



邵宇、陈达飞：美国国债利率两百年史（1816-2020）



意见领袖 | 邵宇、陈达飞



美联储 9 月例会召开在即。自 8 月核心 CPI 数据发布至今，美股、美债又经历了一波恐慌，10 年美债收益率突破 3.5%，且涨势未止。我们现在对于利率的大部分联想都还在“大缓和”和“大衰退”时代。我觉得有必要再往前看看。需要回答的问题是：（1）通胀还会持续多久；（2）除了通胀之外，过去 40 年决定利率下行的结构性因素变了吗，哪些因素变了，哪些没变？

本文为笔者前期写作的利率专题。第一节描述了全球 700 年利率史(利率:野蛮与文明,战争与和平——700 年全球利率史),从利率史中看文明。应读者要求发第二节,描述美国利率两百年史,重点是二战后的一个长周期,涵盖了美债的一轮大熊市+大牛市,对思考当下提供了一个参照系。

目录

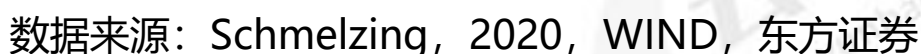
第8章 被压抑的利率：700年利率史与负利率的形成	1
野蛮与文明的分野：700年全球利率史	3
四个特征事实.....	3
理解利率史的四个维度.....	5
利率与康波：两百年美国利率史.....	8
利率长波.....	8
历史性债券熊市：1946-1981.....	12
历史性债券牛市：1981-2020.....	14
“负利率之谜”的谜底.....	18
全球金融周期与双重“储蓄过剩”	21
全球化与G2结构的形成.....	22
跨境资本流动与全球金融周期.....	24
贫富分化与富人的储蓄过剩.....	26
历史的惯性：低利率或负利率的常态化.....	28

“历史可以演示更大区域范围内更多不同的利率，而重点却仍然是最先进商业国度最佳信贷的主要长期和短期市场利率” [1]，因为它们是资产定价的锚。光荣革命前后分别是荷兰和大英帝国的国债利率，一战后变为美国国债，其他国家国债利率可由美国对应期限国债收益率加上风险溢价得到。所以，二战结束以来，市场化和开放度较高的经济体的利率走势较为同步，货币当局在加息与降息的选择上，也有一定的联动性。这就是富田俊基所描述的“北斗星的作用”（富田俊基，2016，p.20）。

美国利率长波

独立战争后，美国仍然保留了大英帝国对待信贷和利息的传统。商业贷款是合法的，个人消费贷款被认为是可耻的。适度的利率是受欢迎的，高利贷被明令禁止。英国高利贷法确定的6%利率上限在美利坚的大部分州

图 8.6: 康波与美国（长期优质债券）名义利率走势



19 世纪 30 年代以来，美国高等级债券名义利率经历了 3 个完整的长周期：

第一个长周期为 1832-1899 年, 时长 67 年。利率峰值出现在 1861 年 (6.82%), 上升与下降周期时长分别为 29 年和 38 年[2]。与峰值相比,

至 1899 年，利率（3%）降幅达 56%。

第二个长周期为 1899-1946 年，时长 47 年。利率峰值出现在 1919 年（5.4%），前 20 年为上升周期（债券熊市），后 27 年为下降周期（债券牛市）；1946 年是 21 世纪以前美国利率的历史性低点，长期国债利率仅为 2.1%。两次世界大战均为周期的拐点，只是一战是高位拐点，二战是低位拐点。二战期间的低利率不符合历史规律，但两次战争之后的走势却符合国际政治和经济形势。一战后国际政治陷入霸权解体危机（金德尔伯格陷阱），经济遭遇“大萧条”，二战后则是美国治下的黄金时代。

