

美聯儲： 結束量化寬鬆以及圍繞加息的爭論

芝商所首席經濟學家 **Bluford Putnam**

2014 年 10 月 9 日

本報告中的所有示例均為對各類情形的假設性解釋，僅作說明之用途。本報告中的觀點僅反映作者觀點，並不一定是芝商所或其附屬機構的看法。本報告及其中所含資訊不應被視為投資建議或實際市場經驗的結果。

美聯儲（Fed）有望在 2014 年 10 月 28 日至 29 日舉行的聯邦公開市場委員會（FOMC）會議上結束量化寬鬆。美聯儲的下一個決策點為是否在抵押貸款支持證券（MBS）以及國債付息或到期時，將從中獲得的本金與利息再投資。然後，美聯儲可考慮上調短期利率，從而徹底結束伯南克領導美聯儲時期所執行的緊急政策。

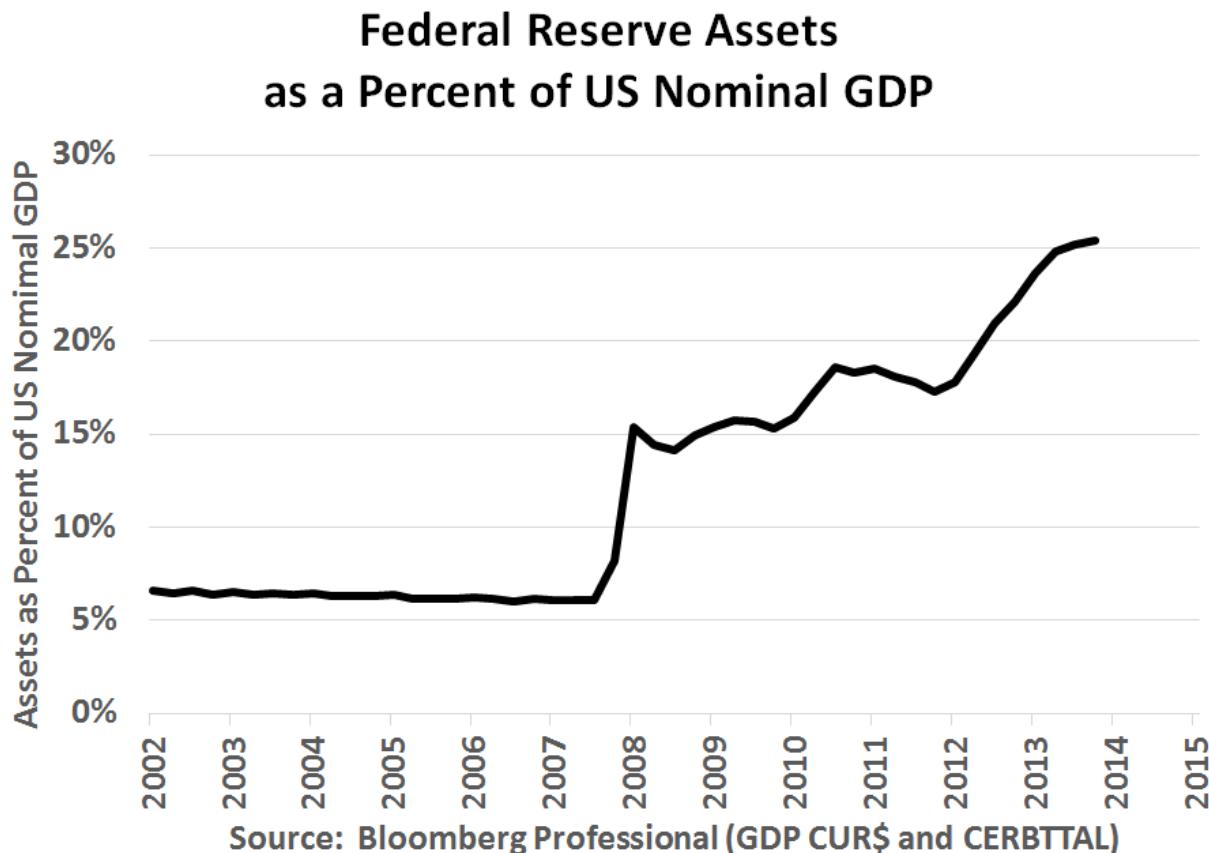
市場一致認為，美聯儲加息的時間將安排在 2015 年 6 月 16 日至 17 日或 7 月 28 日至 29 日的聯邦公開市場委員會會議上。推遲上調目標聯邦基金利率是根據美國和全球均缺乏通脹壓力的情況作出的。而作出加息決策宜早不宜遲則是基於這一理念，即已擁有一個穩步改善的就業市場且過往五年連續擴張的經濟體不再需要量化寬鬆與零利率等緊急援助。而且短期零利率有可能扭曲風險資產市場，因為投資者在追求可能帶有未來嚴重經濟後果的收益。在本報告中，我們將對這兩種觀點作一些剖析。

