中银研究

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

经济金融热点快评

2021 年 1 月 18 日　　2021 年第 5 期（总第 441 期）

国债收益率曲线趋陡，美联储缩减 QE 预期升温

近期，美联储官员们开始讨论缩减央行资产购买话题，美国国债收益率曲线趋陡，市场焦点开始从“蓝色浪潮”转向货币政策。尽管美联储主席鲍威尔在普林斯顿大学线上活动的讲话重申宽松立场，表示加息时点不会很快到来，远没有考虑退出宽松货币政策，但是市场对美联储前瞻性政策指引的信任度出现动摇。主要关注点如下。

第一，美联储内部对于缩减 QE 存在分歧。12 月议息会议纪要显示，美联储已经开始讨论缩减 QE。一些美联储官员认为，只要就业和通胀目标取得了实质性进展，就可以开始“逐渐减少”购债，此后多名美联储官员也发表了相关立场，促使市场缩减 QE 预期升温。随后，美联储主席鲍威尔发表讲话，重申宽松货币政策立场，表示如果没有看到令人不安的通胀和失衡，美联储将不会加息。鲍威尔的表态，在一定程度上缓解了市场的担忧情绪，但是也可以看出美联储在政策退出以及缩减 QE 方面存在分歧。

第二，美联储存在“提前”调整货币政策的可能性。一方面，通胀及其预期升温。如果未来疫情逐步消退，将助推居民和企业支出回升，短期内美国通胀指标将出现上扬。1 月 13 日美联储褐皮书显示，目前几乎美国所有地区的物价都出现了小幅上涨。尽管 2021 年美国通胀指标难以持续高于 2%目标水平，并且不会触发加息进程，但是通胀及其市场预期回升，将迫使美联储在总体宽松立场下调整政策工具，降低边际宽松规模。另一方面，美国经济下半年可能加速反弹。鲍威尔对今后几年的美国经济感到乐观，称经济可能很快重回疫情暴发前的巅峰。大力的财政和货币支持可能帮助美国经济复苏，速度可能“比我们之前担心的快得多”。1 月 14 日，拜登公布最新财政刺

激方案，总规模达 1.9 万亿美元，是 2020 年 12 月通过刺激方案的两倍多。这进一步推升了美国三大股指，10 年期美债收益率稳居 1%上方，处于十个月以来高位。

第三，美联储货币政策正常化路径将仿效上轮行动。12 月美联储议息会议纪要透露，将来所采取的行动将仿效金融危机后政策正常化的“类似顺序”。按照上一轮美联储货币政策正常化顺序，先缩减 QE，后加息。当前，隔夜指数掉期市场预计，美联储将在 2023 年 12 月实施首次加息。按照节奏倒推来看，美联储在 2021 年末、2022 年初开始缩减 QE 规模，基本符合以往节奏。

第四，美联储货币政策调整将面临更多掣肘，引发更大波动。一方面，政策不动，市场先行，“缩减恐慌”可能再现。近期波动显示市场已经开始质疑美联储前瞻性政策指引，甚至将多位美联储官员的表态视为“放话试探”。随着疫苗广泛接种以及经济前景改善，意外利好数据将刺激市场预期，特别是在 2021 年下半年至 2022 年，可能引发类似于 2013 年的“缩减恐慌”风险。另一方面，解封寒冬，政策分化，将引发巨大波动。主要央行维持超宽松立场，趋同地将利率“冻结”在零下限左右，一定程度上抑制了金融市场波动。如果美联储调整货币政策，或者引发市场预期转向，将致使国债收益率曲线急剧趋陡，外汇与资本市场震荡调整。主要央行货币政策预期分化，将重塑资本流动格局。此外，货币政策与财政政策深度捆绑，回归常态之路面临严峻挑战。尽管按照福尔曼、萨默斯的观点，在长期、结构化视角下政府债务并不那么令人担忧，但是中短期的挑战却立于眼前。前所未有的财政支出规模推升公共债务，预计 2021 年美国预算赤字将超过 2.3 万亿美元，仅次于上年，为二战以来第二高水平；至 2029 年，美国联邦利息净支出占 GDP 比重将达 3%。美国政府债务可持续的关键在于低利率。后疫情时期，美联储货币政策可以通过调整 QE，压低不同期限国债利率。但是，随着形势变化，货币政策将面临通胀抬升以及经济超预期改善情况，在调整 QE 以及加息等问题上陷入困境，与财政政策的冲突也将更加激化。

（点评人：中国银行研究院　赵雪情）

审稿：边卫红
单位：中国银行研究院
联系方式：010 - 6659 2776

联系人：蒋效辰
单位：中国银行研究院
联系方式：010 - 6659 2419