美债利率与经济背离之谜

——宏观经济周度观察

投资周报

2020 年 5 月以来，长端美债利率与美国 PMI 等经济指标之间的缺口一直没有收窄。把时间拉长，可以看到，次贷危机后，美债利率和经济增速存在长期的背离。次贷危机之后，美国经济增速回升，甚至有些年份达到了次贷危机之前的水平，但是美债收益率上升幅度却没有那么高。原因在于，自然利率和潜在经济增速不是一一对应的关系，影响自然利率的因素除了潜在经济增速，还有储蓄率、经济结构、投资意愿等因素。次贷危机后，储蓄率上升、安全资产需求增加、经济轻资产化垄断化等原因，导致了利率长期趋势和经济增速长期趋势的背离。

对于疫情后的美国经济和长债利率背离，期初人们认为是量化宽松以及 SLR 放松导致的，但是 3 月底 SLR 加强之后，长债并未如期上升。原因有多方面：第一，美国银行已经在 SLR 加强之前缩表留出空间，加上美联储扩大 ON RRP 对手方数量以及限额，减缓了美国银行资产负债表压力。第二，4 月日本进入新财年，加大了美债的购买。第三，美国 PMI 等经济指标下滑。我们认为这种背离存在微观交易的支持，但背后是一些根本性因素在改变，比如，预防性储蓄上升的同时对安全资产需求增加。

即使美国 PMI 等经济指标开始下滑，并不意味着美债利率已经到顶。虽然通胀不再是主要矛盾，但 taper talk 还会带动债券利率上升。然而，当真正实施 taper 时，由于经济增长预期恶化，债券利率反而会掉头向下，而不是继续向上。目前美国经济数据波动较大，这说明复苏尚不稳定，美国经济还需要观察一段时间，三季度讨论缩减购债可能是一个比较好的时间点，具体实施还要推迟几个月，即使如此，这个进程已经大大快于次贷危机后的货币条件收紧。

Taper 时债券利率会掉头向下，不仅因为货币收紧恶化经济增长预期，这次还有和次贷危机不一样的地方。这一次经济危机和前几次很大的不同是，美国企业和居民的资产负债表没有受损，这一方面意味着经济可以快速恢复，另一方面也意味着经济增长的长期动能可能不足。疫情前，美国企业杠杆率就已比较高，这次经济危机下美国企业没有去杠杆，还不断地加杠杆，美国企业的债务压力将长期存在，这也意味着美国经济未来加杠杆的空间不是很大，这会抑制自然利率回升。疫情后的 2020 年美国居民加杠杆可能只是 GDP 收缩的结果。GDP 回到到常态后，经历了十年去杠杆的美国居民能否加杠杆？次贷危机后的美国居民去杠杆，是预防性储蓄以及老龄化等原因导致的，同时，从储蓄结构来看，高收入人群的贡献较大，这又和贫富差距扩大有关。这些因素短期难以改变。虽然美国居民的资产负债表已经大幅改善，美国居民能否重启大幅加杠杆，仍是个问题。

未来可能出现这种情景：货币条件收紧快于以往，但收紧强度弱于以往。由于疫情缓解带来的自然利率回升快于传统经济危机时，货币条件的收紧也会快于以往经济危机时。然而，由于此次经济危机美国企业没有去杠杆，美国经济严重依赖财政刺激，财政刺激消退后的自然利率可能低于疫情前，各种期限的利率或许很难回到疫情前中枢水平。

● **风险提示：疫情导致利率的影响因素发生变化**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：近期人民币升值非因美元
2021-05-30

投资周报：从影子价格看美联储决策
2021-05-23

投资周报：经济分歧的调和
2021-05-06

投资周报：近期美元资产价格波动的一个微观机制
2021-4-25

投资周报：产出缺口、产出增速缺口的不同含义
2021-4-18

投资周报：拜登财政政策的三层逻辑
2021-4-4

投资周报：季末资产再平衡效应？
2021-3-28

投资周报：几种测算合意美债利率的方法
2021-3-21

投资周报：一个分析通胀的新凯恩斯框架
2021-3-14

投资周报：务实的政府工作报告
2021-3-7

投资周报：当 TGA 缩减遇到 SLR 收紧
2021-2-28

目 录

1、 美债利率与经济背离之谜.....3
2、 国内高频数据观察.....6
2.1、 生产指标分化.....6
2.2、 商品房销量上升.....7
2.3、 猪肉价格继续下滑.....7
2.4、 货币市场利率下降.....8
2.5、 人民币汇率贬值.....8