美聯儲需要大約 1.3 萬億美元來運行銀行業系統——資產負債表現在約為 4.5 萬億美元

美聯儲的量化寬鬆計畫已經創造出極為龐大的資產負債表：現為 4.5 萬億美元或略微超過年名義國內生產總值的 25%。假定運行銀行業系統實際需要大約 1.2 至 1.4 萬億美元（名義國內生產總值的 7%）的資產負債表，按照需要多少年才能將美聯儲資產負債表縮減至與經濟規模和銀行業系統需求相一致的水準來衡量，這是一個很深的窟窿。當一個國家掉進深窟窿之後，第一步便是停止向更深處掘進——結束量化寬鬆就起到這個作用。而對於從持有的抵押貸款支持證券（MBS）以及國債之上獲得的本金與利息，作出不進行再投資

的決策則明顯是開始縮減資產負債表過程的下一步，而有關這方面的公告最早可能會在 10 月會議或之後的一到兩次會議上發出。

圖 1：美聯儲資產占美國名義國內生產總值百分比



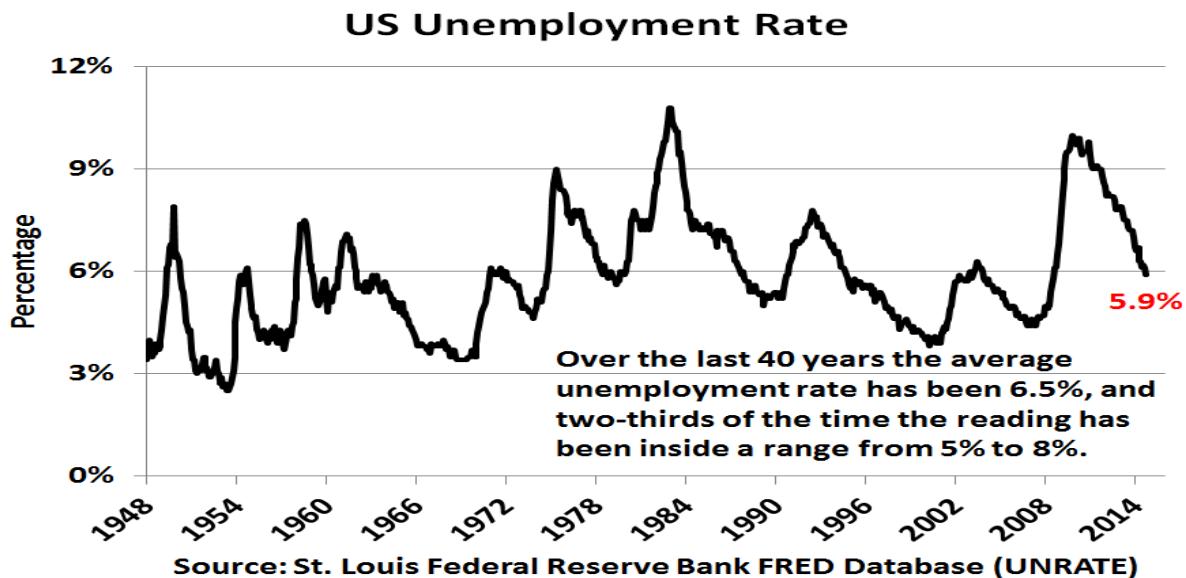
就業市場的蕭條已經大幅改善

正如我們觀察到的，伴隨著量化寬鬆政策的結束是關於美聯儲決定放棄零利率政策（也就是將目標聯邦基金利率保持在 0.00% 至 0.25% 的區間之內）的時機的激烈爭論。美聯儲主席耶倫一貫主張，在採取第一步驟將目標聯邦基金利率從 0.25% 提高至 0.50% 區間之前，就業市場的蕭條需要進一步改善，並出現一定的加薪壓力。

