



美国近期疲软经济数据评析及 3 月美联储

议息会前瞻

要 点

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：王婕

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

相关研究：

2014/2/14 《耶伦继任：美联储剑指何方》

2014/1/22《全球经济缓慢复苏中格局转变 美国量宽退出下金融资产重估——2013 年国际经济金融走势分析及 2014 年展望》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 判断近期美国经济数据疲软是否主要受累于天气因素的短期冲击对美联储下一步货币政策决议至关重要。通过对比历史数据，我们认为近期诸多经济数据表现不佳的主要原因仍在于极寒天气的干扰，但房地产市场增长动能确实已出现弱化，同时因家庭收入增长缓慢和紧急失业补贴终止等因素导致的零售增长乏力也需要更多关注。
- 一季度可能将成为全年经济增速低点，主要指标有望在 4 月后出现明显反弹。由于当前 FOMC 退出量化宽松的态度很坚决，不会因天气因素的短期冲击而调整退出 QE 的节奏，3 月 FOMC 会议将会继续缩减 100 亿美元的资产购买规模，而远期利率指引仍将保持不变，较低的通胀水平也支持超低利率继续到 2015 年下半年。
- 随着美联储购债规模的持续降低，长期美债收益率的上行压力将加大，但短期内在乌克兰局势不明朗和美联储进一步收缩资产购买规模的共同影响下，长期美债收益率的波动性将增大。

今年以来，美国一系列经济数据表现相对疲软，特别是部分工业产出和消费支出数据显著低于市场预期。2 月 28 日美国商务部发布了 2013 年四季度 GDP 的修正数据，实际 GDP 从初值 3.2% 大幅下修至 2.4%，个人消费支出贡献大减，这再一次引发市场对美国经济增长动力的忧虑。美联储主席耶伦在 2 月 27 日的参议院半年货币政策听证会上表示，目前她还不清楚 2013 年末以来美国经济增长恶化在多大程度上是受天气的影响，如果前景发生重大改变，美联储才会重新考虑放缓缩减 QE 的步伐。接下来，查明天气因素对经济数据所造成的影响程度以评判美国经济未来的增长势头，将是美联储在 3 月中旬议息会召开前的重要工作。

一、探究前两个月美国重要经济指标表现不佳的原因

2013 年 12 月以来，涉及到户外的经济活动普遍出现放缓迹象，其中房地产、建筑业、汽车零售等行业尤为明显，同时 12 月和 1 月的新增就业和制造业 PMI 指数也明显弱于预期。总体来说，这些经济指标增速放缓是在 11 月强劲增长基础上的突然放缓，我们认为导致这一现象发生最可能的原因有三：一是 10 月初美国联邦政府停摆和国债上限之争的滞后影响；二是极端寒冷的天气导致；三是经过一年的快速增长后，房地产市场增长动力出现不足。以下我们将结合近期美国经济数据分析这三方面可能原因带来的影响。

（一）政府停摆和国债上限之争不能解释经济指标大幅走软的全部

根据我们的前期研究（参见 2013 年 10 月 23 日本所发布的报告《美债短期风险已解，长期隐忧仍存》），政府关门和提高国债上限事件分别会给私人消费和私人投资带来显著的短期冲击，此后一个季度往往会快速回补。从美国商务部的二次更新数据来看，即使被大幅下修，个人消费支出对实际 GDP 的环比拉动率仍达到 1.73%，不仅较三季度高出 0.37 个百分点，而且明显高于过去三年的同期水平，这意味着美国私人消费在受到包括政府因素和天气因素等多重不利影响后，整个四季度仍保持了较为坚挺的增长。从月度数据来看，经季调的零售销售 2013 年 10 月-2014 年 1 月的逐月环比增速分别为 0.52%、0.26%、-0.12% 和 -0.41%，即逐月变差，距离政府事件越远反而下滑越明显，因此我们认为零售数据走软，