期间，一件影响深远的事件是美联储于 1914 年建立。它改变了美国货币市场结构，也能对二战期间的低利率提供解释。通过集中储备金、设立最后贷款人机制，货币市场短期利率的波动性大幅下降。设立美联储的初心是便利短期商业交易，但一战的爆发赋予了美联储一定的政治责任。罗斯福新政、大萧条[3]和二战都强化了这一任务。“用非常低的利率来促进全面就业，已经成为一个政治目标”[4]。从 1937 年[5]开始，到 1951 年 3 月财政部与美联储就撤回支持国债价格政策达成协议之前[6]，美联储实施的是支持长期国债价格的政策（富田俊基，2015，p.544）[7]。2.5% 是（25 年期）长期国债目标利率上限。当时，甚至有人提议罗斯福总统在 1942 年 1 月的预算演讲中提示 2.5% 的利率上限，以稳定市场预期。低利率能降低财政部的利息负担，如同 2008 之后，虽然美国国债存量不断攀升，但利息负担（利息支出/财政收入）却在下行，美联储对于财政可持续

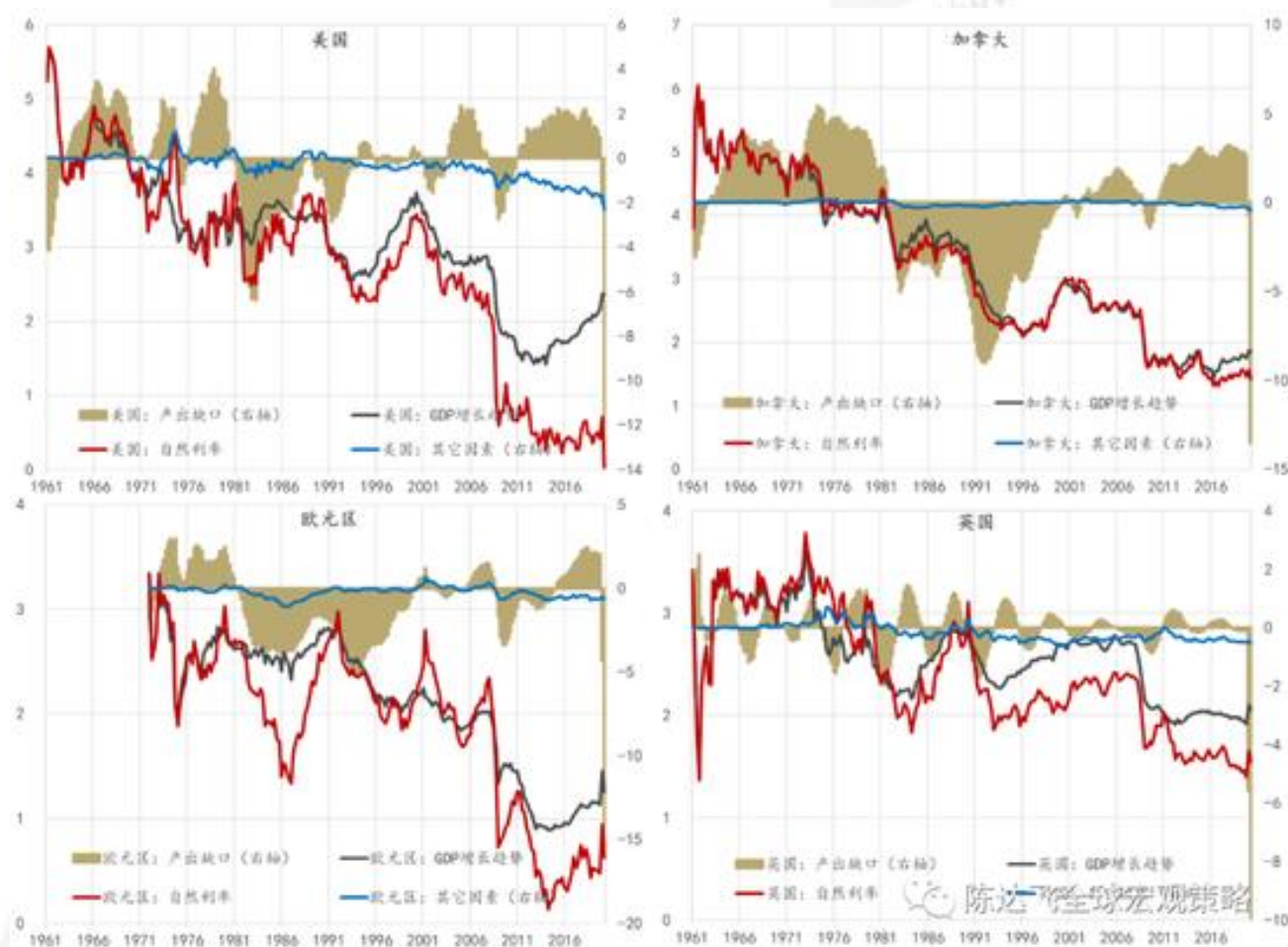
性功不可没。富田俊基强调,美联储干预国债价格的政策不具有可持续性,尤其是在政策利率背离市场利率的情况下。因此,也不宜过分强调美联储的利率控制能力。

