



张涛：美债收益率曲线何时重返陡峭化



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张涛

今年以来，美国就业市场持续修复，失业率由上年末 6.7% 已降至 6% 附近，但通胀指标也连续几个月飙升，到 6 月美国的 CPI、核心 CPI 已分别升至 5.4% 和 4.5%。就业和通胀数据反映出的美国经济运行新状况，已经令美联储调整现行政策的必要性大幅提升，而近期公布的美联储 6 月份议息会议纪要显示，实际上美联储内部已经开始讨论未来缩减购债 (Taper) 的条件和路径。



目前，美联储在维持联邦基金利率 0-0.25% 的同时，还保持着每月购买 1200 亿美元资产的量化宽松操作，未来伴随 Taper 的实施，美国的金融条件必将有所收敛，相应对美债市场产生重要影响。鉴于美联储在 2013

年至 2014 年期间曾实施过 Taper，因此，当时美债市场的变化就对未来美债走势的预判具有重要参考价值，尤其是昨晚 10 年期美债收益率跌破 1.2%，相应 10 年期与 2 年期美债的利差由一季度末 153BPs 降至 98BPs，基本已经回到年初的水平，后期美债曲线是继续平坦化，还是会重返陡峭化就广被市场关注。

美联储首次 Taper 期间美国通胀与就业情况

就 2013-2014 年期间 Taper 实操而言，美联储采取了十分谨慎的路径选择。2013 年 6 月开始吹风，2013 年 12 月公布 Taper 的具体实施计划，2014 年 1 月至 10 月期间实施 Taper 操作，即准备了 6 个月，实施了 10 个月。

另外，就在 Taper 的前一年，美联储确定了新的货币政策框架。2012 年 1 月 25 日，美联储发布 FOMC 长期目标和政策战略声明，明确了 2% 的通胀目标制，而从美联储开始讨论 Taper，到 2015 年 12 月加息，间隔了两年半。

由于美联储在实操 Taper 时，采取十分谨慎的路径，加之当时美国经济面临的通胀压力并不大，相应美联储的关注更多集中在就业市场的修复。从实际情况而言，美国就业市场的修复并未因 Taper 的实施而中断或削弱，到了 2014 年 5 月，美国就业缺口就已基本修复完成，非农就业由负转正，即在 Taper 实施中段，就业缺口基本修复完成。

表 1: 美联储首次 Taper 期间的通胀和就业情况

| | 2013 年 1 月 | 2013 年 6 月 | 2013 年 12 月 | 2014 年 1 月 | 2014 年 4 月 | 2014 年 5 月 | 2014 年 10 月 |
|--------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|
| | Taper 讨论前 | Taper 准备阶段 | | Taper 实施阶段 | | | |
| 失业率 | 8.0% | 7.5% | 6.7% | 6.6% | 6.2% | 6.3% | 5.7% |
| PCE | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.7% | 1.8% | 1.4% |
| 核心 PCE | 1.6% | 1.5% | 1.6% | 1.5% | 1.7% | 1.7% | 1.5% |
| 劳动参与率 | 63.7% | 63.4% | 62.9% | 62.9% | 62.8% | 62.9% | 62.9% |
| 非农就业缺口 (万人) | -314 | -213 | -103 | -86 | -11 | 11 | 142 |
| 美联储资产余额 (万亿) | 3.01 | 3.48 | 4.03 | 4.10 | 4.30 | 4.32 | 4.49 |