就資料而言，美國就業市場正在改善是毫無疑問的。與 40 年平均水準 6.5% 相比，失業率現為 5.9%（2014 年 9 月）。此外，自州與地方政府於 2013 年中期停止裁員以來，私營部門創造就業的力量已經顯現，而美國每月平均淨增新崗位恰好超過了 225,000 個。兼職工作水準的下跌確實不如一些人希望得那麼快，這部分是由於零售業為應對電子商務銷售的增長以及店鋪端銷售的不確定性而已經轉向吸納更多兼職員工。勞動力參與率也低於一

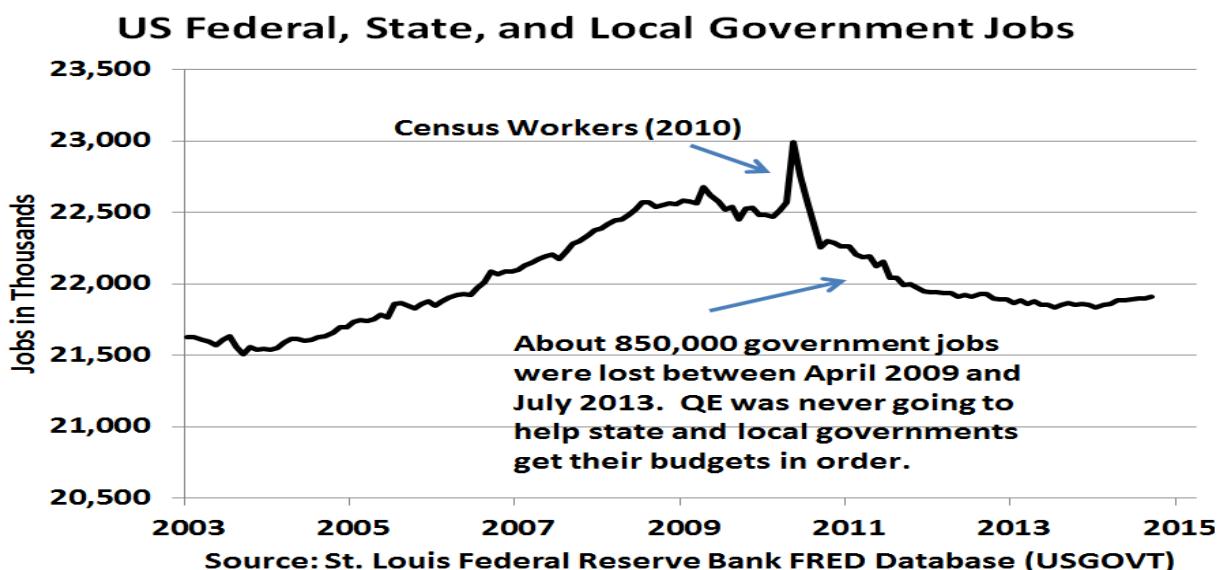
些分析師所希望的水準，但這一比率自 2000 年 1 月達至峰值以來，已出現 15 年的持續下降。勞動力參與的問題是結構性的，根本不受貨幣政策的影響。

