



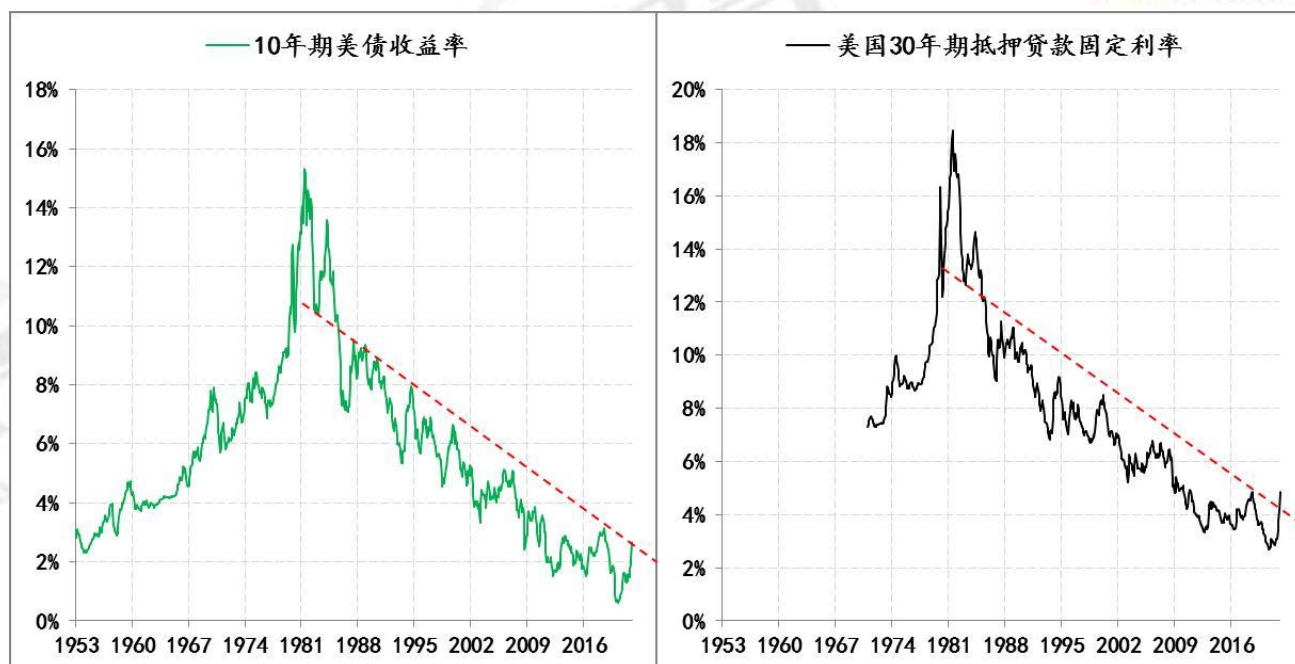
美联储的紧缩节奏何时放缓



自美联储纠正通胀判断之后，其在政策预期管理上表现出极强的治理通胀决心，尤其是鲍威尔等多名官员频频向市场释放加快收紧的政策信号，受此带动，市场预期大幅扭转，美国整体市场利率体系明显抬升。例如，10 年期美债收益率由年初的 1.5% 升至近 3%，大幅提升了近 150BPs；10 年期美债实际收益率（TIPS）则由负转正，大幅提升了 100BPs；30 年期按揭贷款利率由 3.1% 升至 5%，累计升幅接近 200 BPs；投资级企业债收益率由 2.35% 升至 4% 左右。

伴随本次利率水平的快升，美国整体市场利率体系的中枢已向上突破了过去 40 余年的下行通道，若此趋势进一步得以确立，那么对于已经习惯利率趋势下降 40 年，且低利率维持 15 年的美国经济而言，必然是一个巨大变化，而美国经济运行模式也会因此出现剧烈调整。例如，最突出的问题就是在过去低利率环境下积累的巨额债务如何延续？因为利率的上升一定意味着债务链条的紧张和债务负担的加重。目前美国联邦政府的债务余额超过了 30 万亿美元，除金融部门之外的美国实体经济部门债务规模已超过美国 GDP 的 3 倍。

