

美国政府债台高筑 削弱对抗通胀成效

中信银行（国际）首席经济师 卓亮

内容提要

- 美联储进取加息引致美国债息大幅上扬，联邦政府偿还债务与利息支出急速膨胀
- 美联储资产购买计划曾经长期配合政府举债，缩表措施难以持续按部就班进行，多轮量化宽松覆水难收
- 高通胀对实体经济造成冲击，但对负债方而言却是一种补贴

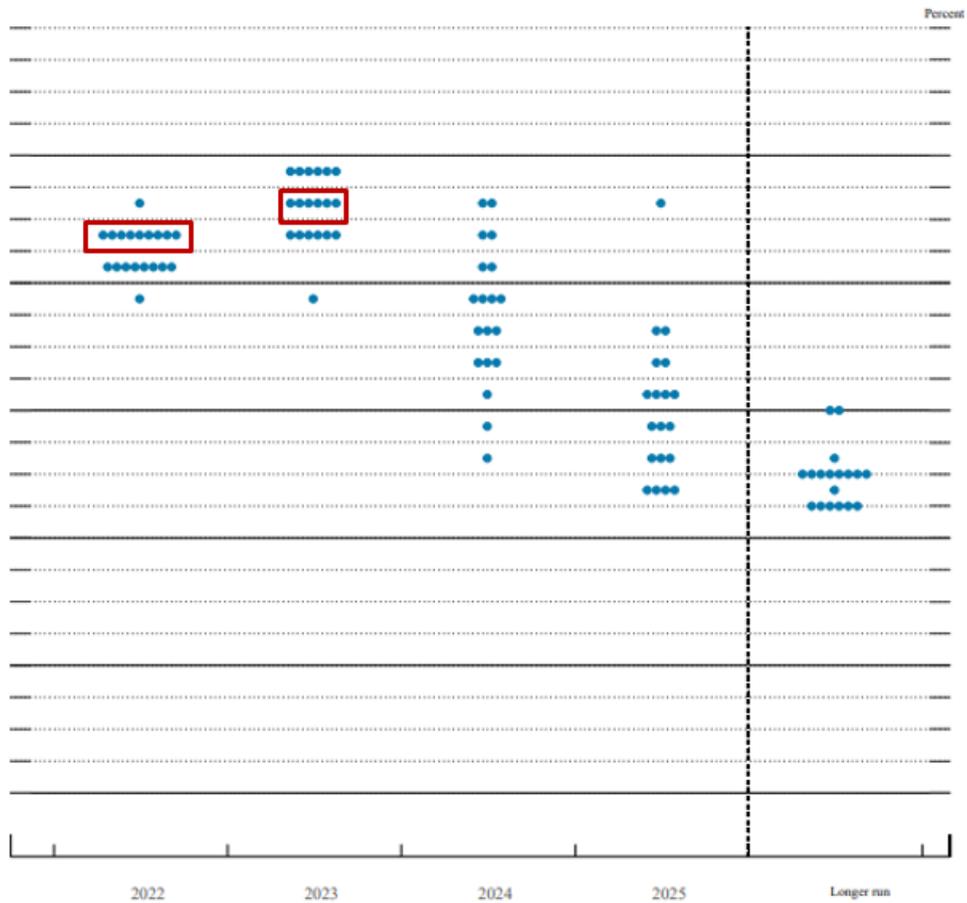
今年，金融市场一直聚焦美联储加息步伐，资产价格异常波动。最近，有一个重要的里程碑同样值得关注。10月初，美国联邦政府总债务金额首次超过31万亿美元。这个天文数字，比美国GDP还要高出大约四分之一。除了反映公共财政状况堪忧之外，亦会间接对货币政策造成影响。

美联储加息力度继续维持进取，但利率调整周期渐入尾声

首先，在利率调整方面，虽然美联储今年三月才开始加息，但由于加息步伐进取，对债市造成极大冲击。债息上扬，导致偿还债务压力显著增加。美国2022财政年度用于偿还债务的支出比2021财政年度高出接近三分之一，达到4710亿美元。根据美国国会预算办公室的估算，这个数字在10年后将膨胀至1.2万亿美元。庞大的债务偿还支出，无可避免会影响美联储加息步伐。按照负责制定货币政策的联邦公开市场委员会的中位数意见，联邦基金利率2022及2023年年底水平分别为4.4%及4.6%。换言之，决策者认为明年第一季只要再加息一次，就将会按兵不动。