圖 2：美國失業率



注：過去 40 多年的平均失業率為 6.5%，其中三分之二的時間，該數字在 5% 至 8% 的區間之中。

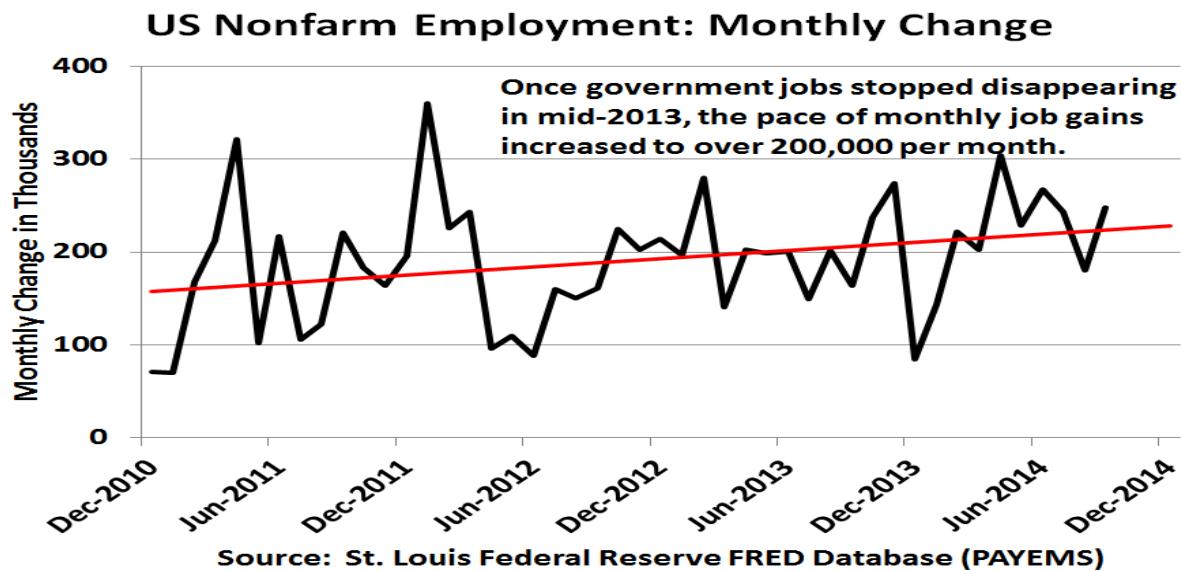
圖 3：美國聯邦、州和地方政府職位



注1.普查工作人員（2010）

注 2. 2009 年 4 月至 2013 年 7 月期間，政府職位共流失約 850,000 個。州與地方政府的預算狀況從未因量化寬鬆而變得良好。

圖 4：美國非農就業：月度變化



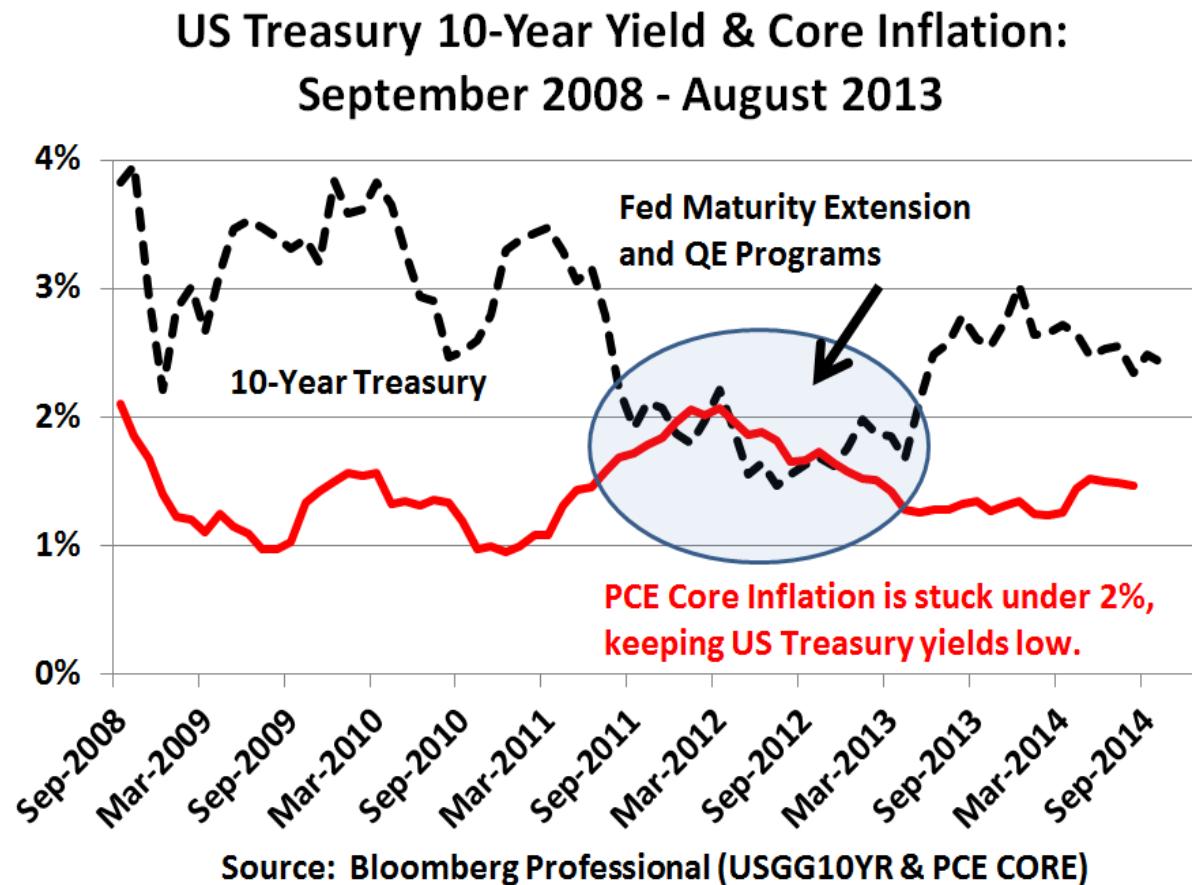
注：在 2013 年中期政府停止裁員之後，月度淨增崗位的速度增至每月 200,000 以上。

