

專欄1：Fed緊縮貨幣政策對美債殖利率曲線及美國經濟金融之影響分析

2022年COVID-19疫情爆發後，美國政府推出大規模財政刺激及貨幣政策以推升總合需求，惟經濟在負向供給衝擊下，總合供需失衡，導致美國通膨率創下40年新高。Fed為抑制高通膨率，於2022年3月啟動緊縮貨幣政策，其後於6月至11月4次升息各3碼，導致短天期利率升幅迅速大於長天期，殖利率曲線出現倒掛。由於歷史上美國公債殖利率曲線出現倒掛後，常伴隨經濟衰退，而本次倒掛截至2023年底已逾14個月，是否會再次成為美國經濟步入衰退之預警指標，引發市場關注。本專欄分析Fed貨幣政策對美債殖利率曲線及美國經濟金融之影響，將聚焦於Fed緊縮貨幣政策導致殖利率曲線出現倒掛，探討貨幣政策、殖利率曲線型態與經濟成長之關係，以及Fed緊縮貨幣政策及美債殖利率曲線對美國金融情勢及全球金融循環之影響。

一、Fed緊縮貨幣政策以抑制高通膨，導致公債殖利率曲線迅速出現倒掛且幅度大

美國整體PCE通膨率於2022年初突破6%，6月一度攀升至40年新高之7.1%¹，促使Fed於2022年3月啟動強力升息循環，將政策利率快速提高至限制經濟活動之水準(圖A1-1)，同期間10年期與3個月期殖利率曲線迅速平坦化，如次頁圖A1-2粉紅色柱狀體所示，2022年3月Fed啟動升息後數月，10年期及3個月期美國公債利差(右軸)由高點231個基點(2022/5/6)大幅縮小至接近0(2022/10/26)，並在啟動升息約半年後(2022/10/27)出現倒掛。相較於1990年代以來幾次升息經驗，本次殖利率曲線出現倒掛之時間點更快且幅度更大。

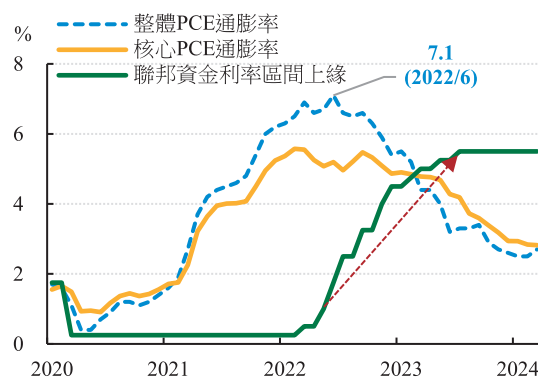
二、美國貨幣政策、市場預期與公債殖利率曲線在本次升息週期之轉折變化

疫情後通膨上揚主要反映複雜的總合供需失衡問題，增添Fed及市場對政策及經濟預測之難度，例如自Fed啟動升息迄今，曾數次出現市場預期與Fed政策不同調之情形，間接造成金融市場波動加劇，加上殖利率曲線亦出現轉折變化，更為Fed貨幣政策帶來挑戰。以下依美國重要經濟情勢之四次轉折(次頁圖A1-2)，說明四個階段殖利率曲線反映貨幣政策及市場預期之變動過程：

