

美联储何时开始缩减 QE?

证券研究报告

2021 年 01 月 26 日

作者

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

美联储想要缩减 QE 的原因很清晰,就是认为财政政策才是解决经济前景恶化的适当方法,货币政策对提振总需求的有效性降低,反而助长了金融泡沫和贫富分化。疫情消退后实际利率会出现明显回升,因此联储希望提早与市场沟通令利率水平尽早开始平缓上升,而非疫情消退后一蹴而就。

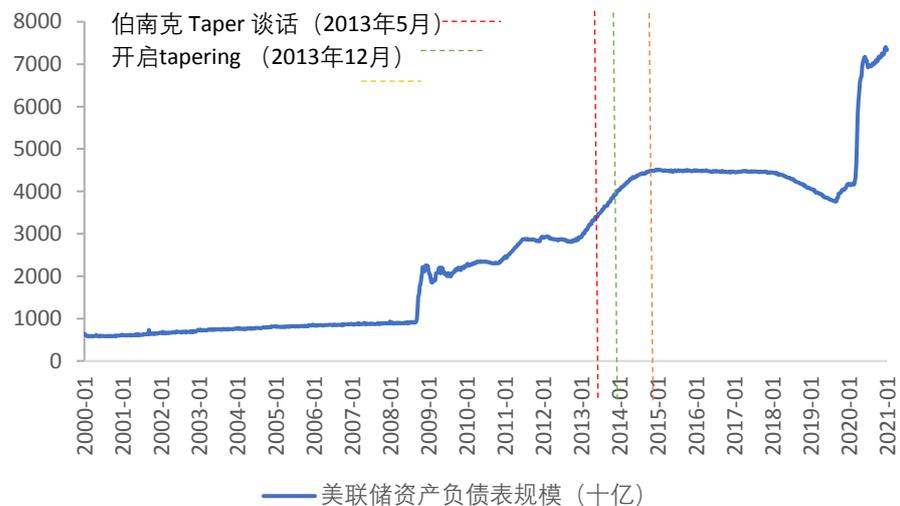
但是联储缩减 QE 并不容易。财政赤字会拖累美联储缩减 QE 的计划,另一方面过快上升的利率也会冲击到众多金融资产的定价中枢。所以在当前环境下,联储即使缩减 QE 也不大可能放弃利率管理。美联储可能通过延长购债期限、鸽派讲话等形式控制利率上行速度,避免对金融市场造成冲击。

风险提示: 美国疫情反复; 美联储紧缩超预期; 美国财政紧缩超预期

2020年12月的美联储议息会议纪要提到了委员们对于逐渐缩减QE的讨论：最大就业和物价目标达到以后，美联储会如同13-14年一样逐步缩减购债规模。纪要公布后，10年期美债收益率一度上行23bp至1.19%，之后多位联储委员发表鸽派声明、鲍威尔讲话谈到“远没有考虑退出超宽松的货币政策”，美债回落至1.12%。

美联储想要缩减QE的原因很清晰，就是认为财政政策才是解决经济前景恶化的适当方法，货币政策对提振总需求的有效性降低，反而助长了金融泡沫和贫富分化。鲍威尔在去年12月的议息会议后表示：美联储认为长期利率已经很低，房地产等对利率敏感的部门表现良好，表现不佳的部门是因为受困于疫情，而非利率过高。联储的态度表明货币想要更宽松是不太可能了，**短期由于疫情带来的疲软经济数据并不能令联储进一步扩大购债规模**。疫情消退后实际利率会出现明显回升，因此联储希望提早与市场沟通令利率水平尽早开始平缓上升，而非疫情消退后一蹴而就。