美聯儲還需考慮通脹壓力

如果美聯儲考慮的僅僅是就業市場，那麼鑑於美國就業市場的穩定改善，在 2015 年提高目標聯邦基金利率將幾乎是板上釘釘的事情。但美聯儲肩負著雙重使命，還需觀測通脹情況。

根據資料計量，當前並不存在加薪或通脹壓力。此外，大宗商品價格走勢趨弱。而美元走強則有助於抑制通脹壓力，使其有 6 至 9 個月的滯後。缺乏通脹壓力是美聯儲可能選擇推遲放棄短期零利率這一決策的主要原因。而美聯儲還對美國國債市場進行觀察，以尋找通脹預期上升的跡象。儘管美國有著健康的就業增長率，但缺乏美國通脹壓力再加上對歐元區通縮的擔憂反映在 10 年期美國國債收益率不足 2.5%。

圖 5：美國 10 年期國債收益與核心通脹：2008 年 9 月-2013 年 8 月



注1.10 年期國債

注2.聯儲到期展期與量化寬鬆計畫

注3.個人消費支出（PCE）核心通脹低於 2% 的水準，使美國國債收益率處於低位。

將短期利率維持在通脹率以下過久所帶來的風險

就業市場的健康以及美國經濟連續第五年處於擴張的這一事實表明：到解除伯南克時代緊急政策（包括量化寬鬆與零利率）的時候了。此外，零利率扭曲市場並導致市場參與者出現充滿風險的“尋求收益”行為。

一般來說，在一個增長的經濟體中，若任短期利率自然發展，則很可能處於現行核心通脹率的低端，或可能包含一個小幅升水而反映出資本相對於位於高端的通脹率的短期成本。也就是說，目標聯邦基金利率 **1.25%至 1.5%**的區間將使短期利率與現行通脹率相匹配。請注意這一政策依然被大多數分析師視為是寬鬆的，因為收益率曲線將向上傾斜，而在通脹率之上不存在升水。

另外還有關於加息應採取何種步調的爭論。大多數聯邦公開市場委員會成員似乎能接受短期利率上升 **25 個基點**的步調。然而，對於是否儘早開始還是緩慢推進存在爭議。也就是說，首次加息可能在 **2015 年第一季度**發生，但美聯儲將會以每隔一次聯邦公開市場委員會會議的步調、在 **2015 年年底**將利率上調至 **1.25%**的目標區域。在這兩種情況下，或者從 **2015 年第一季度**開始但緩慢推進；或者從 **2015 年 7 月**開始但迅速推進，這一場景將使美聯儲達到聯邦基金 **1.25%至 1.50%**的目標區間，但之後會在大致相當於現行核心通脹率的水準處停止加息。我們的看法是市場偏好盡可能提供大的政策確定性，因此如果美聯儲計畫在 **2015 年 6 月或 7 月**加息，而儘早加息將能消除某些模糊性並使得經濟能更快地進行調整。

更多觀點與評論，請訪問：www.cmegroup.com/putnam