(一) 第一階段(2022/3-2022/10)：曲線快速平坦化

在Fed強力升息下，短天期利率大幅攀升，但長天期利率升幅較小，反映市場擔憂經濟前景，使長天期利率上升後下滑，其後隨市場修正衰退預期才止

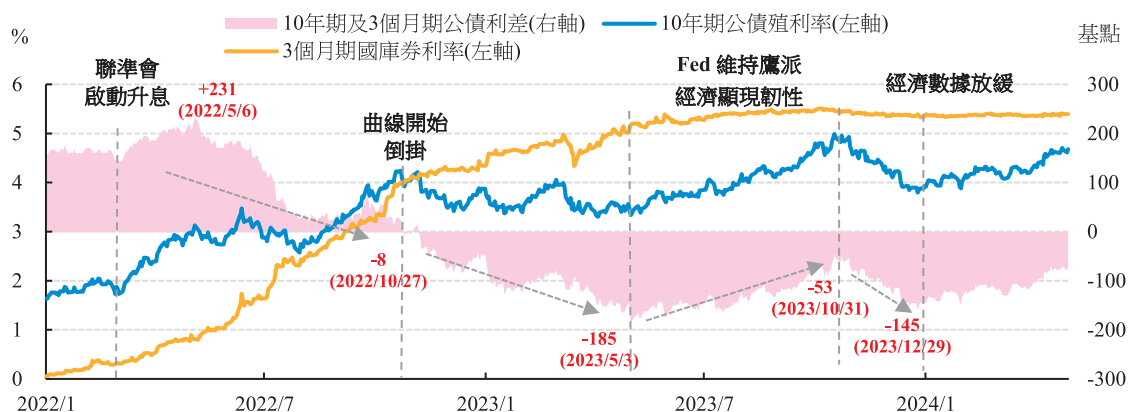
圖A1-1 美國通膨及Fed政策利率



資料來源：Bloomberg。

跌回升。

圖 A1-2 2022年以來10年期與3個月期美債殖利率及利差



註：圖中紅色數值係特定日期所對應之10年期及3個月期公債利差，如2022年10月27日兩者利差為-8個基點、2023年5月3日兩者利差為-185個基點。

資料來源：Bloomberg。

(二) 第二階段(2022/11-2023/5)：曲線倒掛且幅度持續加深

此階段通膨居高，Fed維持鷹派，惟2022年底經濟降溫，加以2023年3月發生矽谷銀行(Silicon Valley Bank, SVB)倒閉事件，市場預期Fed年底將降息，長天期利率下跌，倒掛幅度加深。

(三) 第三階段(2023/5-2023/10)：曲線倒掛幅度快速縮小

因美國經濟展現韌性，Fed政策基調維持較高利率更長一段時間(higher for longer)，市場因而修正原先對經濟前景偏弱的預期，加以外界對美國財政情勢產生疑慮，債市供需失衡，長天期利率快速攀升。

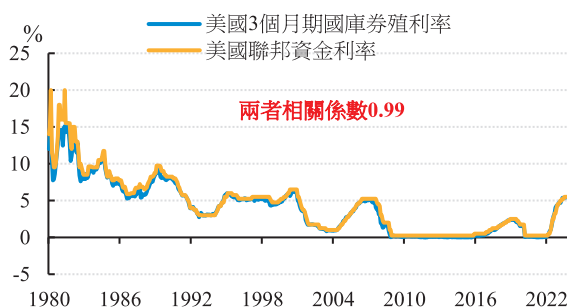
(四) 第四階段(2023/11-2023/12)：曲線倒掛幅度再度擴大

由於美國就業市場及通膨均出現放緩跡象，2023年11月初美國聯邦公開市場委員會(FOMC)會後記者會中，Fed主席淡化利率估測點圖預估可能再升1碼之訊息，市場預期Fed升息週期應已結束，長天期利率自高點回落。

三、貨幣政策、殖利率曲線型態與經濟成長之關聯

Fed透過貨幣政策及政策傳遞效應，影響殖利率曲線水準，進而影響不同部門之實質需求及金融市場各項資產價格，例如短天

圖A1-3 3個月期國庫券殖利率及聯邦資金利率



資料來源：Bloomberg。

期利率走高通常不利消費信貸，並帶動美元走升，而中長期利率上揚則不利企業及房市投資，且將對股市評價、市場風險偏好及金融情勢帶來明顯負面影響。自本次Fed啟動升息循環以來，因整段殖利率曲線上移，已對不同部門之經濟表現產生負面效果。

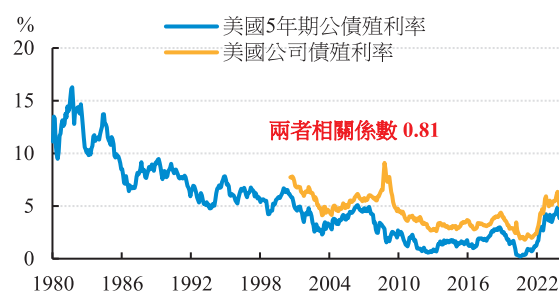
(一) Fed透過貨幣政策影響債券殖利率曲線之短、中及長期利率，進而影響實體經濟²