特别是12月和1月转为负增长不是由于政府停摆所造成的。

私人投资对实际GDP的贡献率则在四季度出现明显下滑，从第三季度的2.56%大幅降至0.72%，这与过去几年国债上限之争后私人投资的走势非常一致。但分项表现却存在明显不同，四季度私人投资中对实际GDP贡献下滑最显著的类别集中在住宅、建筑和私人存货投资，分别从第三季度的0.31%、0.35%和1.67%下滑到-0.29%、0.01%和0.14%，这与2012年三季度国债上限之争过后的私人投资分项变动呈现不同特点，彼时住宅和非住宅投资增长并未发生异动，主要是私人存货投资对实际GDP的贡献率大幅下挫至-1.6%。对比前后两次数据，我们认为存货变动应是最敏感的投资类别，由于私人投资者对存货投资的掌握是最便捷的，一旦发生潜在不利因素，投资者往往首选降低库存来对冲风险。同时，设备和软件投资对实际GDP的贡献率（0.56%）达到过去9个季度以来最高水平，这反映私人企业的投资意愿仍表现良好。因此，我们认为政府停摆和国债上限之争的影响不能完全解释年末以来投资增长的回落，其对存货投资的冲击更为明显，但这种影响应是短期的，而住宅、建筑投资增速的明显下滑需另找他因。

（二）极端寒冷的天气是造成近期经济数据不佳的主要原因，但零售数据的异常疲软需要高度关注

已有实证研究显示反常天气确实会给许多经济指标带来短期冲击。即使是经季节调整后的数据仍然会受到极端天气的影响，因为季节调整是基于历史观测值，它只能纠正天气及其他特定季节因素（比如感恩节时出现的零售高峰）导致的平均影响。高盛在2007年的研究报告 *What's With the Weather* 中实证检验了天气变量对主要经济指标的影响，结果显示房地产、建筑业、消费、部分工业产出和就业市场的诸多指标均与天气变量在统计上显著相关（见表1）。例如，从统计意义上看，冬季气温越低（HDD指数越高），新屋开工数、采矿业产出、新增非农就业数越低，而无店铺销售、公用事业产出、首次申领失业救济金人数越高。可以解释为，天气越寒冷，建筑等户外经济活动活跃度下降，取暖需求上升促使公用事业产出上升，企业招聘计划和有就业意图的劳动力人数都倾向减少。

表 1 与天气条件显著相关的经济指标

经济指标	HDD ¹	CDD
房地产与建筑业		
建造支出	-	
新屋开工数	--	
新屋销售	-	
消费		
实际消费支出		+
除汽车以外销售	--	+
汽车销售		+
无店铺零售	+	
工业		
公用事业产出	++	++
采矿业产出	--	
劳动力市场		
新增非农就业	--	-
新增建筑业就业	--	-
首次申领失业救济人数	+	

注：“+”和“++”分别代表在 5%和 0.1%的显著水平上存在正向相关关系；“-”和“--”分别代表在 5%和 0.1%的显著水平上存在负向相关关系。

可以看到，去年末以来明显走软的经济指标基本都出现在表 1 里，意味着这些指标的天气敏感度都较高。为了更直观地反映上述指标在极端天气下的异常变动，我们选取了 4 个发生异常天气的年份（其中 2000-2001 和 2009-2010 为异常寒冬，2005-2006 和 2011-2012 为异常暖冬）与 2013-2014 的 20 年一遇的寒冬加以对比，在表 2 和表 3 中列示了主要天气敏感指标在冬季的月度变化差异，可以看到，绝大多数指标都发生了异常波动。从数据中我们发现以下特点：其一，所有指标都表现出一个共同的特征，即如果该指标在当月是负向变化，则其一定较历史变动均值发生负向偏离；如果该指标在当月是正向变化，则其一定较历史变动均值发生正向偏离，这充分体现了异常天气下经济指标的异常大幅波

