	45	40		Median	45	40	
	75th Pctl	45	40		75th Pctl	45	40	
December 17-18:	25th Pctl	25	30	October 29-30:	25th Pctl	30	30	
	Median	45	40		Median	45	40	
	75th Pctl	45	40		75th Pctl	45	40	
1 Year ahead (April 29-30, 2014):	25th Pctl	0	0	December 17-18:	25th Pctl	25	25	
	Median	0	0		Median	30	30	
	75th Pctl	25	25		75th Pctl	35	40	

资料来源：纽约联储，国盛证券研究所

目前最新的一级交易商和市场参与者调查，是在今年3月8日做出的。结果显示，无论是一级交易商还是市场参与者，目前均预期年内不会缩减QE，而2022年1季度将会缩减。年内美联储剩余FOMC会议时间为4月、6月、7月、9月、11月、12月，其中，4月的两份调查结果将在5月20日前后公布，6月的调查结果将在7月8日前后公布，这两次的调查结果将成为判断美联储是否会在年内开始缩减QE的重要依据。若4月或6月的调查显示市场已经广泛预期年底将缩减QE，则大概率会如此；若4月和6月的调查结果仍没有变化，则年内缩减QE的概率较低。

此外，由于目前美联储尚未对缩减QE做出明确表态，参考2013年的经验，美联储可能提前半年左右开始释放信号，因此我们维持此前判断：若年内将会缩减QE，大概率会在11月或12月的FOMC会议上做出决定，9月或之前的会议有些过早。

图表6：2021年3月纽约联储的一级交易商和市场参与者QE预期调查结果

一级交易商调查									市场参与者调查								
国债购买 Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)									国债购买 Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)								
	Mar. 2021	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4		Mar. 2021	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4
25th Pctl	80	80	80	80	80	80	80	240	25th Pctl	80	80	80	80	80	80	80	240
Median	80	80	80	80	80	80	80	240	Median	80	80	80	80	80	80	80	240
75th Pctl	80	80	80	80	80	80	80	240	75th Pctl	80	80	80	80	80	80	80	240
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4		2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	173	98	15	0	0	0	0	0	25th Pctl	188	135	85	5	0	0	0	0
Median	185	125	65	30	0	0	0	0	Median	205	160	120	60	0	0	0	0
75th Pctl	218	175	120	83	0	0	0	0	75th Pctl	240	180	138	120	55	45	25	10
MBS购买 Net purchases of agency MBS (\$ billions)									MBS购买 Net purchases of agency MBS (\$ billions)								
	Mar. 2021	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4		Mar. 2021	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4
25th Pctl	40	40	40	40	40	40	40	113	25th Pctl	40	40	40	40	40	40	40	120
Median	40	40	40	40	40	40	40	120	Median	40	40	40	40	40	40	40	120
75th Pctl	40	40	40	40	40	40	40	120	75th Pctl	40	40	40	40	40	40	40	120
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4		2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	60	23	0	0	0	0	0	0	25th Pctl	87	60	28	0	0	0	0	0
Median	90	60	33	3	0	0	0	0	Median	103	75	45	15	0	0	0	0
75th Pctl	105	82	53	25	0	0	0	0	75th Pctl	120	110	70	53	25	8	0	0

资料来源：纽约联储，国盛证券研究所

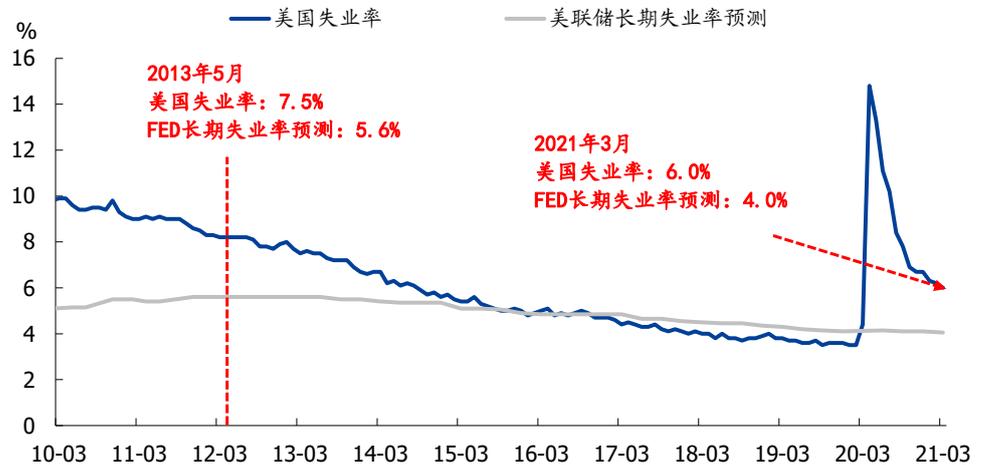
三、其他重要因素：美国失业率和疫苗接种率

2021年初以来，包括鲍威尔在内的多名美联储官员反复强调“缩减购债规模之前需要看到政策目标取得实质性进展”，如何理解美联储所说的“实质性进展”？

2020年8月，美联储公布了货币政策新框架，在新框架下，美联储将就业目标置于首位，并且只考虑当前就业与最大就业水平的“短缺程度”；对于通胀则采取“平均通胀目标制”，允许通胀在一段时间内高于2%。此外，年初以来鲍威尔多次强调通胀风险有限。综合看，我们倾向于认为，就业状况才是美联储决定是否缩减QE的核心考量，通胀短期走高对美联储政策决策的制约有限。