1. 短天期殖利率主要受貨幣政策方向所主導(圖A1-3)，其利率水準影響美國消費者之汽車貸款或信用貸款等支出。
2. 中天期殖利率影響企業籌資成本。美國企業之資本支出週期多落於5年左右，並常透過發行公司債籌資，借款利率參考中期利率(5年期)指標進行加碼。中期利率上升將推升企業成本(圖A1-4)，使其更加審慎評估資本支出計畫。
3. 長天期殖利率影響美國房地產市場活動，如美國房貸利率係以10年期公債殖利率為主要參考指標，並依個人信用及資產狀況進行利率加碼，故長天期利率上升將帶動房貸利率上揚(圖A1-5)，對房市景氣通常會帶來抑制作用。

(二) 歷史經驗亦顯示，Fed升息過程導致製造業景氣走弱，但服務業部門是否萎縮才是美國經濟衰退之重要關鍵

1. 本次Fed啟動升息循環，導致美國ISM製造業指數於2022年11月跌破榮枯值並連續16個月低於50，惟同期間美國ISM非製造業指數仍維持在50以上(圖A1-6)，代表美國就

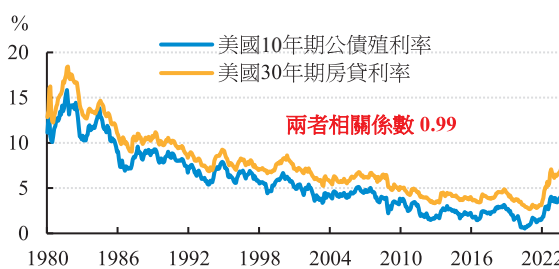
圖 A1-4 5年期公債殖利率及美國投資等級公司債殖利率



註：美國公司債指數自2000年8月始有殖利率資料。

資料來源：Bloomberg。

圖 A1-5 10年期公債殖利率及30年期固定房貸利率



資料來源：Bloomberg。

圖 A1-6 Fed升息週期及美國ISM非製造業指數



註：灰色陰影係NBER定義之經濟衰退期間；綠虛線為ISM非製造業指數之榮枯線，高於50代表非製造業景氣處於擴張期，低於50代表非製造業景氣處於緊縮期。

資料來源：Bloomberg。

業市場(尤其是服務業部門)仍強健，勞動所得持續成長，此係Fed啟動升息以來，經濟展現韌性之主因。

2. 然而近期非製造業指數雖仍呈擴張，但水準低於過往，其未來走勢係美國經濟能否達成軟著陸之重要關鍵。

(三) 民間財富所得穩健成長為美國經濟在本次升息週期仍展現韌性之主要原因

1. 2020至2021年美國財政部推出逾5兆美元之財政紓困方案(約當GDP之23%，詳見表A1-1)，致家庭部門儲蓄率大幅攀升³，而Fed緊急調降政策利率至0-0.25%，並於2020年6月實施無限量資產購買計畫(unlimited QE)，在2020至2022年期間共購買4.9兆美元美債。家庭部門因而累積大量超額儲蓄，有助於商品消費需求及解封後之服務消費需求，消費迅速成長，支撐企業獲利，使經濟具有韌性，顯見財政刺激及寬鬆貨幣政策之重要性。

表 A1-1 美國財政紓困規模及Fed資產增幅

	全球金融危機	COVID-19疫情期間
財政紓困方案規模 (約當GDP之比重)	0.83兆美元 ¹ (5%)	5.0兆美元 ² (23%)
Fed資產規模增幅 (事件發生後2年期間)	1.39兆美元 (約增加153%)	3.68兆美元 (約增加70%)

註：1. 「美國復甦及再投資法案(ARRA)」。

2. 包含「冠狀病毒援助、救濟和經濟安全法案(CARES)」及「2021年美國援助計畫法案(ARPA)」等。

資料來源：Bloomberg。

2. 勞動市場緊俏，企業釋出職缺數持續遠高於失業人數，推動工資上升，進而帶動消費支出持續成長。
3. 除薪資所得持續成長外，升息將對家庭部門產生所得及財富效果。例如，短天期利率高漲，家庭部門如將超額儲蓄投資於短天期資產，可賺取較高利率，而負債(房貸等)因已鎖定在先前較低之利率水準，有助於個人可支配所得增加⁴，進而帶動消費。此外，家庭部門之不動產淨值較疫情前大幅增加，且淨財富資產主要來源之股權資產，近年來價格亦屢創新高(尤其科技股)，進一步推升消費動能。

