

美國政府債台高築 削弱對抗通脹成效

中信銀行（國際）首席經濟師 卓亮

內容提要

- 美聯儲進取加息引致美國債息大幅上揚，聯邦政府償還債務與利息支出急速膨脹
- 美聯儲資產購買計劃曾經長期配合政府舉債，縮表措施難以持續按部就班進行，多輪量化寬鬆覆水難收
- 高通脹對實體經濟造成衝擊，但對負債方而言卻是一種補貼

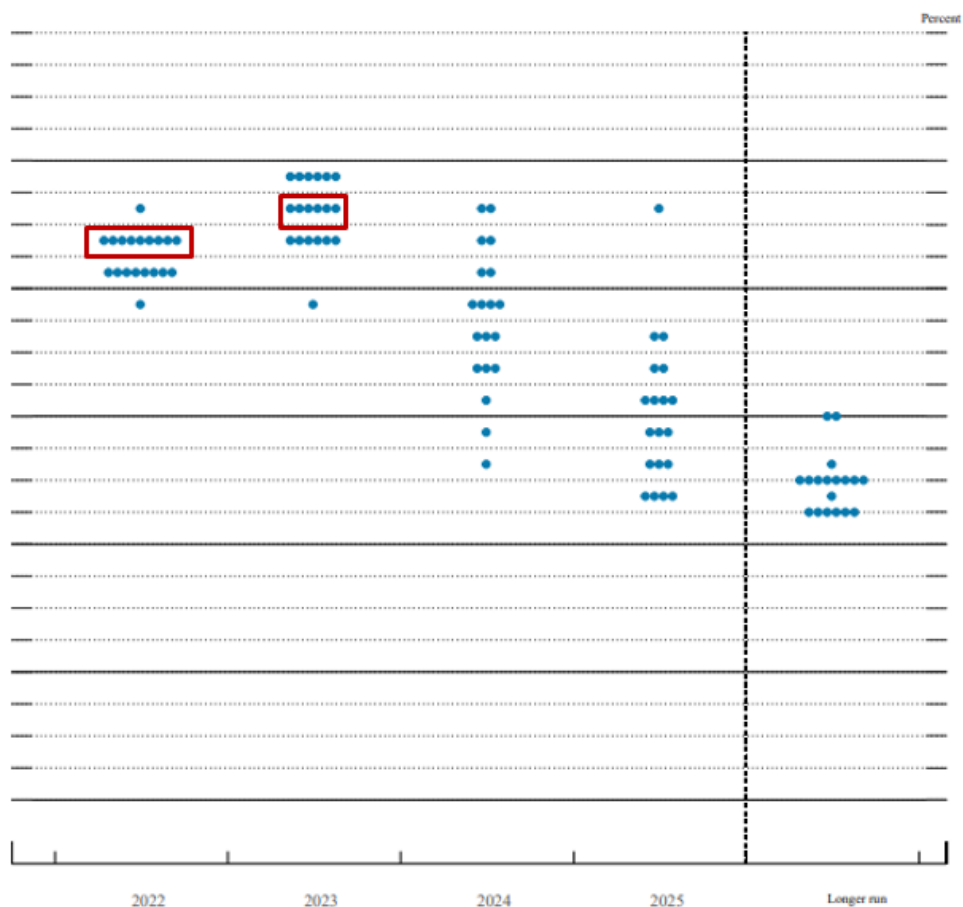
今年，金融市場一直聚焦美聯儲加息步伐，資產價格異常波動。最近，有一個重要的里程碑同樣值得關注。10月初，美國聯邦政府總債務金額首次超過31萬億美元。這個天文數字，比美國GDP還要高出大約四分之一。除了反映公共財政狀況堪憂之外，亦會間接對貨幣政策造成影響。

美聯儲加息力度繼續維持進取，但利率調整周期漸入尾聲

首先，在利率調整方面，雖然美聯儲今年三月才開始加息，但由於加息步伐進取，對債市造成極大衝擊。債息上揚，導致償還債務壓力顯著增加。美國2022財政年度用於償還債務的支出比2021財政年度高出接近三分之一，達到4710億美元。根據美國國會預算辦公室的估算，這個數字在10年後將膨脹至1.2萬億美元。龐大的債務償還支出，無可避免會影響美聯儲加息步伐。按照負責制定貨幣政策的聯邦公開市場委員會的中位數意見，聯邦基金利率2022及2023年年底水平分別為4.4%及4.6%。換言之，決策者認為明年第一季只要再加息一次，就將會按兵不動。