图 1:10 年美债收益率与 30 年按揭贷款利率走势

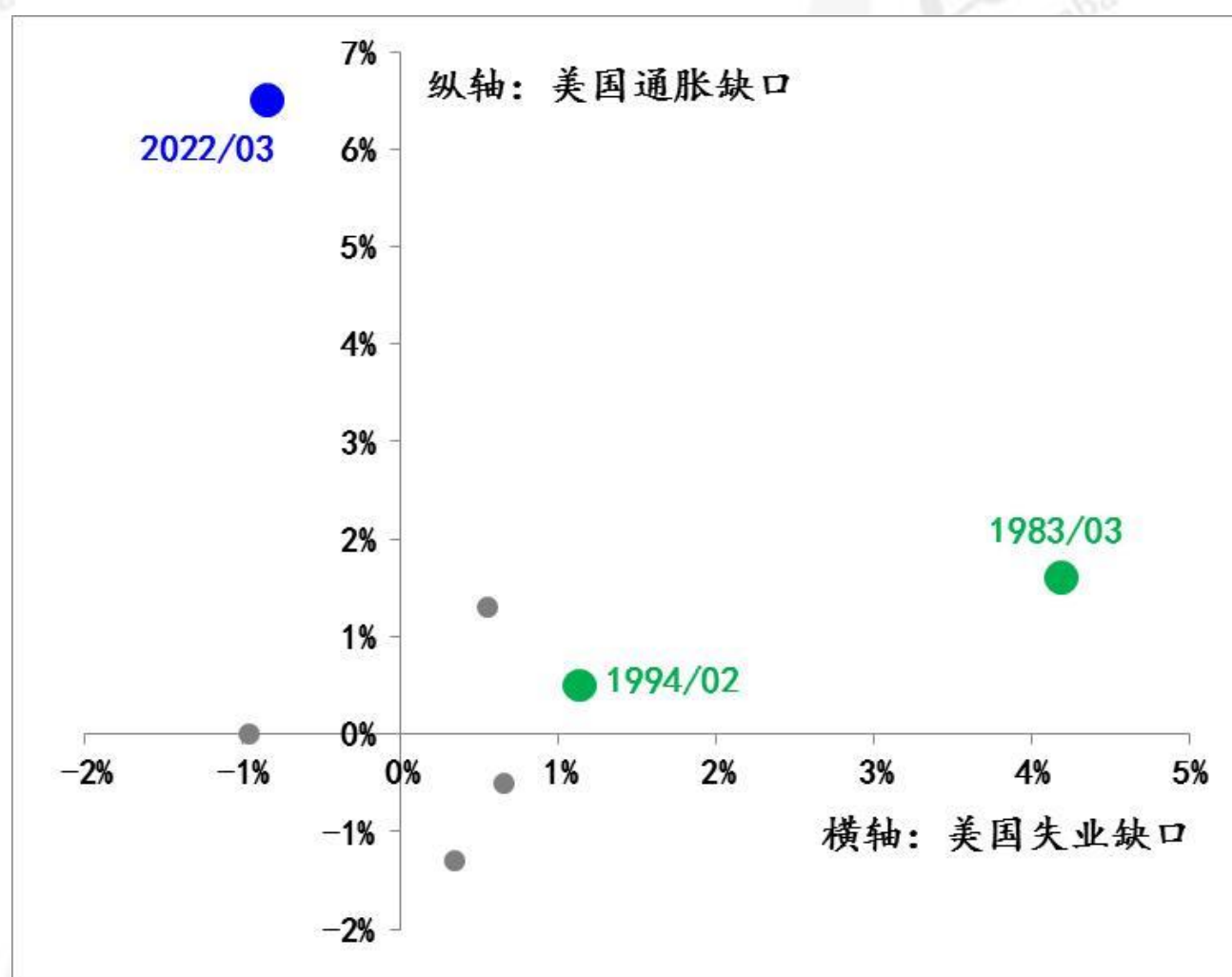


因此，本次美联储对抗通胀过程中面临的制约和干扰因素较以往更为复杂，而关键期限 10 年与 2 年期美债收益率一度出现倒挂的局面，则反映出市场的担忧。4 月 14 日，圣路易斯联储网站刊发了其经济学家凯文·克利森的研究报告《1980 年以来美联储紧缩政策对经济的影响》，则再次强调了美债收益率曲线倒挂是预测美国经济衰退较为准确的指标（虽然不是衰退的原因），自 1980 年以来美联储实施的前六轮加息过程中，有四次加息过程出现了美债收益率曲线倒挂，其后也均出现了衰退，即在三分之二的加息操作中美联储未能实现“软着陆”，相应实现“软着陆”分别是 1983-1984 和 1994-1995，而在开启本轮政策紧缩之前，鲍威尔则强调美联储追求的就是这两次“软着陆”的政策效果。

但是与 1983-1984 和 1994-1995 不同，本次美联储对抗通胀的举动明显落后，即“美联储落后于曲线”。例如，按照美联储设定的 2% 通胀目标和美国自然失业率，分别测算出 1980 年以来六轮加息启动时的通胀缺