¹ HDD 和 CDD 是美国国家海洋和大气管理局编制的采暖度日数(heating degree days)和致冷度日数(cooling degree days)，是广为采用的衡量美国天气条件的指标。HDD 和 CDD 分别衡量美国各州气温低于和高于某一基准水平程度的人口加权数。气温越低 HDD 指数越高，而气温越高 CDD 指数越高。通常，冬季天气测度主要使用 HDD 指数。



动。以 2000-2001 年这一异常寒冬为例，新屋开工数在 2000 年 12 月环比降低 1.23%，而历史同期的环比变动均值为-0.05%，所以 12 月的环比变动负向偏离历史变动均值 1.18 个百分点。而到了 1 月，受天气回暖带动，新屋开工数快速反弹，当月环比增加 4.44%，较历史变动均值（-0.25%）高出 4.69 个百分点。其二，所有异常变化发生后都会产生回补效应，其速度与天气正常化时间成反比。例如 2009-2010 年的寒冬持续时间较短，大多数指标在 1 月就实现了回补，比如非农就业数量在 12 月大幅减少 22 万个，比同期历史均值少 19.9 万个，而 1 月则快速回升，仅减少 1.3 万个。而 2011-2012 年的整个冬天都异常温暖，大多指标在 12 和 1 月连续两个月出现异常波动，并陆续从 2-3 月开始回补。因此，异常天气持续的时间越短，对经济的短期冲击就越小，回补也就越快。其三，不同经济指标对异常天气的反应速度不同，部分指标存在明显的滞后效应。比如，新屋开工数、无店铺销售、公用事业产出等随天气变化而快速发生异常波动，而新屋销售的异常波动则会滞后一个月。

表 2 和表 3 的最后一列是当下这一寒冬在 12 月和 1 月的指标变动。整体来看，本次经济指标的变动规律与前四年基本保持一致。因此我们认为最近几个月美国经济指标的异常疲软主要还是受到天气因素的冲击，随着天气转暖，大部分指标有望出现强劲回补。但有两点需要特别注意：其一，这次美国遭遇的是 20 年一遇的极寒天气，超过 30 个州都受到寒流的冲击，而且持续时间较长，从 1 月初一直到现在，全国气温仍未出现明显回升。这意味着极端天气的滞后影响也将延长，经济指标回补的时间很可能进一步延后。2012 年暖冬给经济活动带来的影响主要是从 3 月后开始偿还，较超级温暖的 12 月延迟 3 个月。而本次反常气候如能在 3 月实现正常化，预计要看到美国经济数据实现强劲反弹恐将延迟到 4 月。其二，异常疲弱的零售数据值得高度关注，应不完全由天气造成。如前所述，2013 年四季度以来，零售数据逐月走软。进一步从表 2 可知，“除汽车以外的零售”在 2013 年 12 月的环比增长显著弱于前两个寒冬，且是较历史均值负向偏离；同时，今冬寒流的到来也未能给“无店铺销售”带来快速的意外增长，12 月仅环比增长 1.34%，1 月环比负增长 0.56%，而在 2000 年 12 月和 2009 年

12 月，“无店铺销售”分别环比增长 4.12%和 1.35%。也就说，今冬的消费旺季，美国只收获了一个非常疲弱的零售数据。造成这个局面的原因除了天气因素导致的消费下降和取暖支出替代及联邦政府停摆的滞后影响外，还有两个重要因素，一是个人可支配收入同比增速的持续下滑（见图），12 月甚至同比下跌 1.61%，危机结束以来，美国个人可支配收入一直增长较慢，这恰是影响经济增长动力的一个重要因素，当前的增速下滑尤为需要警惕；二是紧急失业救济政策于 2013 年底到期结束，这对一季度的中低端消费也带来小幅影响。



