



张涛：美债收益率倒挂不影响美联储的政策路径





当前美债收益率的倒挂只是反映出市场对美联储政策预期引导的接受和由此触发的经济前景担忧。

美债收益率倒挂作为衰退前瞻性指标仅仅是历史数据的经验，美联储不会据此来调整既定政策路径，真正会影响到美联储实际政策路径的还是经济基本面。

作为观察对象，美国居民的经济行为变化无疑就是预判美联储政策实际路径的前瞻指标，其次是企业。作为观察美国经济运行前景的指标，房贷利率、房地产市场、美股与制造业 PMI 的变化要比美债收益率曲线更具

实际参考意义。

美债收益率倒挂不影响

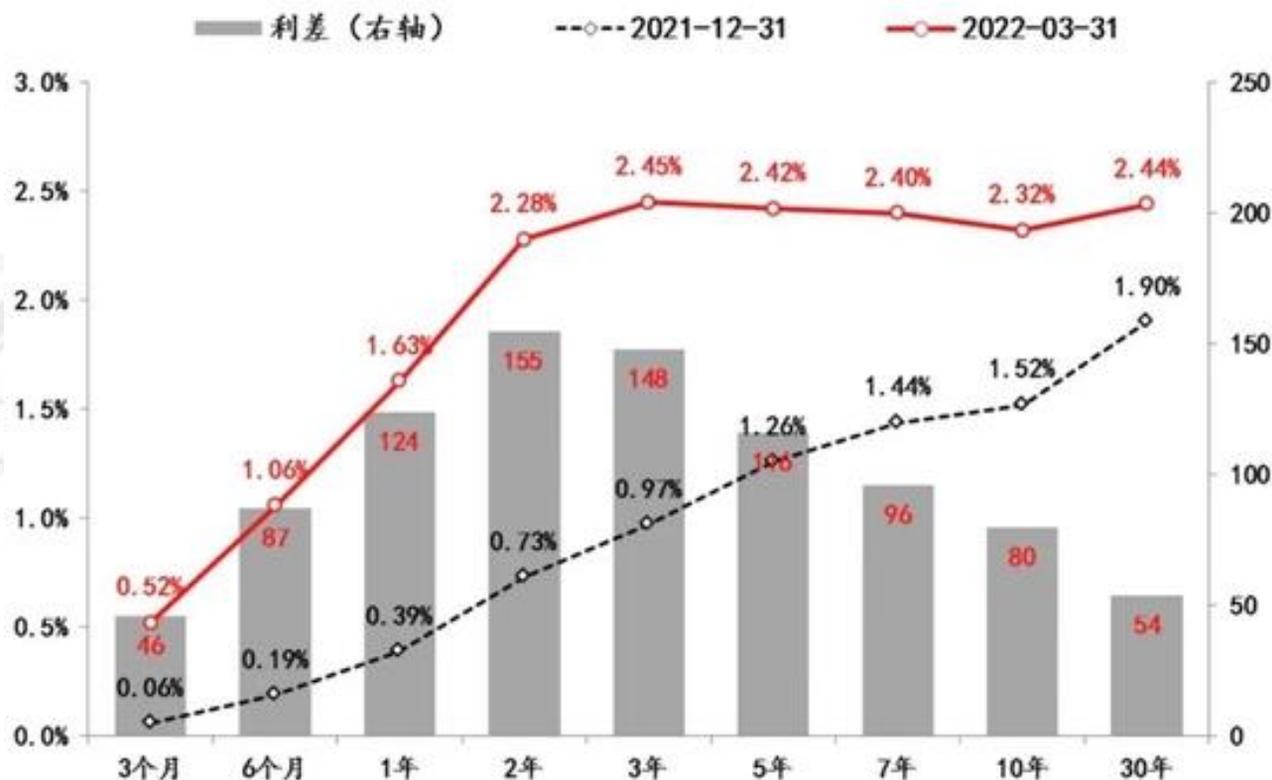
美联储的政策路径

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速收紧政策环境预期的接受，相应隐含在美债收益率中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。

图1：美债收益率曲线及隐含通胀预期的变化



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,换而言之美联储将实现“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,美国一季度经济增速将大幅回落至 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。