图表目录

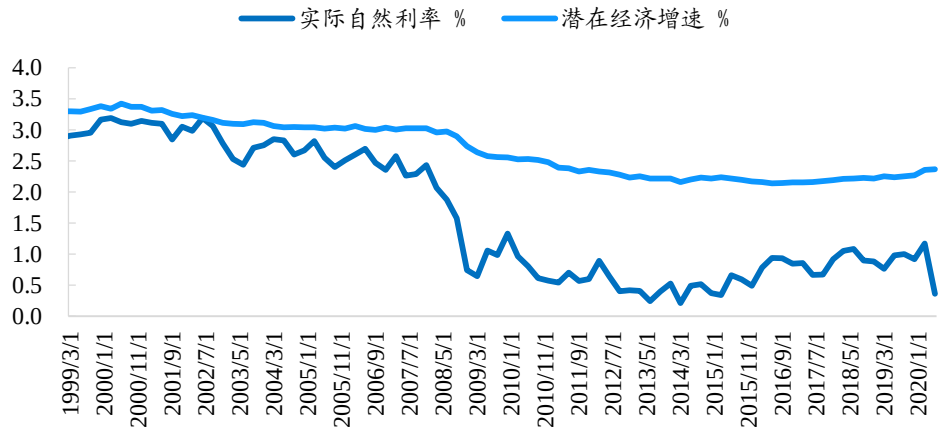
图 1: 次贷危机后美国自然利率和潜在经济增速的缺口扩大.....3
图 2: 2020 年 5 月之后美债利率和 PMI 存在缺口.....4
图 3: Taper 反而会使利率向下.....4
图 4: 两次危机之影子利率比较.....5
图 5: 本轮经济危机美国企业没有去杠杆.....5
图 6: 长期自然利率、短期自然利率与政策利率.....6
图 7: 高炉开工率略降.....7
图 8: 商品房周销量回升.....7
图 9: 猪肉价格继续下降.....8
图 10: 货币市场利率下降.....8
图 11: 人民币汇率贬值.....9

1、 美债利率与经济背离之谜

2020 年 5 月以来，长端美债利率与美国 PMI 等经济指标之间的缺口一直没有收窄。把时间拉长，可以看到，次贷危机后，美债利率和经济增速存在长期的背离。

次贷危机之后，美国经济增速回升，甚至有些年份达到了次贷危机之前的水平，但是美债收益率上升幅度却没有那么高。原因在于，自然利率和潜在经济增速不是一一对应的关系，影响自然利率的因素除了潜在经济增速，还有储蓄率、经济结构、投资意愿等因素。次贷危机后，储蓄率上升、安全资产需求增加、经济轻资产化垄断化等原因，导致了利率长期趋势和经济增速长期趋势的背离。

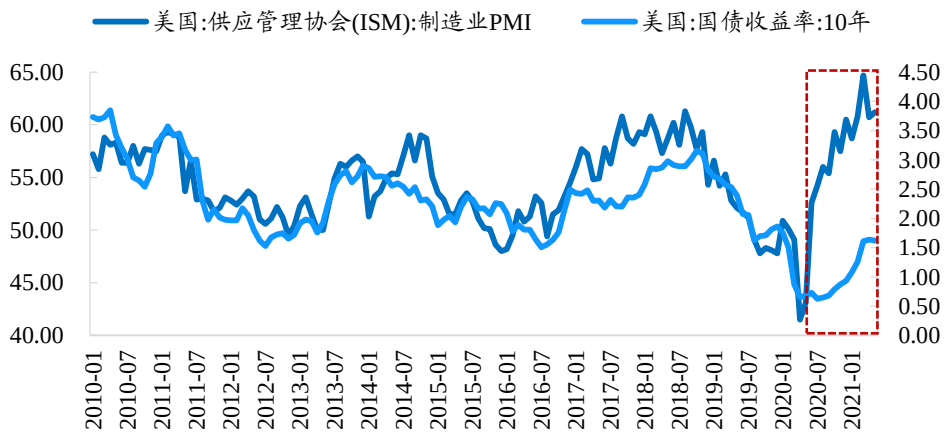
图1： 次贷危机后美国自然利率和潜在经济增速的缺口扩大



资料来源：Wind，新时代证券研究所

对于疫情后的美国经济和长债利率背离，期初人们认为是量化宽松以及 SLR 放松导致的，但是 3 月底 SLR 加强之后，长债并未如期上升。原因有多方面：第一，美国银行已经在 SLR 加强之前缩表留出空间，加上美联储扩大 ON RRP 对手方数量以及限额，减缓了美国银行资产负债表压力。第二，4 月日本进入新财年，加大了美债的购买。第三，美国 PMI 等经济指标下滑。

图2： 2020 年 5 月之后美债利率和 PMI 存在缺口

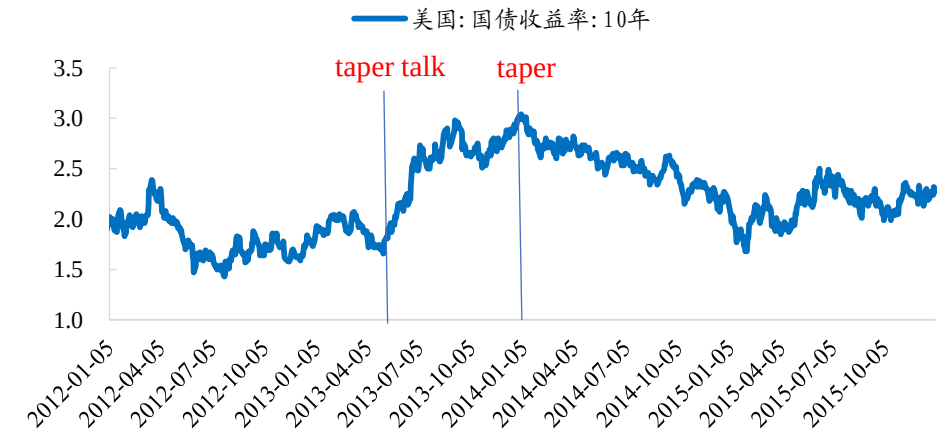


资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们认为这种背离存在微观交易的支持，但背后是一些根本性因素在改变，比如，预防性储蓄上升的同时对安全资产需求增加。这种缺口可能无法完全消除，就如次贷危机后自然利率和潜在经济增速的背离一样。

即使美国 PMI 等经济指标开始下滑，并不意味着美债利率已经到顶。虽然通胀不再是主要矛盾，但 taper talk 还会带动债券利率上升。然而，当真正实施 taper 时，由于经济增长预期恶化，债券利率反而会掉头向下，而不是继续向上。

图3： Taper 反而会使利率向下

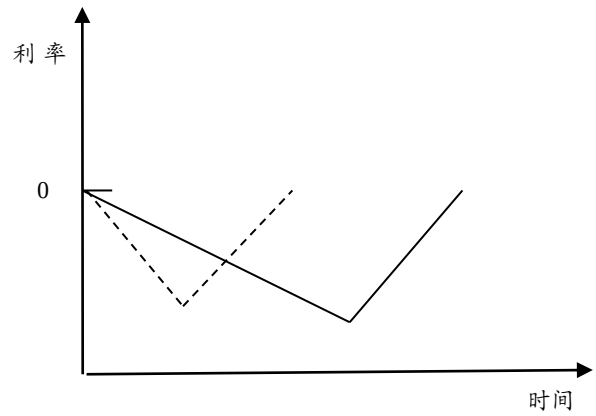


资料来源：Wind，新时代证券研究所

不管后续美国通胀如何走，债券已经充分定价通胀。TIPS 暗含的通胀预期在 2.5%，这会高估通胀预期，不过，即使剔除流动性风险溢价、通胀风险溢价，通胀预期也达到了 2%，未来十年平均通胀能达到 2%已经比较高，通胀预期已经充分定价，影响美债利率的核心是实际利率。

目前美国经济数据波动较大，这说明复苏尚不稳定，美国经济还需要观察一段时间，三季度讨论缩减购债可能是一个比较好的时间点，具体实施还要推迟几个月，即使如此，这个进程已经大大快于次贷危机后的货币条件收紧。

图4： 两次危机之影子利率比较



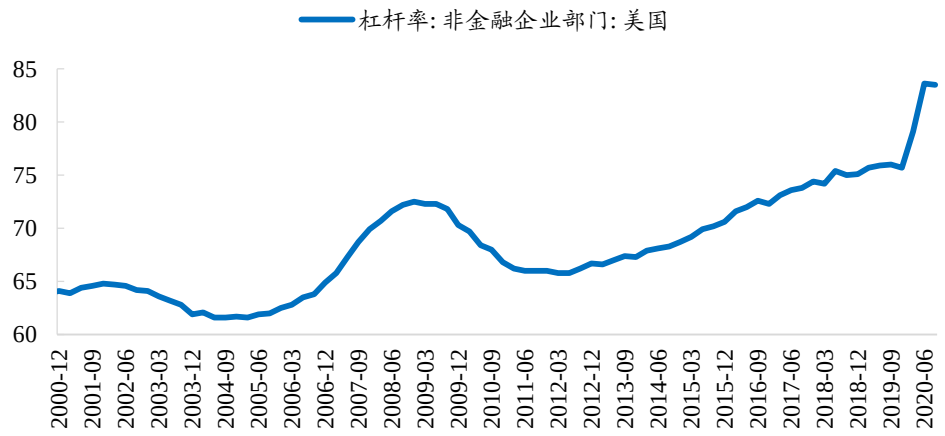
资料来源：新时代证券研究所；注：实线是次贷危机后的影子利率，虚线是疫情后的影子利率。

Taper 时债券利率会掉头向下，不仅因为货币收紧恶化经济增长预期，这次还有和次贷危机不一样的地方。

这一次经济危机和前几次很大的不同是，美国企业和居民的资产负债表没有受损，这一方面意味着经济可以快速恢复，另一方面也意味着经济增长的长期动能可能不足。

前几次经济危机，美国企业都会去杠杆，这次经济危机不一样。疫情前，美国企业杠杆率就已比较高，这次经济危机下美国企业没有去杠杆，还不断地加杠杆，美国企业的债务压力将长期存在，这也意味着美国经济未来加杠杆的空间不是很大，这会抑制自然利率回升。

图5： 本轮经济危机美国企业没有去杠杆



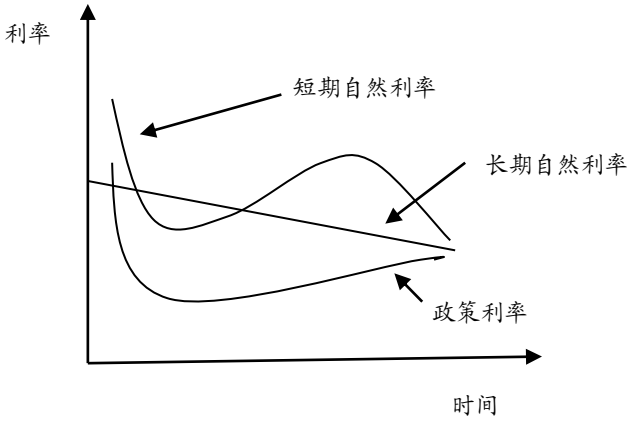
资料来源：Wind，新时代证券研究所

疫情后的 2020 年美国居民加杠杆可能只是 GDP 收缩的结果。GDP 回到常态

后，经历了十年去杠杆的美国居民能否加杠杆？次贷危机后的美国居民去杠杆，是预防性储蓄以及老龄化等原因导致的，同时，从储蓄结构来看，高收入人群的贡献较大，这又和贫富差距扩大有关。这些因素短期难以改变。虽然美国居民的资产负债表已经大幅改善，美国居民能否重启大幅加杠杆，仍是个问题。

未来可能出现这种情景：货币条件收紧快于以往，但收紧强度弱于以往。由于疫情缓解带来的自然利率回升快于传统经济危机时，货币条件的收紧也会快于以往经济危机时。然而，由于此次经济危机美国企业没有去杠杆，美国经济严重依赖财政刺激，财政刺激消退后的自然利率可能低于疫情前，各种期限的利率或许很难回到疫情前中枢水平。

图6： 长期自然利率、短期自然利率与政策利率



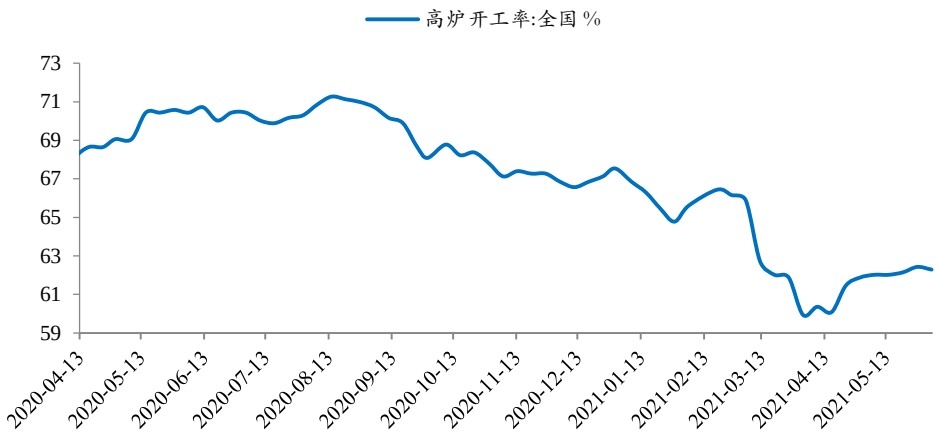
资料来源：新时代证券研究所

2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标分化

上周，高炉开工率小幅下降 0.14 个百分点至 62.29%，全国 100 家焦化企业开工率上升 0.75 个百分点至 72.11%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别上升 5.1、3.76 个百分点至 60.46%、59.98%。

图7： 高炉开工率略降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 商品房销量上升

上周，30 大中城市商品房周成交面积为 64.39 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 57.02 万平方米回升。从同比增速来看，30 大中城市商品房周成交面积同比上升 25.78%，其中一二线城市分别同比上升 17.39%、59.94%，三线城市同比下降 12.01%。

图8： 商品房周销量回升

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19964