数据来源：Wind 资讯，Bloomberg，中国工商银行城市金融研究所数据库，除特别注明外，下同。

图 1 个人可支配收入同比增速



表 2 部分经济指标的异常波动（一）

	2000-2001			2005-2006			2009-2010			2011-2012			2013-2014		
	月份	环比	离差	月份	环比	离差	月份	环比	离差	月份	环比	离差	月份	环比	离差
新屋开工	12	-1.23	-1.18	12	-7.13	-7.07	12	-1.19	-1.14	12	-2.39	-2.34	12	-4.81	-4.76
	1	4.44	4.69	1	13.99	14.24	1	5.68	5.93	1	4.18	4.43	1	-16.03	-15.78
	2	1.56	0.52	2	-6.78	-7.82	2	-1.63	-2.68	2	-1.38	-2.43	2		
	3	-2.15	1.67	3	-7.08	-5.41	3	5.30	6.96	3	-0.84	0.82	3		
新屋销售	12	11.70	10.37	12	2.06	0.73	12	-6.13	-7.47	12	3.67	2.34	12	-3.83	-5.17
	1	-4.78	-3.87	1	-5.25	-4.34	1	-1.99	-1.08	1	-0.29	0.62	1	9.6	10.51
	2	2.88	4.08	2	-9.63	-8.43	2	-2.61	-1.41	2	8.28	9.48	2		
	3	-2.49	-0.78	3	5.18	3.42	3	13.39	11.63	3	-4.64	-6.40	3		
除汽车以外的零售	12	0.44	0.11	12	-0.04	-0.37	12	0.69	0.36	12	-0.64	-0.97	12	0.28	-0.05
	1	0.37	0.01	1	2.41	2.05	1	-0.17	-0.53	1	1.05	0.69	1	-0.01	-0.37
	2	-0.18	-0.59	2	-0.04	-0.45	2	0.67	0.26	2	1.24	0.83	2		
	3	-0.85	-1.39	3	0.30	-0.24	3	0.96	0.42	3	0.75	0.21	3		
无店铺销售	12	4.12	3.60	12	1.48	0.96	12	1.35	0.83	12	-1.87	-2.39	12	1.34	0.82
	1	-6.25	-6.84	1	-0.57	-1.16	1	1.01	0.42	1	-1.76	-2.35	1	-0.56	-1.15
	2	-1.82	-2.70	2	1.86	0.98	2	-0.16	-1.04	2	2.46	1.58	2		
	3	0.86	0.42	3	3.17	2.73	3	1.43	0.99	3	0.13	-0.31	3		

注：“环比”为对应月度指标的月环比变动情况，单位为%；“离差”为对应月度指标的月环比变动与近 15 年对应月份该指标月环比变动的均值之差。

表 3 部分经济指标的异常波动（二）

	2000-2001			2005-2006			2009-2010			2011-2012			2013-2014		
	月份	当月	月度差异	月份	当月	月度差异	月份	当月	月度差异	月份	当月	月度差异	月份	当月	月度差异
产出指数 公用事业	12	95.02	2.13	12	99.54	3.11	12	100.36	4.36	12	96.63	-3.56	12	102.86	-1.43
	1	93.00	-2.02	1	91.47	-8.07	1	100.77	0.40	1	95.49	-1.14	1	107.06	4.19
	2	91.11	-1.88	2	94.39	2.91	2	102.16	1.39	2	96.31	0.82	2		
	3	90.82	-0.29	3	97.46	3.07	3	99.47	-2.69	3	95.75	-0.56	3		
出指数 采矿业产	12	102.97	-0.19	12	96.32	2.06	12	94.81	-1.08	12	112.58	0.81	12	123.81	2.15
	1	103.21	0.24	1	98.37	2.05	1	96.79	1.98	1	112.99	0.41	1	122.75	-1.06
	2	104.27	1.06	2	97.63	-0.74	2	97.97	1.18	2	112.41	-0.59	2		
	3	104.40	0.14	3	97.75	0.12	3	99.05	1.08	3	111.60	-0.81	3		
就业 新增非农	12	13.80	-8.50	12	15.80	-17.70	12	-22.00	-19.90	12	23.00	5.60	12	8.40	-19.00
	1	-3.20	-17.00	1	27.40	11.60	1	-1.30	20.70	1	36.00	13.00	1	12.90	4.50
	2	6.90	10.10	2	31.60	4.20	2	-4.00	-2.70	2	22.60	-13.40	2	17.50	4.60
	3	-2.90	-9.80	3	28.00	-3.60	3	15.40	19.40	3	24.30	1.70	3		
失业救济 首次申领	12	173.00	39.30	12	158.20	31.30	12	194.00	-4.10	12	189.10	32.10	12	143.50	-20.20
	1	136.00	-37.00	1	118.30	-39.90	1	240.50	46.50	1	150.70	-38.40	1	133.20	-10.30
	2	148.50	12.50	2	116.30	-2.00	2	194.20	-46.30	2	146.70	-4.00	2	135.30	2.10
	3	193.60	45.10	3	120.70	4.40	3	187.10	-7.10	3	182.60	35.90	3		