表 1：美联储最新经济展望与美国经济实况

	目前	美联储 3 月 SEP 预测		
		2022	2023	2024
GDP	1.30% ¹	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% ²	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？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。

图 2：个人消费和私人投资对美国经济增长的贡献



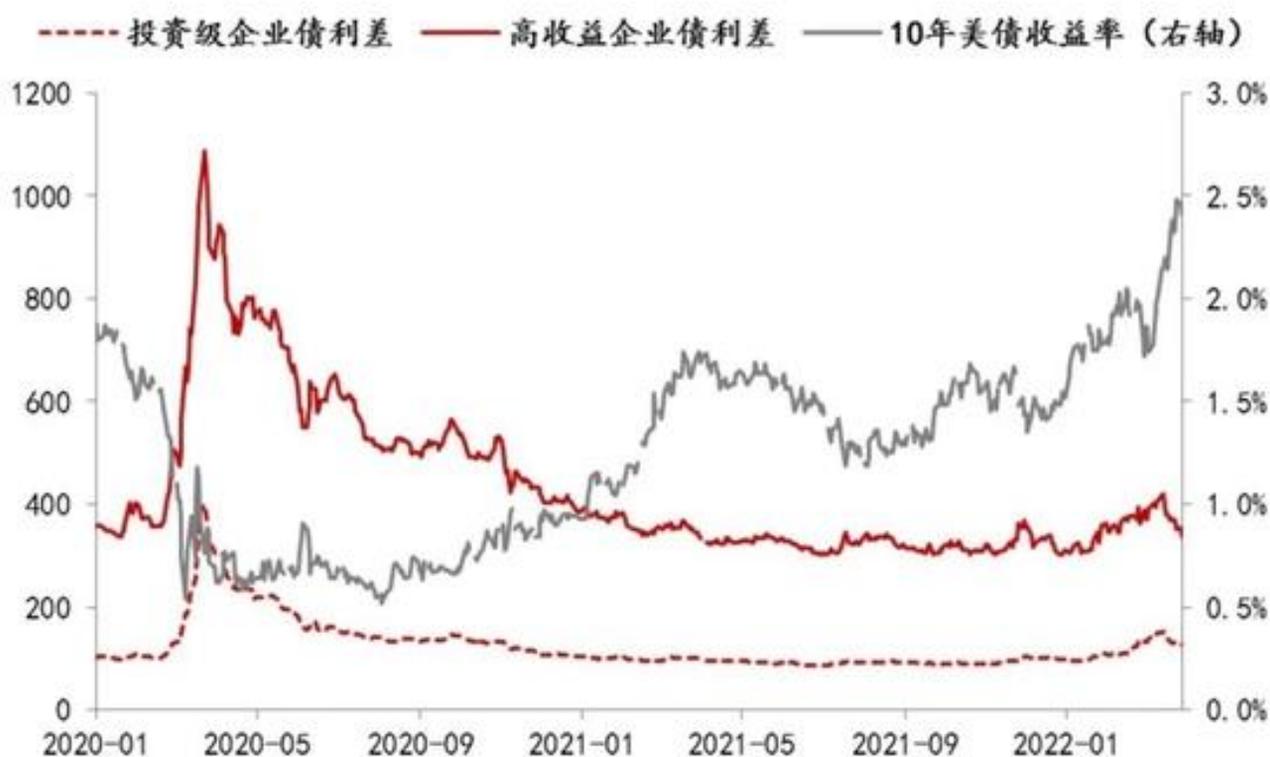
在居民消费和企业投资旺盛的推动下，除了通胀压力跳升之外，美国资产价格也快速上涨。例如，美国房价自2020年以来，已累计上涨30%以上，同期标普500指数最高曾突破4818。因此，从逻辑上推演，美联储收紧政策环境的边界就是不能让居民消费和企业投资受到重创。

目前，美联储持续的鹰派信号释放，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）。

但是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156个基点。从历史数据来看，30年期按揭利率与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2.5%，较年初上升约90个基点。另一方面，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）。

可以说，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。

图 3：美国居民房贷利率和企业融资利率



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_39976