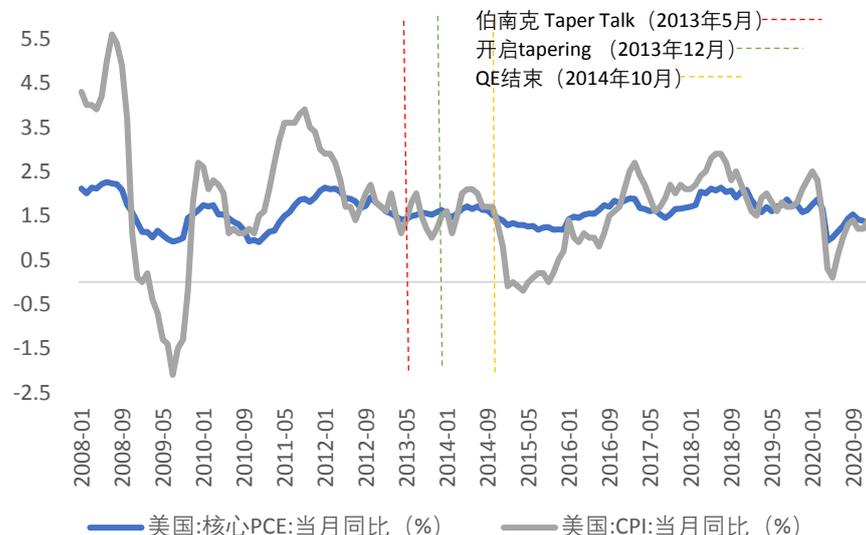
图 1：上一次美联储缩表的节奏



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

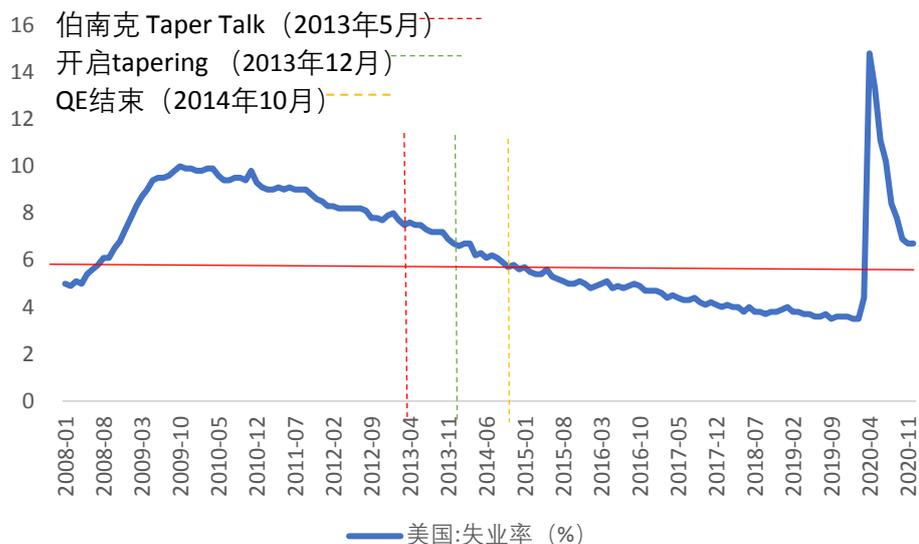
上一次美联储缩减QE的原因也是类似，不是因为就业和通胀等经济因素，而是因为金融稳定。当时（2013-2014年）美国失业率接近7%，高于美联储的长期失业率预测区间（5.2%-5.5%）；通胀水平也是在1%左右徘徊，低于美联储2%的长期通胀目标。当时联储在议息会议纪要中提到了“**过度的风险承担行为**”以及“**资产购买对期限溢价的影响**”。

图 2：2013-2014 年缩减 QE 时的通胀水平偏低



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

图 3：2013-2014 年缩减 QE 时的失业率在 7%左右



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

但是联储缩减 QE 并不容易。货币政策把拯救经济前景恶化的皮球踢给财政政策，但财政政策既不容易推出，也需要货币政策的配合。

首先是美国财政赤字会拖累美联储缩减 QE 的计划。2020 年 9 月美国国会预算办公室公布 2021 年财政赤字 1.8 万亿美元，但民主党蓝潮后赤字可能明显增加。拜登已经公布了一个 1.9 万亿美元的经济纾困方案，中期还将提出一个以新型基建和气候变化为重点的投资计划¹。拜登政府预计财政刺激的三分之一资金来源于发债，三分之二来源于加税。但加税目前看可能要等到中期选举（2022 年）前后才能推出。因此今年美国财政赤字大概率突破 2 万亿美元。即便不考虑最近两轮财政刺激，美国国债的供应量也将在 2020 年四季度和 2021 年一季度大幅超过美联储的购买量。而上一次联储缩减 QE 时（2013-2014 年），美国财政赤字仅有 6800 亿、4830 亿美元，而且逐渐收窄。

表 1：财政部发债规模超过美联储购债

	国债净供给（十亿美元）	美联储购买（十亿美元）
3Q2020	504	233
4Q2020	625	237
1Q2021	597	240
2Q2021	618	240
3Q2021	572	240
4Q2021	584	240