注：“当月”为对应指标的月度实际发生值，其中“新增非农就业”和“首次申领失业救济”的单位为“万人”。“月度差异”为当月发生值较前一个月发生值的变化。



（三）2014 年房地产市场对经济增长的拉动力将下降

美国房地产行业自 2012 年开始触底反弹，成为近两年美国经济持续复苏的重要动力，但 2013 年末房地产和建筑业的诸多指标却出现了快速恶化。如前所述，极寒天气是导致数据不良的重要推手，但我们认为房地产市场自身的增长动力也确实出现放缓迹象，2014 年房地产市场对美国经济的拉动作用将会下降，原因主要有两方面：

其一，房价走势已进入平台期，建筑商对市场的乐观情绪在下降。标准普尔/CS20 个大中城市房价指数衡量，2012 年 1 月以来，美国大中城市房价已累计上涨 23%（见图 2），从 2013 年 8 月以来，美国房地产价格开始进入平台期，基本停止了上涨步伐。与此同时，反映建筑商乐观情绪的 NAHB/富国银行住房市场指数也从 8 月开始同步下降，虽然 12 月和 1 月有所反弹，但 2 月大幅下挫至 46，虽然这也受到恶劣天气的影响，但亦表明当前建筑商的悲观情绪已然抬头。与房价上涨停滞和建筑商情绪走低相对应，营建许可也自 10 月开始逐月下降（见图 3）。综合来看，未来建筑商在新建住宅方面的投资力度将趋于下降。