(四) Fed將利率維持於限制性水準較長一段期間，金融情勢趨緊將影響國內消費動能

1. 自2022年3月Fed強力升息並於6月進行縮表以來，美國金融情勢持續呈現緊縮。高盛編製之金融情勢指數⁵於2022年10月快速攀升至100.54，其後金融情勢略趨緩和，但仍維持相對高點，並於2023年10月底升至100.68之高點(圖A1-7)，主要反映當年3月矽谷銀行倒閉事件影響及Fed續持鷹派立場。2023年11月至12月底，由於Fed多位官員釋出金融情勢緊縮或可替代Fed升息之訊息，加以美國經濟出現放緩跡象，市場預

期Fed升息循環可能已達最高點，美債殖利率自高點回落，金融緊縮情勢趨緩。

2. 觀察美國多項貸款延遲繳款指數，2022年以來家庭部門面對銀行緊縮信貸標準及借貸成本攀升，各項債務延遲還款率已出現上升現象，一旦此趨勢延續，未來將影響銀行信貸成長，進而波及消費動能及影響經濟韌性。

四、Fed緊縮貨幣政策及美債殖利率對美國金融情勢及全球金融循環之影響

自Fed啟動升息循環以來，隨美國與全球金融情勢起伏，全球金融循環震盪，且金融資產價格波動加劇⁶(圖A1-8)。

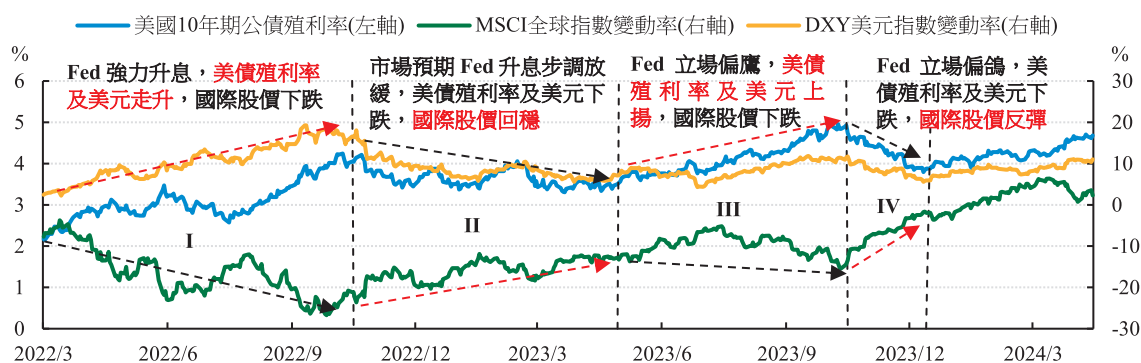
圖A1-7 高盛美國金融情勢指數(FCI)



註：FCI旨在衡量美國金融情勢緊俏程度，其組成成分及權重如下：(1)短天期利率(4.4%)；(2)長天期利率(45.1%)；公司債及公債殖利率利差(39.6%)；(4)股票(4.9%)；(5)貿易加權匯率指數(6.0%)。高盛FCI將2000年迄今金融情勢緊俏程度平均值設定為100，指數越高，代表金融情勢越趨緊俏，越低則代表金融情勢越趨緩和。

資料來源：Bloomberg。

圖 A1-8 美債、美元指數及國際股市動向



資料來源：Bloomberg。

1. 2022年3月至10月底間，Fed強力升息導致美債殖利率及美元走升，國際股價下跌，全球金融循環呈緊縮。
2. 2022年11月至2023年5月間，市場預期Fed升息步調放緩，美債殖利率及美元下跌，國際股價回穩，全球金融循環轉呈寬鬆。
3. 2023年5月至10月底間，因美國經濟具韌性，Fed立場偏鷹，市場亦認同Fed將維持較高利率更長一段時間，美債殖利率攀升，美元指數走強、股市承壓，全球金融循環轉呈緊縮。
4. 2023年11月至12月底，長債殖利率上揚造成金融情勢高度緊俏，Fed多位官員釋出金融情勢緊縮或可替代Fed升息之訊息後⁷，市場因而預期Fed升息循環可能結束，加以