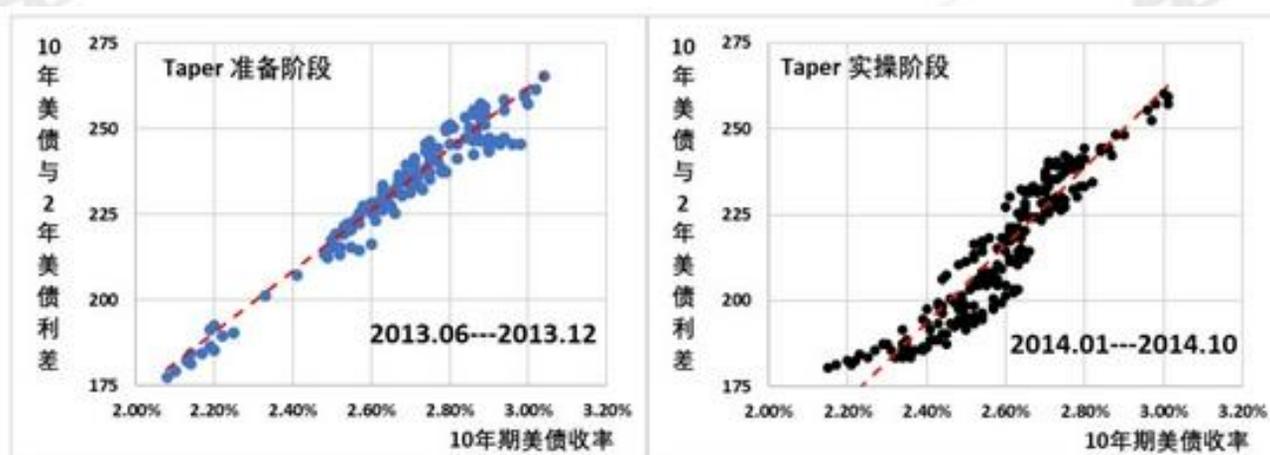
美联储首次 Taper 期间的美债由陡峭上升转为平坦下行

在 Taper 准备阶段 (2013 年 6 月至 12 月), 美债市场就已经开始 “price in” 美联储的政策变化, 美债收益率呈现陡峭化上升。期间, 受制于零下限利率政策环境, 2 年期美债收益率最高仅上行了 25BPs, 10 年期美债收益率则最高上行了 96 BPs。

而真的到了 Taper 实施阶段 (2014 年 1 月至 10 月), 伴随政策落地, 美债收益率转为平坦化下行。期间, 10 年期美债最大下行了 86 BPs, 而 2 年期美债收益率在零下限政策利率环境下, 基本保持了稳定。

综上, Taper 期间美债市场变化的经验规律为: 在 Taper 准备阶段, 美债收益率曲线在 10 年期美债期美债收益率上行带动下, 呈现陡峭化; 当 Taper 转入实施阶段, 10 年期美债收益率阶段性开始触顶回落, 曲线随之也开始平坦化。

图 1：美联储首次 Taper 准备阶段和实施阶段美债收益率和曲线变化情况



当前美国通胀、就业情况以及再次实施 Taper 的时机

本次疫情给美国就业市场造成了史无前例的冲击，并且受疫情反复的影响，本轮美国就业市场的修复呈现波折起伏态势，与 2013 年至 2014 年首次 Taper 前后就业市场的持续修复显著不同。例如，2020 年 4 月美国非农就业缺口高达 2236 万人，失业率高达 14.8%，到去年末，非农就业缺口修复了 1200 万，月均修复速度为 154 万，今年上半年又进一步修复了 300 多万，但月均修复速度降至 54 万；而在 2013 年 6 月至 2014 年 10 月间，美国就业市场修复不仅持续，且呈改善态势。

如果按照今年就业市场月均 54 万的修复速度，非农就业缺口基本修

复完成尚需 12 个月，即到明年 6 月末。如果疫情形势和疫苗进展均呈现加速改善的话，就业市场修复速度则会加速，例如若按照 2020 年 4 月至 2021 年 6 月期间 111 万的月均修复速度推算，非农就业缺口只需 6 月就基本修复完成，即到今年年底。

图 2：美国非农就业缺口修复情况

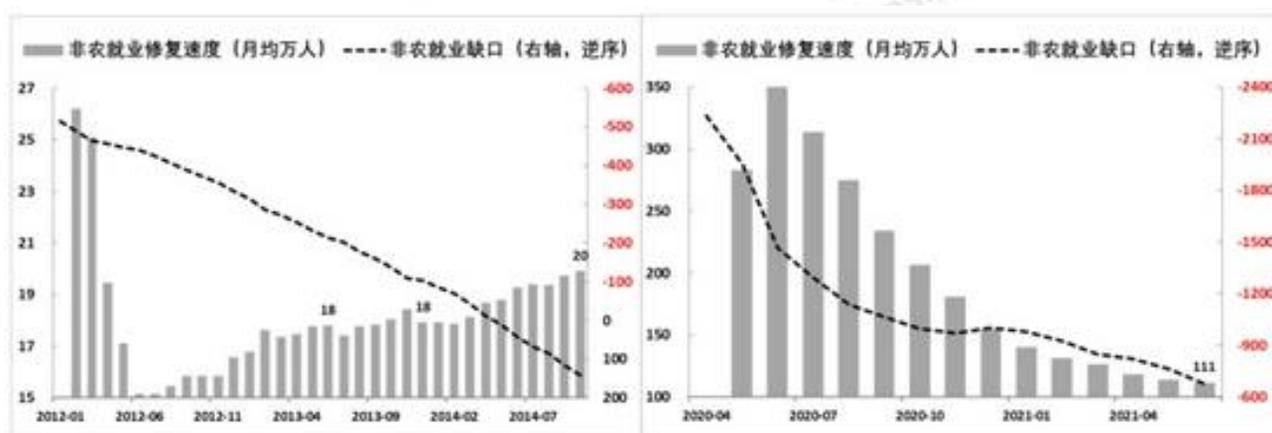


表 2：疫情以来美国通胀和就业情况

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_33039