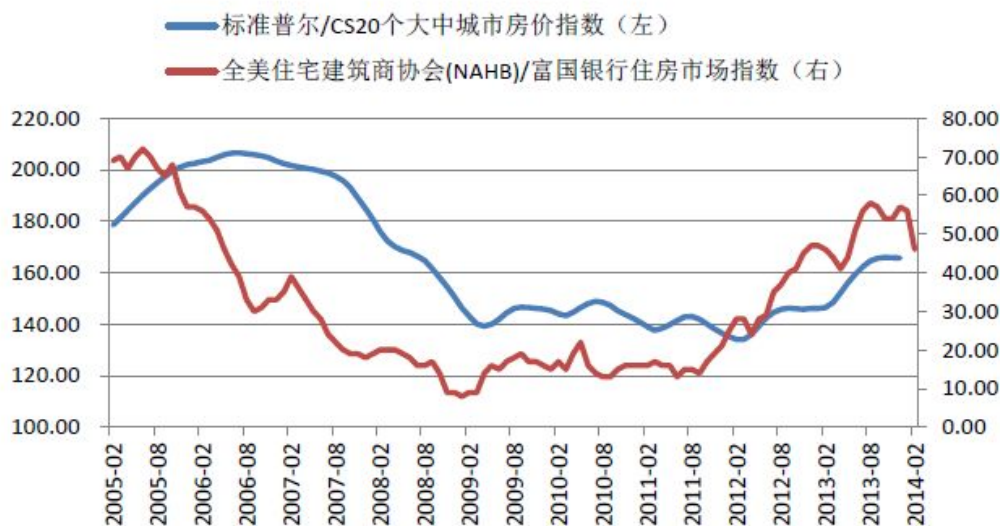


图 2 美国房地产市场指数

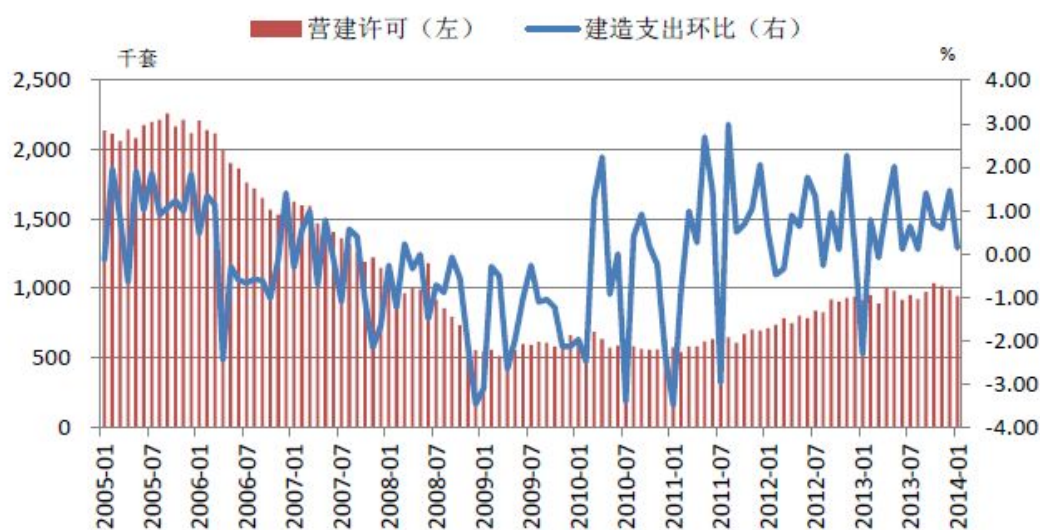


图 3 营建许可和建造支出走势

其二，成屋销售持续下跌，反映市场需求走弱。成屋销售自 2013 年 8 月开始逐月环比下跌，仅在 12 月小幅增长（见图 4），这恰恰说明房市购买活动降温早于极寒天气的到来。导致成屋销售走软的原因主要有三方面：一是房价已有一定累积涨幅，对购房需求产生一定抑制作用；二是 30 年期按揭贷款利率在 2013 年上涨了 110 个基点，在一定程度上打击了美国普通民众的购房意愿；三是机构投资者的购买意愿也不断降低。根据 RealtyTrac 的统计，机构投资者对美国房市的购买力自 2013 年初触顶后呈现震荡走低的趋势（见图 5）。自金融危机以来，美国成屋销量一直高于新屋销量，该指标的持续下滑是美国房地产市场需求走弱的重要代表。加之今年美联储将逐步缩减资产购买规模，按揭贷款利率趋向进一步走高，也将对购房需求形成打击。



图4 成屋销售情况

数据来源: <http://wallstreetcn.com/node/78732>。

图5 机构投资者占美国住宅销售的比例

基于上述供、需两方面原因,我们认为近期房地产市场数据表现不佳并非仅是极寒天气造成,其自身增长动能亦出现下降。已经连续两年成为美国经济增长最大亮点的房地产市场在 2014 年的热度将会降温,对经济增长的拉动作用将趋

减弱。但减弱并不意味着会变成拖累，由于当前房地产市场的供给和需求的收缩是同步的，意味着供需相对平衡，同时成屋库存仍在逐步降低，以及海外购房需求仍持续增长等因素也将对市场形成支撑，所以预计 2014 年美国房地产市场将保持相对平稳，房价进入平台期，房屋销售增速将整体放缓。