口和失业缺口（缺口均为实际值减去目标值），今年 3 月份美联储启动加息时为【-0.85%，6.5%】——美国的通胀缺口为 6.5%，失业缺口为-0.85%，与 1983 年 3 月的【4.2%，1.6%】、1994 年 2 月的【1.1%，0.5%】相比，很明显本次美联储对抗通胀的紧缩举动大幅落后于实际通胀的上升。

图 2：1980 年以来美联储七次启动加息时的通胀与失业缺口情况



针对大幅落后通胀的实情，美联储只能被迫加快紧缩节奏和紧缩力度。例如，缩表力度较上轮缩表提高一倍——单月缩表上限升至 950 亿美元，并将缩表提前至 5 月份；将单次加息幅度提高至 50BPs,甚至是 75BPs；誓

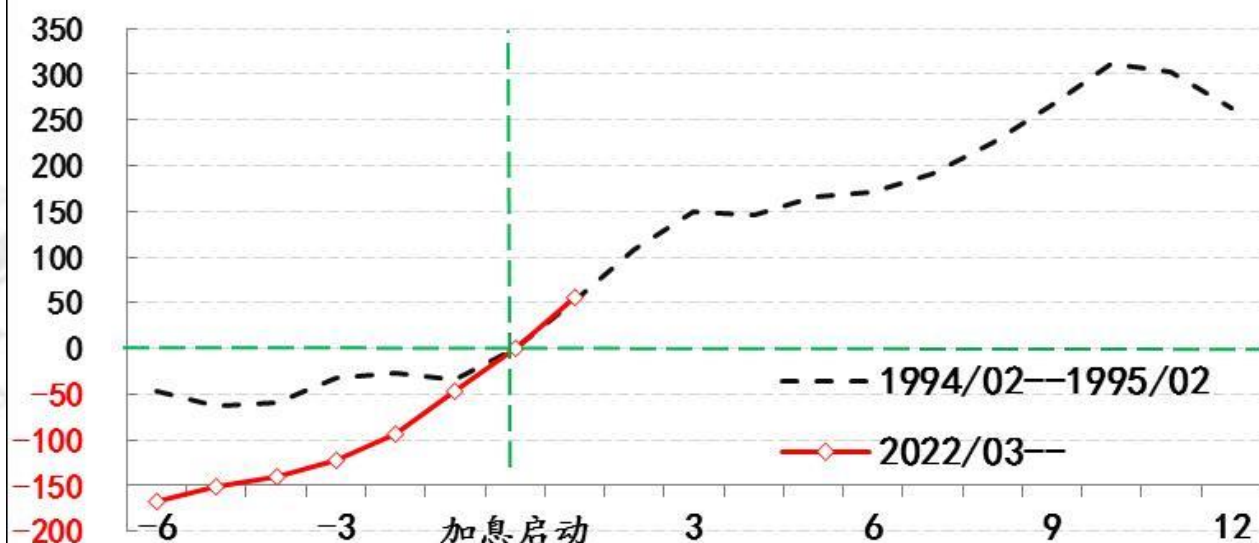
言将政策利率提升至中性利率以上等。3 月份美联储公布数据显示，其测算的美国中性利率为 2.4%，截至 4 月 19 日，2 年期及以上的各期限美债利率均已超过 2.4%，而年初时各期限美债收益率均低于 2%。