资料来源：美联储、美国财政部、天风证券研究所

表 2：2013、2014 年美国财政赤字明显收窄

¹ Bloomberg news

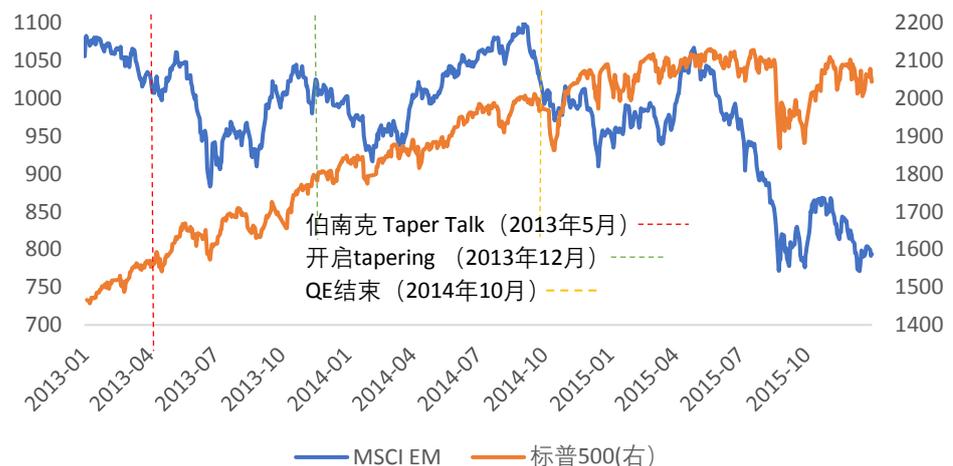
Fiscal Year Totals (Billions of dollars)						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Receipts	2,105	2,163	2,303	2,450	2,774	3,021
Outlays	3,518	3,457	3,603	3,537	3,454	3,504
Deficit						
Amount	-1,413	-1,294	-1,300	-1,087	-680	-483
Percentage of GDP	-9.8	-8.7	-8.5	-6.8	-4.1	-2.8

Sources: Congressional Budget Office; Office of Management and Budget; Department of the Treasury.

资料来源：国会办公室、财政部、预算办公室、天风证券研究所

海外投资者对美债兴趣降低后，如果美联储无法通过购债吸收财政部发债供给，美债利率有较大上行风险，会加重财政的利息负担。利率上行也会冲击到众多金融资产的定价中枢，最利空的是低流动性的高收益债和极度乐观的成长股。2013年5月伯南克的QE缩减讲话曾造成全球资产价格大幅波动，当时美债收益率在开始缩减前上升120bp。美股短暂回调后继续回到上行趋势，但严重依赖海外流动性的新兴市场遭遇资金撤出，MSCI EM指数一个月内下跌超10%，新兴市场货币也出现大幅贬值。

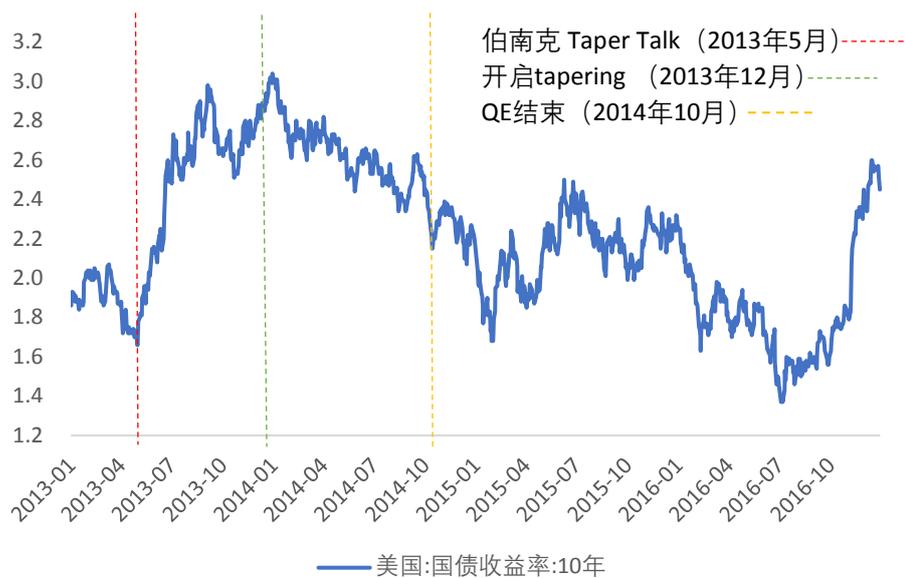
图 4：美股和新兴市场股市



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

所以在当前环境下，联储即使缩减QE也不大可能放弃利率管理。延长购债久期可以一定程度上平滑利率上行风险，12月FOMC会议纪要显示“几位(a couple of)与会者表示”对增加购买更长久期的债券持开放态度。对于缩减QE，核心在于疫情控制和经济复苏。经济复苏的越慢，对财政的依赖越高，联储边际退出宽松的时间就越晚。乐观情形下，21年上半年疫情得到控制，21年下半年经济较快复苏，可能开始出现关于缩减QE的市场沟通和预期指引，从22年上半年开始缩减QE。按照每个月缩减100-150亿美元资产购买规模节奏，大约在23年上半年退出QE。在此过程中，美联储可能通过延长购债期限、鸽派讲话等形式控制利率上行速度，避免对金融市场造成冲击。

图 5：10 年期美债收益率 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

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_18443