综上，我们认为近期诸多经济数据表现不佳的主要原因仍在于极寒天气的干扰，但房地产市场增长动能确实已出现弱化，同时因家庭收入增长缓慢和紧急失业补贴终止等因素导致的零售增长乏力也需要更多关注。一季度可能将成为全年经济增速低点，主要指标有望在 4 月后出现明显反弹。而随着天气转暖，取暖支出的下降也将有望提振零售。

二、3 月美联储议息会前瞻

美联储货币政策委员会（FOMC）将于美国东部时间 3 月 18-19 日召开本年度第二次议息会，这是耶伦继任美联储主席后首次主持该会议并将在会后召开新闻发布会，同时该次会议还将公布美联储最新的经济预测数据。因此，本次会议将是耶伦在货币政策执行上的重要节点。而我们更关心的则是美联储会否进一步收缩资产购买规模，以及前瞻利率指引会否调整？这将取决于 FOMC 投票成员对未来美国经济走势的判断，而耶伦的态度自然是重中之重。虽然耶伦近期表示美国经济远未达到美联储的目标水平，但她在 2 月 27 日参议院听证会上也再次重申，如果前景发生重大改变，美联储才会重新考虑放缓缩减 QE 的步伐。我们将“重大改变”理解为在天气因素消退后，美国主要经济指标未能出现实质性反弹。因此，以下几方面是我们预判 FOMC 政策决议的基础：

首先，恶劣天气是造成近期诸多经济指标表现不佳的主要原因，并将对一季度美国经济造成显著影响，但这种影响将是暂时的，主要经济指标有望在二季度，特别是 4 月后出现强劲反弹。

其次，美国经济的内生增长动力依旧不足，特别是零售和房地产市场增长势头呈现走软态势，而且就业市场的结构性问题仍未改善。新公布的 2 月新增非农就业职位达到 17.5 万人，较 1 月明显改善且远好于市场预期，这固然是个好消



息，暗示在天气因素消退后就业市场有望获得更大改善，但我们认为不应对 2 月非农就业数据报以太过乐观的情绪。原因有三：一是本次劳工部非农就业数据与先期发布的 ADP 就业数据存在一定偏差，2 月 ADP 就业增长 13.9 万人，较市场预期少了 1.6 万人，因此未来新增非农就业数据存在较大下修可能；二是在劳动参与率仍维持 63% 不变的情况下，失业率小幅上升至 6.7%；三是 FOMC 高度关注的长期失业人数占比和非自愿兼职人数占比仍未改善，前者从 1 月的 36% 上升至 37%，后者仍维持在 27% 的水平。因此，2 月非农就业数据只能说明当前美国就业好于市场预期，没有因恶劣天气等因素的冲击再次大幅下挫，但其固有的结构性问题仍未改观。

第三，美国经济仍面临通胀水平过低的风险。FOMC 高度关注的通胀指标——个人消费支出（PCE）仍处于较低水平，在极寒天气导致的能源价格走高的带动下，2014 年 1 月 PCE 同比增长 1.2%，小幅高于 2013 年 12 月的 1.1%。但是核心 PCE 却较 12 月下降 1 个百分点，仅为 1.1%。这一迟迟不见改善的通胀水平是 FOMC 不得不考虑的风险因素。

第四，FOMC 成员已就逐步退出 QE 达成高度一致立场。在 12 月启动 QE 退出计划的投票中还有一位成员认为时机尚不成熟而投了反对票，到了 1 月末已变成 FOMC 成员全票通过再缩减 100 亿美元的资产购买规模，而彼时天气影响已经显现。这说明当前 FOMC 成员已就退出 QE 达成高度共识，不发生重大不利变化，其政策方向不会发生改变。

基于上述判断，我们认为当前 FOMC 退出量化宽松的态度很坚决，不会因天气因素的短期冲击而调整退出 QE 的节奏，3 月 FOMC 会议继续缩减资产购买规模将是大概率事件。而且 4 月还有一次 FOMC 会议，彼时 FOMC 可以做出更充分的判断。因此，本次会议的缩减规模很可能仍将维持在 100 亿美元（自 4 月起），长期国债和 MBS 的购买规模各减少 50 亿美元，在今年内完全终止资产购买的预期不变。同时，FOMC 在本次会议上可能不会就远期利率指引做出明确修改，一是失业率的小幅上升给 FOMC 是否调低 6.5% 的失业率门槛提供了更多观察时间；