由於美國核心通脹仍未見回落，美聯儲今年餘下兩次利率調整幅度有機會繼續維持在75個基點。換言之，今年年末的聯邦基金利率目標區間將升至4.5%-4.75%，高於美聯儲的前瞻指引。然而，這並不代表加息周期會不斷拉長。美聯儲只要在明年上半年再進行一至兩次25個基點的溫和加息，聯邦基金利率目標上限就將升至5%或5.25%，高於9月點陣圖顯示的公開市場委員會全部19位成員的終值目標。雖然此輪加息力度異常進取，但整個利率調整周期也會較短，在明年上半年結束的機會相當高。

圖一 聯邦公開市場委員會關於年末聯邦基金利率目標點陣圖
(紅色方框為中位數意見)

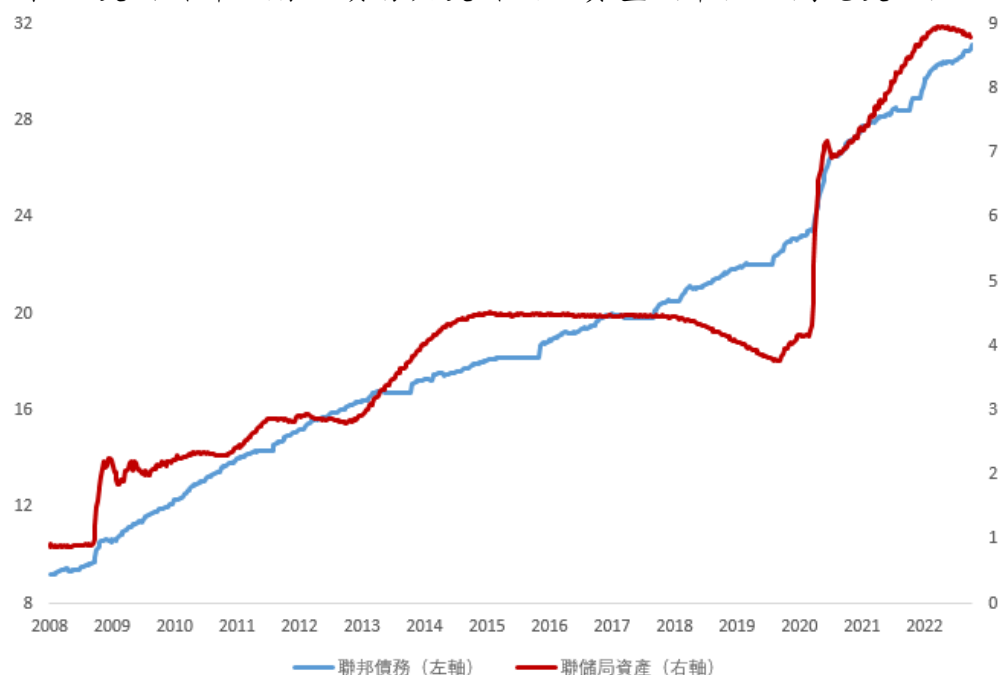


資料來源：美聯儲

量化寬鬆覆水難收

其次，縮表計劃難以如期按部就班進行。理論上，一個真正獨立的央行可以純粹以穩定物價作為首要甚至唯一目標，但美聯儲事實上長期為債務膨脹創造條件。從 2008 年開始，美聯儲通過一系列的量化寬鬆措施，憑空印鈔購買國債，等於間接貨幣化(monetize)債務。如果美聯儲持續以每月 950 億美元的速度縮減其資產負債表，就難免對國債價格造成壓力，進一步推升債息，增加還債負擔。因此，縮表計劃相信難以持久，美聯儲資產負債表規模基本不可能縮至疫情前約 4.2 萬億美元的水平，最大程度只會降至疫情後第一輪量寬結束時的約 7 萬億美元高位。

圖二 美國聯邦政府總債務與美聯儲總資產（單位：萬億美元）



資料來源：彭博、中信銀行（國際）研究部

高通脹蠶食收入及儲蓄但補貼負債方

加息周期逐漸步入尾聲、縮表計劃難以持久，意味著美聯儲無法在短期內有效對抗通脹，壓低物價漲幅至 2% 目標的成功機會頗低。高通脹雖然蠶食儲蓄及收入的購買力，但對負債方而言卻是朋友，因為負債方未來可以用相對不值錢（購買力較低）的貨幣來償還現有債務。

綜上所述，美國債台高築，將間接壓縮美聯儲收緊貨幣政策的空間，而聯邦政府亦不會太過介意通脹超出目標。這對飽受衝擊的資產市場來講，或許將可以提供一些短暫的喘息機會，但對經濟基本面恢復健康而言卻絕非佳音。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**