美国最大就业水平，可以参照美联储对长期失业率的预测。2013年5月伯南克释放缩减QE信号时，美国失业率为7.5%，当时美联储对长期失业率的预测为5.6%，实际失业率是长期失业率的1.34倍。2021年3月美联储最新的经济预测中，对长期失业率的预测为4.0%，参照2013年的经验计算，当美国失业率降至5.4%左右时，美联储可能会释放缩减QE的信号。而截至2021年3月，美国失业率为6.0%，且自年初以来失业率下降速度明显放缓，因此要达到5.4%仍需数个月的时间。

图表7: 美国失业率与美联储预测的长期失业率走势

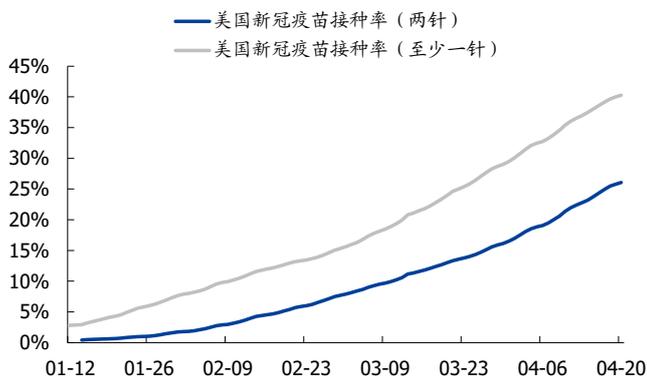


资料来源: FED, Wind, 国盛证券研究所

美国疫苗接种进度，会直接影响美国的经济重启状况和就业改善状况，也是影响美联储缩减QE的重要因素。4月12日，美国圣路易斯联储主席 James Bullard 称，美国疫苗接种率达到75%，是美联储考虑缩减购债的必要条件之一。

截至4月20日，美国至少完成一针接种的人数达1.3亿人，而美国总人口为3.3亿人，近期美国平均每日接种320万剂。据此计算，假设美国后续接种速度与当前持平，则将在8月中旬完成75%的接种率。考虑到美国接种速度一直在加快，实际完成时间可能会提前。因此，美联储有可能在二季度末或三季度初释放较为明确的缩减QE信号。

图表8: 美国新冠疫苗接种率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 美国疫苗接种速度一直在加快



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

四、如果要释放缩减信号，美联储会怎么说？

2013年历次 FOMC 会议上对于 QE 的表述变化可以作为参考。美联储政策声明的措辞往往较为严谨，且在政策倾向不变时往往沿用之前的表述。在“缩减恐慌”发生前，2013年1月、3月、5月的 FOMC 声明中，对 QE 的表述均为“在确定资产购买的规模、速度和构成时...”，而6月会议上则修改为“准备增加或减少其购买速度...”；并且在6月的发布会上，伯南克明确表示“若数据符合预期，准备在今年晚些时候减少购债规模”，与2013年5月22日的国会证词表述基本一致。

据此来看，若出现以下两个表述，则可以认为是美联储明确释放了将要缩减 QE 的信号：

- 1) “准备好减少” (is prepared to reduce...) 或其他类似表述；
- 2) 给出具体时间表，例如“在今年晚些时候” (later this year)、“在接下来的会议上” (at its coming meetings) 等。

截至目前，不论是美联储的 FOMC 声明中，还是美联储官员的讲话，均未提到上述两种表述。值得注意的是，鲍威尔在3月底接受媒体采访时称“随着在实现目标方面取得更大的进步，我们将逐步减少购债规模”，这一表述与2013年3月伯南克发布会上的表述高度相似，因此并不能算作是明确的缩减 QE 信号。