二是就业市场仍未发生实质性改变，较低的通胀水平也支持超低利率继续到 2015 年下半年。远期利率指引修改可能需要待劳动参与率、长期失业人数占比和非自愿兼职人数占比等重要结构性数据出现实质改变后才会发生。

需要关注的是，如果本次 FOMC 会议再次将长期国债购买规模削减 50 亿美元，那么从 4 月起，美联储购买长期国债的规模将降至 300 亿美元。根据美国财政部 2014 年上半年的发债计划，美联储购债规模占财政部新发长期债（7 年期以上）的比例将持续低于 50%（见图 6），长期国债收益率的上行压力恐将随之增大。受乌克兰动荡局势影响，美债避险需求激增，今年年初以来，10 年期国债收益率反而大幅下降了 44 个基点。短期来看，在乌克兰局势不明朗和美联储进一步收缩资产购买规模的共同影响下，美国长期国债收益率的波动性将增大，如果乌克兰紧张局势能较快平息，长期美债收益率或将面临大幅上扬的壓力。

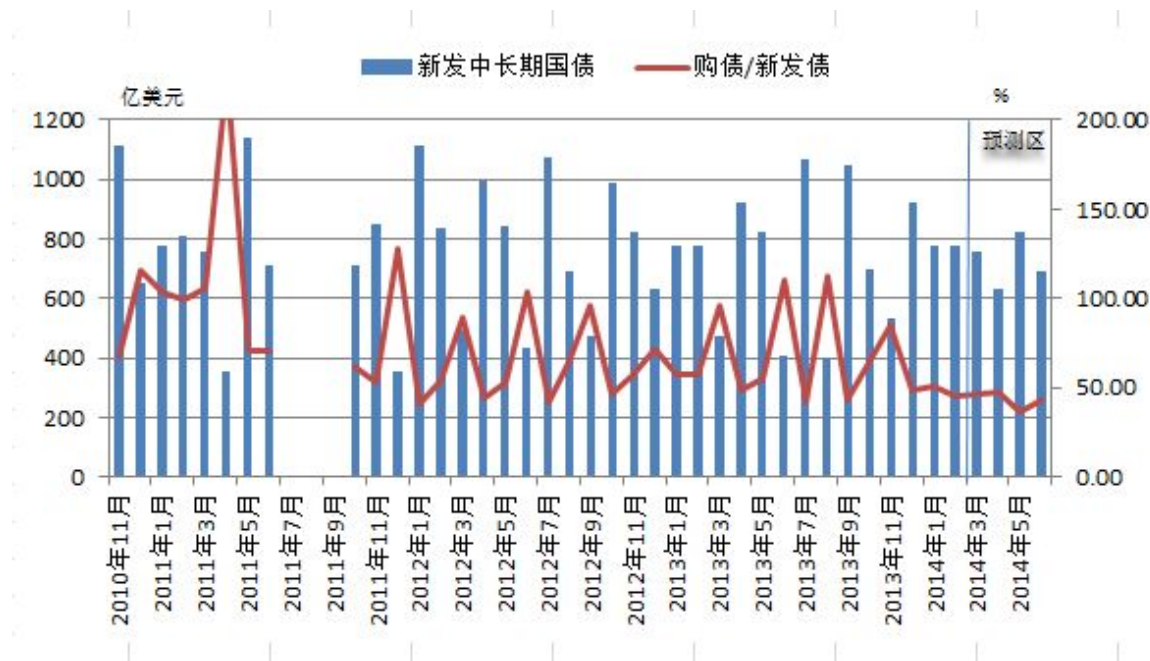


图 6 美联储购债占比及财政部新发债规模