美國經濟出現放緩跡象，美債殖利率自高點回落，美元走弱，全球股價再度反彈，金融循環又呈擴張，金融緊縮情勢趨緩。

五、結語

- (一) Fed透過貨幣政策影響短、中及長天期殖利率，進而影響實體經濟。其中，短天期殖利率主要受貨幣政策方向所主導，影響消費者之汽車貸款或信用貸款等支出，中天期殖利率影響企業籌資成本，長天期殖利率則影響美國房地產市場活動。
- (二) 本次Fed為對抗通膨啟動升息循環，導致美債殖利率曲線倒掛時間較早且幅度大，惟美國經濟仍展現韌性。究其原因，除疫情期間民間儲蓄因財政刺激方案而大幅攀升外，勞動市場緊俏及資產價格上漲的所得及財富效果，亦為民間消費及企業獲利得以持續成長的重要因素。考量Fed已將政策利率提高至限制性水準，帶動殖利率曲線上移，致金融情勢趨緊，未來景氣及民間消費是否亦會因高利率水準之緊縮效果而趨緩，為美國經濟能否達成軟著陸之重要關鍵。
- (三) 近年來，由於市場對Fed對抗通膨的決心、經濟韌性及通膨僵固性等議題，常存有不同看法，使長天期殖利率變動劇烈，波動度甚至大於股價，不利Fed貨幣政策的傳遞效果及金融穩定。近期Fed強化對殖利率及金融情勢與貨幣政策走向的市場溝通，避免市場對Fed的利率估測點圖出現過度反應，期使殖利率走勢能發揮傳遞政策效果之功能。

註：1. 2020年疫情爆發，導致商品供應鏈瓶頸，推動美國通膨於2021年明顯上升；之後隨疫情緩解與經濟重啟，服務需求增加，通膨攀升問題日益嚴峻；2022年2月爆發俄烏戰爭，使供應鏈瓶頸更加惡化，原油等商品價格居高不下。

2. 參見Federal Reserve (2021), "The Fed Explained What the Central Bank Does," *Public Education & Outreach*, August。

3. 2000至2019年家計部門儲蓄率平均值為5.2%，惟2020至2021年美國財政部推出大規模財政紓困方案，對個人發放每人3,200美元紓困金及調高失業給付等政策，致家計部門儲蓄率大幅曾攀升至2020年4月之歷史高點32.0%，其後家計部門動用該儲蓄，使儲蓄率逐步降低，2023年12月降至3.9%，2024年4月進一步降至3.2%。

4. 2023年10月底新承做30年期固定房貸利率接近8%，惟流通在外房貸利率平均僅約3.5%。此外，2023年9月底家庭部門資產規模達164.8兆美元，負債規模僅18.8兆美元，淨財富資產達139.9兆美元，代表可創造利息等所得的資產規模遠大於須支付利息之負債規模，有助於個人所得穩定成長。

5. 高盛之美國金融情勢指數成分包含：(1)短天期利率、(2)長天期利率、(3)公司債及公債殖利率利差(信用利差)、(4)股票、(5)貿易加權匯率指數。其中，利率上升及信用利差擴大、股市下跌及美元升值，指數將呈上升，並代表金融情勢更為緊俏(參見Hatzius, Jan and Sven Jari Stehn (2018), "The Case for a Financial Conditions Index," *Global Economics Paper*, Goldman Sachs, July; Davies, Gavyn and Executive Chairman (2023), "The Rising Importance of Financial Conditions for Fed Policy," *Fulcrum*, November)。

6. Fed貨幣政策除影響美債殖利率水準外，尚影響美元與市場風險趨避程度，三者交互作用構成全球共同因素，影響全球風險性資產價格及資本移動方向，造成全球金融循環現象，請參見中央銀行 (2022)，「美國貨幣寬鬆或緊縮情勢與全球金融循環之關係」，央行理監事會後記者會參考資料，9月。

7. 2023年9月FOMC之點陣圖顯示，年底前可能再升息1碼，惟其後主席Powell表示點陣圖的效力會隨著時間而消退，較長天期公債殖利率上揚，導致金融情勢緊俏，若此情勢持續，或許可替代Fed升息。參見FOMC (2023), "Minutes of the Federal Open Market Committee, October 31–November 1, 2023," November; Logan, Lorie (2023), "Financial Conditions and the Monetary Policy Outlook," *Reserve Bank of Dallas*, October。