图表 10: 2013 年历次 FOMC 会议上美联储对于 QE 的表述

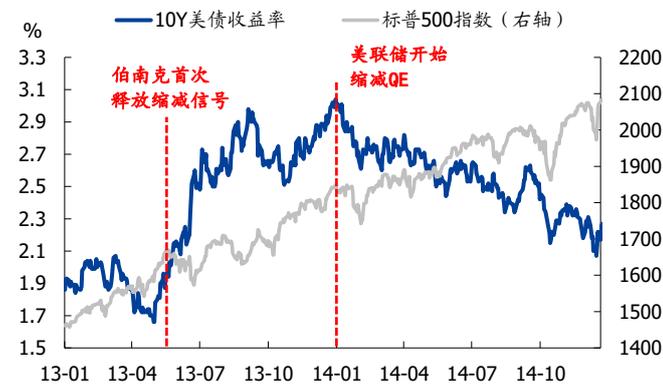
会议时间	2013/1/30	2013/3/20	2013/5/1	2013/6/19
FOMC 声明	在确定资产购买的规模、速度和构成时，委员会将一如既往地适当考虑可能的效力和成本。	在确定资产购买的规模、速度和构成时，委员会将继续适当考虑此类购买的可能效力和成本， 以及经济目标的实现程度。	在确定资产购买的规模、速度和构成时，委员会将继续适当考虑此类购买的可能效力和成本，以及经济目标的实现程度。	委员会 准备好增加或减少其购买速度 ，以随着前景的变化而维持适当的货币政策适应性。
伯南克发布会	非季度会议无发布会	随着我们向目标不断迈进，我们可能会相应地调整债券购买规模。	非季度会议无发布会	如果未来的数据符合预期，委员会准备在 今年晚些时候 减少购债规模。
会议时间	2013/7/31	2013/9/18	2013/10/30	2013/12/18
FOMC 声明	委员会准备好增加或减少其购买速度，以随着前景的变化而维持适当的货币政策适应性。	在判断何时放慢资产购买速度时，委员会 将在接下来的会议上 评估数据是否支持其目标。 资产购买不是按预定路线进行 ，委员会将根据具体情况做出决策。	在判断何时放慢资产购买速度时，委员会将在接下来的会议上评估数据是否支持其目标。 资产购买不是按预定路线进行，委员会将根据具体情况做出决策。	开始缩减购债 ：从2014年1月开始，美联储每月购买国债和 MBS 规模将减少100亿美元。 若情况符合预期，未来的会议上可能进一步减少购买规模。
伯南克发布会	非季度会议无发布会	在决定缩减之前，委员会 希望看到更多证据表明经济复苏可持续 。将在接下来的会议上继续进行评估。	非季度会议无发布会	缩减购债的决定反映了委员会对经济可持续复苏的信心。若数据符合预期，未来的会议上可能进一步缩减购债。

资料来源：FED，国盛证券研究所

五、美联储释放缩减信号后，大类资产如何表现？

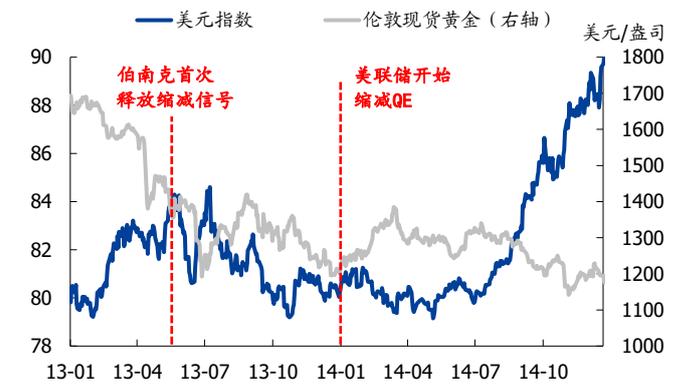
2013年5月美联储首次释放缩减QE信号后，美债收益率持续大幅抬升，至2013年底美联储实际决定实施缩减后，美债收益率开始重新回落；美股虽然发生了多次大幅回调，但总体上涨趋势保持不变；美元指数从2013年5月一直下跌至2014年中期；黄金价格在2013年5月至2014年8月之间保持震荡走势。

图表 11: 2013 年美联储释放缩减 QE 信号后美债和美股走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 2013 年美联储释放缩减 QE 信号后美元和黄金走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

需注意的是，当前的宏观环境与 2013 年有显著不同，下面我们将结合现状，对本轮美联储释放缩减 QE 信号到年底这段时间的资产价格走势进行研判：

1. 美债收益率

2013 年 5 月开始的美债收益率大幅飙升，很大程度上是由于当时美联储的缩减信号大大超出了市场预期；而 2013 年底美联储决定开始缩减后，美债收益率重新回落，一方面是由于之前市场已经对缩减 QE 进行了充分定价，另一方面则是由于美债期限利差处在历史高位，在美联储短期不会加息的情况下，长端美债收益率趋于回落。

根据前面的分析，当前美联储会更加注重引导市场预期，在释放缩减信号方面会更加循序渐进，因此预计本轮美联储明确给出缩减信号后，美债收益率上行斜率不会太陡峭。此外，当前美国 1.9 万亿财政刺激法案刚开始实施，叠加拜登基建计划也在推进，后续美债发行规模依然庞大。而当前美债期限利差距离历史高位尚有较大差距，在短端利率维持低位的情况下，长端美债收益率仍有较大上行空间。鉴于此，本轮美联储释放缩减 QE 信号后，美债收益率大概率温和上行，并可能持续较长时间。

图表 13: 2021 年美国国债发行规模仍将大幅增加

图表 14: 当前美债期限利差大幅低于 2013 年美联储缩减 QE 时期

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_18906



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn