

美债是否对我国长期利率形成制约

美联储9月议息会议点评

美债利率上行前景不明朗；美国政府杠杆率见顶或抵消缩减影响；中美利差对汇率影响亦有限。

相关研究报告

- 《信用退潮与通胀传导——当前债市的机会与隐忧》 20210514
- 《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》 20210617
- 《情绪利多,事实中性——国常会提及降准简评》 20210709
- 《降准的货币总量影响》 20210710
- 《三个数字看本轮降准》 20210719
- 《经济修复前景的债市影响》 20210721
- 《企业利润与利率周期》 20210809
- 《信用减速或是种“类流动性陷阱”》 20210816
- 《跨周期的“两阶段宽信用”》 20210825
- 《单向度的宽信用并不容易》 20210908

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 固定收益

证券分析师: 肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060005

证券分析师: 张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090001

- **债务上限危机后,美国政府杠杆率或阶段性见顶、抵消 Tapering 的影响。**美国上一次债务上限危机以后,美国政府杠杆率阶段性见顶,随后联储才开启了 Tapering。从结果上来看,宏观杠杆的重构与缩减购债似乎形成一定的配合关系,供给的放缓抵消了需求的缩减。如今,美国重新面临债务上限危机,或再一次标志美国政府杠杆率阶段性见顶。
- **美联储政策转向对美债利率的影响也有不确定性。**目前美债收益率反弹主要由美债隐含的通胀预期所推动,美债 10 年收益率隐含的通胀预期已上升至 230BP 左右。这说明,当前美债利率上行的动力恰恰来自于联储迟迟没有开始货币政策转向、使长期通胀预期强化。在此背景下,联储货币政策实际转向,反而未必会造成美债利率的大幅上行。
- **长期来看,美国长债收益率预期的上行空间并不大。**美国长期利率根本上是由美国经济的自然增长率决定的。从 80 年代开始,美国长债收益率整体上围绕着潜在劳动力增长率的变化轨迹波动。近年来,美国潜在劳动力增长率已经进入水平变化阶段,增速的波动中枢约为 0.33%,对应的长债收益率中枢略低于 2%,这种水平模式预计将一直持续到 2030 年,使预期的长期利率上行路径受到限制。
- **现阶段中美长债利差对汇率的影响也很有限。**在汇率、美元指数、中美国债长端利差三者的均衡关系中,利差对汇率变动的解释力很小。因此,如果美元走强,则扩大长债利差对于支撑均衡汇率水平的帮助并不大;同时,即期汇率目前高于由美元指数和中美利差共同影响下的均衡汇率拟合值。随着全球产业链逐步复苏,利差有所收窄可能利大于弊。
- **因此,美债利率回升前景不应该对我国长债利率的长期下行趋势有明显的制约。**
- **风险提示: 国内外实体经济出现超预期变化,政策超预期收紧。**

事件：

美国时间9月22日，美联储结束9月议息会议，宣布继续按兵不动。但联储主席鲍威尔随后在新闻发布会上继续为市场做关于缩减购债（Tapering）的“心理建设”，表示最早可能在下次会议（今年11月初）宣布开始缩减。他还表示，美联储距离实现在通胀和就业方面取得“进一步实质性进展”这个目标越来越近。同时，利率预测点阵图显示，更多与会者预计联储可能在2022年加息，18名与会者中9人预测最早在2022年加息，17人预测2023年底至少加息一次。此前，欧央行已经宣布将于今年4季度开始缩减购债。

美国货币政策开始逐步向正常化回归，是否会引起美债收益率上行，并对我国债市利率产生影响？我们认为：首先，即使美联储政策转向，美债收益率上行的前景也并不明朗，其长期上行路径受到自然增长率限制。其次，债务上限问题可能抵消美联储缩减购债的影响。第三，即使中美利差有所收窄，其对人民币即期汇率的影响可能也比较有限；而且目前人民币兑美元汇率或高于由美元指数和中美利差共同影响下的均衡汇率；长债利差有所收窄，对我国经济外部均衡的影响未必是负面的。

1、美债收益率上行前景仍不明朗

美联储政策转向对美债利率的影响具有不确定性。去年底今年初，随着美国经济复苏，美债收益率曾有一波明显反弹。但如下图所示，美债收益率反弹主要是由其中隐含的通胀预期升高所推动的，美债10年期收益率隐含的通胀预期（以美债10年期收益率与TIPS10年期收益率之利差反映）目前已上升至230BP左右。这说明，当前美债收益率上行的动力恰恰来自于美联储迟迟没有开始货币政策转向，使长期通胀预期强化。在此背景下，美联储货币政策实际转向，反而未必会造成美债收益率的大幅上行。

图表 1. 隐含通胀预期是当前美债利率上行的主因



资料来源：万得，中银证券。

图表 2. 上次债务上限危机后美债收益率持续扁平化

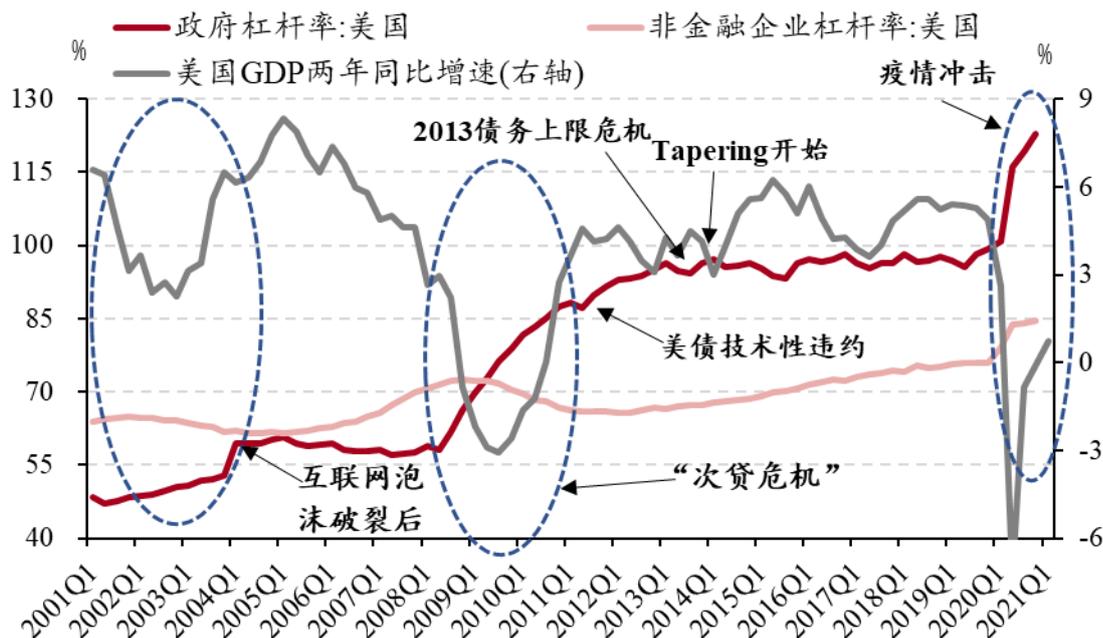


资料来源：万得，中银证券。

从美债供求的角度看，美国债务上限问题对国债供给的约束、或对长债收益率产生额外的压力。在本次美联储会议前夕，美财长耶伦强调：美财政部现金将在10月耗尽；若国会不能取消或重新暂停债务上限，则美国国债可能出现违约，使金融体系面临严重风险。上一次美国出现债务上限危机是在2013年10月。那次危机以后，美国中长期国债相对于M1的规模开始下降，导致中长期国债供求出现一定的失衡。随后直到2018年，美债长端收益率相对于联邦基金利率的利差，基本围绕着国债相对供给的轨迹而下行；直到其国债相对供给不再下降以后，长债收益率才开始反弹。

美国政府杠杆率阶段性见顶或抵消 Tapering 的影响。债务上限危机的出现标志着美国国会各派围绕政府债务的博弈陷入僵局，其结果无论是减支还是增税，都可能意味着政府杠杆率的阶段性见顶。在次贷危机以后，美国先后在 2011 年和 2013 年遭遇政府债务上限危机，在 2013 年 10 月的债务上限危机后政府杠杆率阶段性见顶，随后美联储在当年 12 月正式开启缩减购债(Tapering)。从上次美联储 Tapering 的经验来看，缩减购债和政府杠杆率见顶可能是配合出现的。2013 年 10 月以后，政府债务供给放缓，但货币政策仅仅是开始缩减购债，整体上仍是宽松状态（随后又过了将近 2 年，才开启加息）。因此，2013 年的债务上限危机后，美国政府债务供给相对于货币供给的下降，不但抵消了 Tapering 的影响，实际上还对长债收益率产生了额外的压力。

图表 3. 美国政府杠杆率再次面临阶段性见顶



资料来源：万得，中银证券。

更一般的意义上讲，在以往几次经济危机后，美国政府往往会迅速拉高自身的杠杆率，以弥补危机时私人部门的投融资能力不足；而在负面冲击逐步消化后，其又会稳定自身的杠杆率，为私人部门腾挪债务融资空间。因此，政府杠杆率在实体经济回暖后阶段性见顶，也有其理论上的合理性。

2、美债长期路径受自然增长率限制

长期来看，美国长债收益率预期的上行空间并不大。长期内，美国长债收益率基本上是由美国经济的自然增长率决定的，而潜在劳动力增长率作为自然增长率的重要决定因素，对于美债长期收益率具有前瞻性意义。如前所述，从 80 年代开始，美债长期收益率整体上是围绕着潜在劳动力增长率的变化轨迹波动。近年来，美国潜在劳动力增长率已经进入水平变化阶段，增速的波动中枢约为 0.33%，对应的长债收益率中枢略低于 2%。而且这种水平模式预计将一直持续到 2030 年。根据美债收益率变化的长期规律，除非供给端因素对通胀产生巨大且持续的影响，否则美债 10 年收益率未来 10 年的均衡路径应在略低于 2% 的水平，预计的上升空间并不大。

图表 4. 美债收益率长期路劲与潜在劳动力密切相关



资料来源：万得，中银证券。

图表 5. 人民币汇率均衡值拟合



资料来源：万得，中银证券。

3、中美利差对人民币汇率影响有限

现阶段利率平价机制对汇率的影响也比较有限。从我国经济的外部均衡来看，中美长期利差对中美间即期汇率的影响并不大。我们使用 2017 年以来的数据构建关于人民币兑美元即期汇率、美元指数、中美国债 10 年期收益率利差的对数回归模型。由于三者之间存在协整关系（三个变量均为一阶平稳），三者之间的方程可以反映均衡关系。以即期汇率作为被解释变量的均衡方程显示，美元指数和中美长债利差可以解释均衡汇率水平大约 75% 的变动 ($R^2=0.7546$)，但其中美元指数可以解释大约 71% 的变动。模型可以提供两方面的启示：

首先，如果美元走强，扩大长债利率差对于支撑均衡汇率水平的帮助并不大。因为在当前汇率安排下，人民币即期汇率对美元指数已相当有弹性，而利差对其影响很有限。当美元走强，扩大利差对维持人民币即期汇率帮助不大；反之，美债利率适度走高压缩中美利差，对汇率的影响也不大。

从均衡关系来看，人民币兑美元即期汇率目前高于由美元指数和中美利差推导的均衡汇率拟合值。如图 5 所示，在当前美元指数和中美长债利差下，人民币即期汇率其实处于相对较高的水平。随着全球产业链逐步复苏，即期汇率水平适度回落可能利大于弊。因此，即使长债利差有所收窄，对于我国经济外部均衡的影响也未必是负面的。

小结

综合来看，美债收益率上行的前景并不明朗；预期的上行路径受到其自然增长率的限制；债务上限危机若引起美国政府杠杆率阶段性见顶，将抵消美联储缩减购债的影响；经验证据显示，即使美债收益率出现一定幅度上行，造成中美利差有所收窄，其对人民币即期汇率的影响可能也比较有限；而且目前人民币兑美元汇率或高于由美元指数和中美利差共同影响下的均衡汇率，即使长债利差有所收窄，对我国经济外部均衡的影响也未必是负面的。因此，美债利率回升前景不应该对我国长债利率的长期下行趋势有明显的制约。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，政策超预期收紧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_26918