第三个长周期为 1946 年至 2020 年,时长 74 年。峰值出现在 1981 年,前 35 年为上升周期,是美国历史上最长的债券熊市。后 39 年为下降周期,也是美国历史上最长的债券牛市。下降过程主要是在 2008 年之前完成的,此后 10 年期美债利率大部分时间在 3% 以下运行,期间受经济周期和美联储政策影响而波动。受新冠疫情的影响,降至 0.55% 的历史性低位。疫后复苏和大宗商品价格提升了通胀预期。除非美联储将来实施负利率,否则本轮利率周期大概率已见底。

美国利率长周期与经济长波(康德拉季耶夫周期)高度重叠,两者的上升周期也有一定的同步性[8]。还没有足够的样本来证实两者的联系,但逻辑上并非没有一致性。利率的本质是货币或资本的成本,其高低依赖于(预期)投资回报率或利润率,这也就是为什么无风险收益率与经济的潜在增长率高度相关。归根到底,包括政府在内的所有行为人能够承担的融资成本都依赖于经济增长,美国政府部门二战结束后近 30 年的去杠杆就是建立在名义 GDP 增长率长期高于十年期国债收益率基础之上的。60 年代以来,美国、加拿大、英国和欧元区的自然利率[9]就是与经济的趋势(或潜在)增长率同步下行(Holston et al., 2017)。并且,后者在大多数时间里对前者有极强的解释力(图 8.7)。2008 年大危机以来,利率降至历

史性低位与经济增长停滞直接相关 (Rachel 等, 2019)。故潜在增长率[10]是理解利率长期趋势的关键因素。对于短期波动, 则主要源自货币金融条件和风险溢价 (含通胀风险) 的扰动。在潜在增长率的决定因素中, 劳动力数量、劳动生产率、财政政策 (Laubach, 2009; Rachel 和 Summers, 2019) 和储蓄率都至关重要。

图 8.7: 美国、加拿大、欧元区和英国的自然利率及其分解



数据来源: 纽约联储, 根据 Holston et al., 2017 计算[11], 笔者绘

制

说明: 其他因素即残差项。

根据预期理论，长期利率等于未来短期即期利率的期望值。经验证据并不支持这一理想模型。流动性偏好理论认为，还应该加上具有时变特征的风险溢价。对于美国国债而言，风险溢价的主体部分是通胀风险，流动性风险和违约风险几乎可以忽略不计。所以，潜在经济增长率和通胀预期是影响美债收益率的两大关键因素。前者可分别从总需求和总供给(AD-AS)两端进行分析，后者主要取决于需求侧扰动产生的实际增长对潜在增长的偏离，即产出缺口，它具有明显的路径依赖。2008年金融危机以来，量化宽松和扭曲操作(Operation Twist)工具使得美联储对长端利率的影响显著增强。

历史性债券熊市：1946-1981

1947年，美联储开始分步退出战时利率体制，短期国库券和5年内中期国债利率开始上升。1951年协议达成之前，长期利率仍处于2.5%目标以下，此后缓慢提升，至50年代末达到4.5%。1960-1965年保持平稳，此后快速提升至历史高位。整个上升周期，长期国债收益率从2.5%上涨到了15.6%，增长了1320个基点；穆迪BAA级企业债收益率从3.17%升到

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_46347