由于美国核心通胀仍未见回落，美联储今年余下两次利率调整幅度有机会继续维持在75个基点。换言之，今年年末的联邦基金利率目标区间将升至4.5%-4.75%，高于美联储的前瞻指引。然而，这并不代表加息周期会不断拉长。美联储只要在明年上半年再进行一至两次25个基点的温和加息，联邦基金利率目标上限就将升至5%或5.25%，高于9月点阵图显示的公开市场委员会全部19位成员的终值目标。虽然此轮加息力度异常进取，但整个利率调整周期也会较短，在明年上半年结束的机会相当高。

图一 联邦公开市场委员会关于年末联邦基金利率目标点阵图
(红色方框为中位数意见)

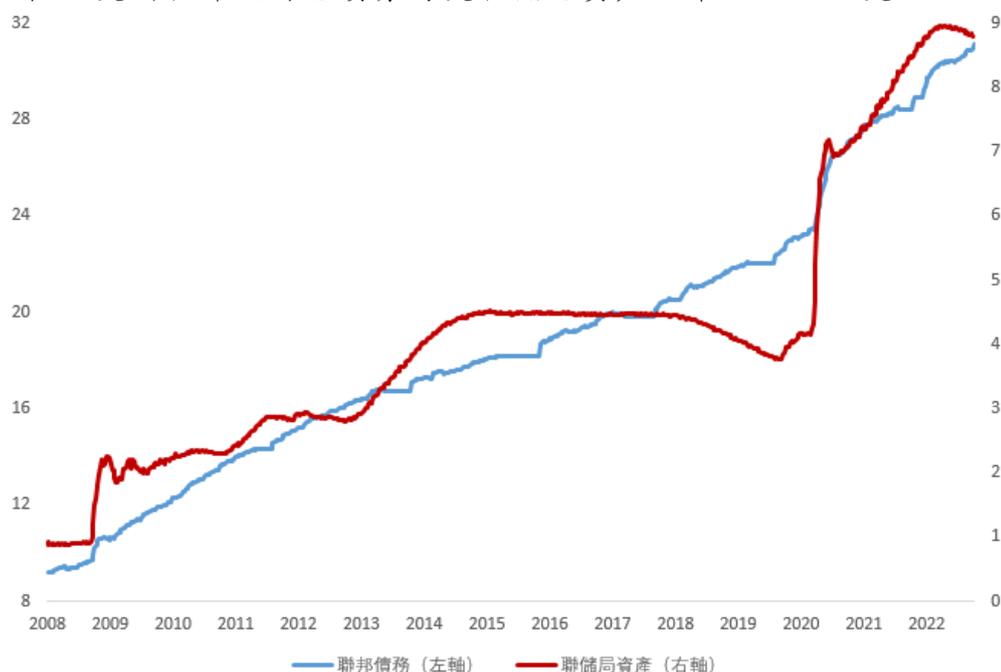


数据源：美联储

量化宽松覆水难收

其次，缩表计划难以如期按部就班进行。理论上，一个真正独立的央行可以纯粹以稳定物价作为首要甚至唯一目标，但美联储事实上长期为债务膨胀创造条件。从2008年开始，美联储通过一系列的量化宽松措施，凭空印钞购买国债，等于间接货币化(monetize)债务。如果美联储持续以每月950亿美元的速度缩减其资产负债表，就难免对国债价格造成压力，进一步推升债息，增加还债负担。因此，缩表计划相信难以持久，美联储资产负债表规模基本不可能缩至疫情前约4.2万亿美元的水平，最大程度只会降至疫情后第一轮量宽结束时的约7万亿美元高位。

图二 美国联邦政府总债务与美联储总资产（单位：万亿美元）



数据源：彭博、中信银行（国际）研究部

高通胀蚕食收入及储蓄但补贴负债方

加息周期逐渐步入尾声、缩表计划难以持久，意味着美联储无法在短期内有效对抗通胀，压低物价涨幅至 2% 目标的成功机会颇低。高通胀虽然蚕食储蓄及收入的购买力，但对负债方而言却是朋友，因为负债方未来可以用相对不值钱（购买力较低）的货币来偿还现有债务。

综上所述，美国债台高筑，将间接压缩美联储收紧货币政策的空间，而联邦政府亦不会太过介意通胀超出目标。这对饱受冲击的资产市场来讲，或许将可以提供一些短暂的喘息机会，但对经济基本面恢复健康而言却绝非佳音。



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

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。