从市场对美联储政策预调的反应而言，市场已确认了美联储扭转通胀的决心，而且实际的市场预期路径已经与 1994-1995 加息周期高度吻合。例如，以加息启动时各利率水平为基点，观察加息前 6 个月至加息后 12 月期间各利率变化，虽然本轮加息启动前，各利率水平相对较低，但伴随美联储持续的释放紧缩信号，利率曲线快速抬升，目前基本已与 1994-1995 曲线拟合。

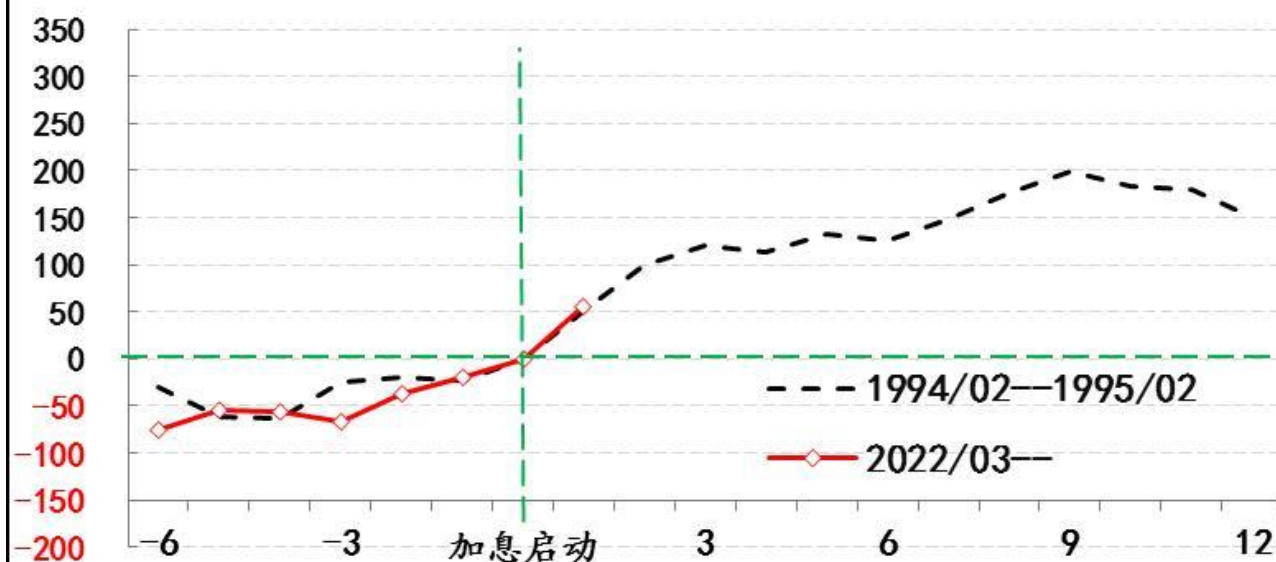
1994-1995 期间，2 年期美债收益率在 9 个月间累计上升了 260 BPs、10 年期美债收益率和 30 年期按揭贷款利率则累计上升了 150 -170BPs。若按照此曲线路径推演，那么至 2022 年底时，2 年期和 10 年期美债收益率将分别升至 4.5%、3.6%，30 年期按揭贷款利率则升至 5.85%。毫无疑问，如此高的利率水平和如此快的上升速度一定会快速将美国经济打入衰退状态。

图 3：本轮加息与 1994-1995 加息市场路径比较

2年期美债收益率变化情况



10年期美债收益率变化情况



30年期按揭贷款利率变化情况

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_40662

