



鲍威尔货币政策促使未来美国收益率曲线陡峭化

2018 年/2 月

海外宏观经济和策略研究员 刘绍东

010-66555862

shaodong_liu@chiefgroup.com.hk

2 月 27 日鲍威尔首次以美联储主席的身份在美国众议院金融服务委员会就半年度经济运行情况和货币政策作证。此次听证会前不久恰逢美股出现较大波动，标普 500 指数从 2 月 1 日收盘价的 2822 回调至 2 月 9 日最低点的 2532，跌幅超过 10%。虽然近两周失地有所收复，但市场依然对此次联储新任主席货币政策的倾向性异常敏感。目前从鲍威尔的证词来看，作为耶伦的继任者，他坚持了前任主席货币政策的主要路线，但在问答环节给出一些更加鲜明的观点。预计未来随着鲍威尔延续耶伦在加息上的缓慢节奏，在缩表上更加明确的计划，美国收益率曲线会从当前的过度平缓转向陡峭化。

在证词中鲍威尔谈到了在耶伦期间美国经济持续走强，美联储开始着手于利率和资产负债表规模的正常化，他作为继任者将会确保平稳过渡，使得货币政策具有连续性。

就当前经济运行状况，鲍威尔指出：

美国经济自 2017 年下半年以来持续走强。劳动力市场表现强劲，在二战婴儿潮出生人群逐渐退休的背景下，劳动参与率依然维持基本不变，新增就业的增加使得失业率下降至 4.1%。实际 GDP 在 2017 年下半年增速上升至 3% 附近，家庭收入和财富的增加促进消费支出的增长，同时投资热情的高涨有利于未来劳动生产率的提高。海外经济的稳健走强有利于美国的出口和制造业的发展。

在经济活动表现强劲的同时，美国通胀率表现持续低迷，长期低于国会授权的 2% 通胀目标。基于 2017 年由于受到一些暂时性因素的影响导致通胀率的回落，我们可以看到在年末通胀率有小幅回升。由于经济预期继续保持强劲、劳动力市场的活跃有利于家庭收入和支出的增长、境外消费和商业投资的增加，再加上刺激性的财政政策，都有利于推升通胀率。美联储预计通胀率将在 2018 年上升，并在中期为定在 2% 的目标值附近。

就货币政策方面，鲍威尔表示：

自 2017 年 10 月份启动的联储资产负债表正常化（缩表）计划正在平稳有序进行。联储加息和缩表的举措也反映出 FOMC 渐进的货币政策以适应劳动力市场的强劲并促进通胀率返回 2% 的目标值。

未来货币政策制定时，FOMC 将会在避免经济过热和推升通胀率回归目标值之间取得平衡。尽管最近市场上出现一些波动，但金融情况依然是适应的。未来渐进的加息是同时符合联储两大目标的。



基于鲍威尔的证词和问答环节，我们认为：

1. 美联储加息节奏不会提速

鲍威尔的证词中着重提到推升通胀率和寻求货币政策制定的平衡性，这便给我们一个基本判断：美联储加息不会提速，2018 年加息最可能还是 3 次。

目前特朗普政府一直在推进扩张性的财政政策，正如鲍威尔所预计的，这种刺激经济的影响会逐渐加强。通常在政府施行扩张性财政政策的时候，央行不会施行紧缩性货币政策，因为这样并不一定能增加社会总产出，只会推升通胀水平。根据我们前期研究报告（《从低通胀到美联储货币政策》），美国自然失业率对应的最佳通胀率很可能长期小于 2%，而美联储坚持 2% 的通胀目标，那么为促进通胀加速并保持与防止经济过热之间的平衡，扩张性财政政策和缓慢货币政策收缩的同时施行就可以并存。

从政府角度来看，特朗普政府通过扩张性财政政策，增加基础建设投资，扩大财政开支，降低个人和企业所得税税率，都将推升总需求，从而拉动通胀率上升。当前特朗普政府也正积极施行扩张性政策，这符合适当推升通胀的目标。

从央行角度来看，常规的数量型货币政策已经失效，缓慢的加息节奏可以一定程度推升通胀率。美国商业银行庞大的超额准备金像海绵一样吸收着数量型货币政策改变带来的冲击，市场上已经有足够多的基础货币，基础货币增加与减少对货币供应量的改变影响并不大。而促使货币供应量渐进增长的方式应该是适当提升银行的信贷意愿，提高货币乘数。而当联储加息速度过快，不仅会造成持有资金成本的上升，更会导致商业银行惜贷，商业银行更愿将资金存入央行赚取较高的超额准备金利息而不愿贷出，造成货币供应量的下降，导致通胀上行受阻。因此在经济复苏叠加扩张性财政政策的基础上，只要美联储保持缓慢的加息节奏，使得利率的上升低于市场实际回报率（扣除风险溢价）的增长，那么商业银行依然能保持信贷意愿，因此既能一定程度上防止通胀过热，又能推升通胀率。

综合来看 2018 年 3 次的加息预期是合适的，且是当前情况下美联储最可能的选择。

2. 美联储缩表计划会进一步推升利率，同时每月缩表减持比例结构可能会改变

鲍威尔认为联储资产负债表的合适规模在 2.5-3 万亿美元，并希望资产负债表在长期内以美国国债为主。这可能最终导致由于抛售未到期国债和 MBS 而带动的利率上升，并改变缩表计划减持证券的比例结构。

根据此前的缩表计划，缩表启动时将每月停止 60 亿美元到期国债的再投资并减持 40 亿美元的 MBS，共计 100 亿美元的上限。缩表规模将每季度逐渐扩大，直至每月减持 300 亿美元国债和 200 亿美元 MBS。根据我们此前报告（《美联储缩表将于加息齐头并进》）分析，自 2020 年起，联储持有的到期国债规模已不能满足每月 300 亿美元的收缩额，如果继续依此规模收缩，美联储势必需要抛售国债。而按照当前计划每月缩减规模，到 2019 年底，收缩额度将达到 1 万亿美元。而鲍威尔的“适当规模”推算出的收缩规模将在 1.5-2 万亿美元，因此如果要达到此“适当规模”，美联储势必将抛售未到期国债，导致国债收益率上升。虽然此影响在 2019 年底才会凸显，但市场预期会将影响作用提前。



根据当前每月减持结构，到期国债的停止再投资金额同 MBS 减持金额比例为 3:2。当维持当前减持比例，那么如果最终资产规模为 3 万亿美元时，联储持有国债占比则刚过 50%，而如果最终规模为 2.5 万亿美元时，国债占比将低于 50%。根据鲍威尔的观点，最终美联储资产将以国债为主，那么美联储在缩表中更可能在未来提高每月 MBS 的坚持比例。而 MBS 减持的增加势必推升美国抵押贷款利率，由于美国抵押贷款以长期的 15 年和 30 年为主，从而会带动其他长端利率上升。

综合来看，美联储不会主动提高加息速度，因此美国短端利率的上升会更加平稳；与此相对应的，美国长端利率可能会因为缩表的超预期而被动快速上升，从而导致当前过于平缓的收益率曲线斜率增加更加陡峭化。这样虽然有利于美国长期的金融稳定，促使投资人更多配置长期资产，但会对包括股票在内的风险资产价格造成一定程度的影响。



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司 香港中环德辅道中 68 号 万宜大厦 14 楼 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	香港致富证券有限公司北京代表处 北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	香港致富证券有限公司上海代表处 上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	香港致富证券有限公司深圳代表处 深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 楼 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk