

美债利率：弧形顶 ——24年六大总量话题 6

相关研究

《日本现代化相关的十本书》2023.11.06
《近期背离的分析：权益终将胜出——
23Q4 大类资产配置展望》2023.10.11
《政策有为，未来可期——7月中央政治局
会议解读及对股债的影响》2023.07.25

首席经济学家:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Tel:(021)23154148

Email:wyyq14704@haitong.com

投资要点:

- **历史回顾：高利率出现与消散。**当前美国处于高利率、高通胀状态。回顾1950年以来美国经济表现，高利率总是伴随着高通胀，共有5次典型的高利率、高通胀状态。高利率、高通胀环境的消散多数伴随着经济的衰退，个别期间，衰退时长达16个月之久。
- **理论机理：利率受何影响？**美国短端利率主要受美联储货币政策影响，短债利率基本跟随美国联邦基金利率波动。而长端利率与长期经济增长、美债供需结构、美联储货币政策以及市场交易情绪等因素有关，影响机制较为复杂。通常情况下，美债利率与长期经济增长趋势一致，但短期受货币政策以及美债供需变动扰动较大，例如，10月长债利率的大幅上行。
- **未来展望：利率走向何方？**美联储已明显转向，下调明年经济预期和通胀预期，尤其是将明年利率中枢下调了50个BP，市场预期美联储大概率要在明年3月降息。考虑到短债利率跟随联邦基金利率变动，我们预期短端利率将趋于下行。考虑当前美国经济刚开始有走弱迹象，但就业市场还相对稳定，失业率还相对较低，我们预计，在短期10年期美债利率或在3.7%-4.2%区间震荡；从明年1季度末开始，美国经济大概率继续下行，10年前美债利率或将逐步下移至3.2%-3.7%附近。若从明年2季度，美联储释放出强烈的降息态度或开始降息，那么，美债利率逐步向3.0%逼近的概率也较大。从长期配置的视角来看，当前利率仍然相对较高，仍有较大配置价值。
- **风险提示：**美国货币政策超预期，美国经济超预期。

目 录

1. 历史回顾：高利率出现与消散.....	4
2. 理论机理：利率受何影响？.....	6
3. 未来展望：利率走向何方？.....	8

图目录

图 1	1950 年以来，美国共经历过 5 次高通胀与高利率时期 (%)	4
图 2	美国货币增速与经济增速的背离 (%，5 年平均)	5
图 3	全球通胀的攀升，始于纸币脱钩黄金	5
图 4	美联储大幅收紧货币政策，明显推升利率水平 (%)	5
图 5	美联储利率走廊：以 ON RRP 利率为下限，IORB 利率为上限 (%)	6
图 6	美国汽车贷款利率与联邦基金利率走势同步 (%)	7
图 7	短债利率基本跟随联邦基金利率波动 (%)	7
图 8	长期来看，美国经济增速与美债利率走势具有高度一致性 (%)	7
图 9	美债主要持有者是外国投资者和美联储 (%)	8
图 10	外国投资者中日本、中国和英国持有美债最多 (%)	8
图 11	美国 3 季度美债净发行额明显上升 (十亿美元)	8
图 12	市场需要“消化”的美债和机构债的量抬升 (十亿美元)	8
图 13	联邦基金利率期货市场预期利率明年 1 季度末下行 (%)	9
图 14	美国家庭净资产在不同收入群体分布 (%)	9
图 15	美国居民主要债务拖欠率明显上行 (%，30 天+)	9
图 16	美国通胀整体已经明显下行 (%)	9
图 17	美国信用卡零售和食品服务支出 (超过疫情前的水平，%)	9
图 18	长久期债券发行速度放缓 (十亿美元)	10
图 19	美国政府利息负担将不断加大 (十亿美元)	10
图 20	各机构美债持有规模变化 (十亿美元)	10
图 21	货币政策代理变量利率已经明显高于联邦基金利率 (%)	11
图 22	美国核心通胀和 10 年期美债利率走势预期 (%)	11

表目录

表 1	60 年代以来，美联储的货币政策收紧时期多数都出现了经济衰退	6
-----	--------------------------------	---

2023年是预期与现实交织、在波折中前进的一年，全年5%的经济目标有望顺利实现，今年的帷幕正徐徐落下，来年的新篇章即将谱写，继往开来，谋而后动。由此，围绕着2024年值得重点关注的六大总量话题（利率、财政、地产、消费、科技、美债），我们分别开展了深度研究。

作为系列报告的第六篇，我们重点聚焦美债利率分析。今年以来，10年期美债利率走势波动较大，在10月中旬一度突破“5%”，引起市场较大关注。我们认为，美债利率是全球各类资产定价的基础，厘清美债利率影响机理，是未来全球资产配置判断的关键。本文从美债高利率的历史回顾出发，结合当下影响美债利率的要素变化，对未来的美债利率走势做出展望。

1. 历史回顾：高利率出现与消散

截至12月中旬，美国核心通胀依然高达4.0%，10年期美债利率逐步从5%的高点回落到3.95%附近。美国处于高通胀、高利率状态已有较长一段时间。

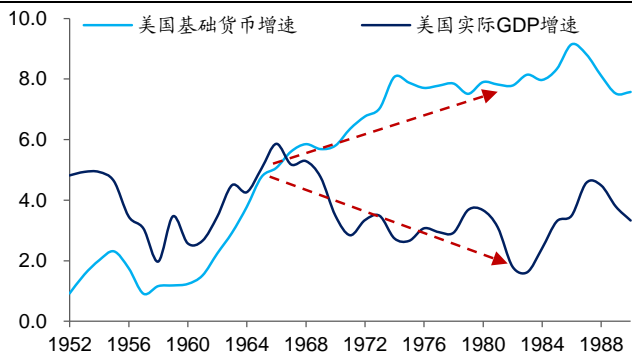
纵观1950年以来美债利率走势，高利率总是伴随着高通胀。通过筛选发现，美国在1950年以来的时期内出现过4次典型的高通胀、高利率时期。这4个阶段分别为，1966年10月-1972年5月、1973年4月-1976年9月、1977年10月至1983年1月、1983年9月-1984年9月，这几个阶段大部分都处于美国“大通胀”时期（1965年-1982年）。

图1 1950年以来，美国共经历过5次高通胀与高利率时期（%）

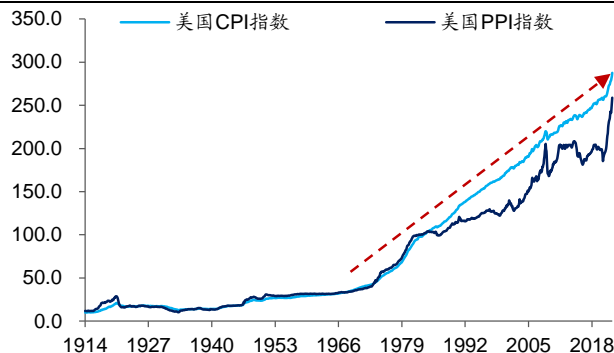


资料来源：Wind，海通证券研究所，注：阴影部分为高通胀和高利率时期。由于90年代之前，美国整体通胀水平和利率水平明显高于当下，我们以美国10年期国债收益率是否处于过去10年70%分位数，核心CPI同比增速是否高于3%作为划分标准。

高通胀是如何形成的？我们在专题报告《70年代的滞胀回忆和资产配置》中指出，“大通胀”时期高通胀的形成与财政扩张、货币超发、纸币脱钩黄金以及原油供给端冲击等因素有关。例如，在60年代中期之前，美国平均基础货币增速比实际经济增速低1.8个百分点；而从1967年至2007年，美国平均基础货币增速要比经济增速高3.9个百分点，货币超发带来了通胀压力的增加。1971年美国停止了美元兑换黄金，1973年布雷顿森林体系彻底崩溃，央行控制通胀的意愿和能力受到质疑。在1973年和1979年爆发了两次能源危机，国际油价大幅上涨，供给端的冲击，强化了货币超发对通胀的推升作用。

图2 美国货币增速与经济增速的背离（%，5年平均）


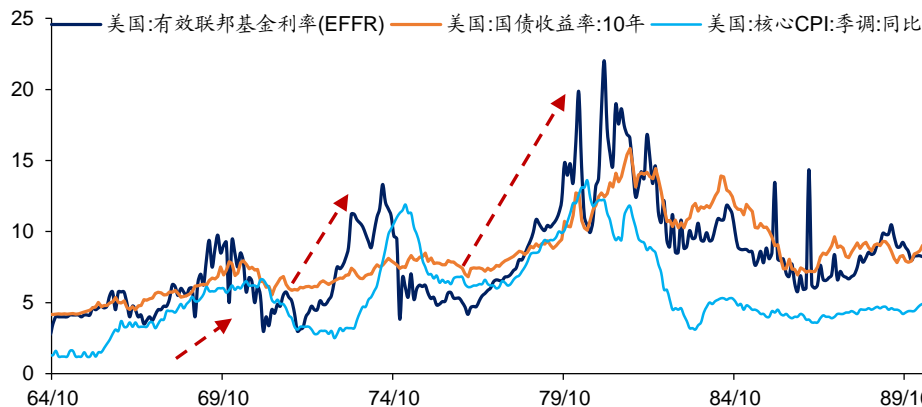
资料来源：Friedman & Schwartz / FRED，海通证券研究所

图3 全球通胀的攀升，始于纸币脱钩黄金


资料来源：CEIC，海通证券研究所

为了遏制高通胀，美联储大幅收紧货币政策，利率明显上行。例如，1967年-1969年期间，加息幅度超过500BP；1972年-1974年期间，加息幅度超过900BP；1977年-1980年期间，加息幅度超过1200BP；1980年-1981年期间，加息幅度超过1000BP。美债利率从1964年的4%附近一度上行至1981年9月的15.8%。

此外，美国政府也通过加强对工会的管理，来抑制“工资-物价螺旋”的自我实现；加之，能源冲击影响逐步消退以及全球化不断深化，最终高通胀、高利率环境逐步消散。

图4 美联储大幅收紧货币政策，明显推升利率水平（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

不过，高通胀、高利率状态的消散都是有代价的。通过历史回顾，60年代以来每一轮美联储货币政策的收紧都对经济有较大的影响，大部分时期都经历了经济的衰退。例如，1970年美国的经济衰退持续了11个月，1973年美国的经济衰退持续了16个月，1980年美国的经济衰退持续了6个月，1981年美国的经济衰退持续了16个月。

表 1 60 年代以来，美联储的货币政策收紧时期多数都出现了经济衰退

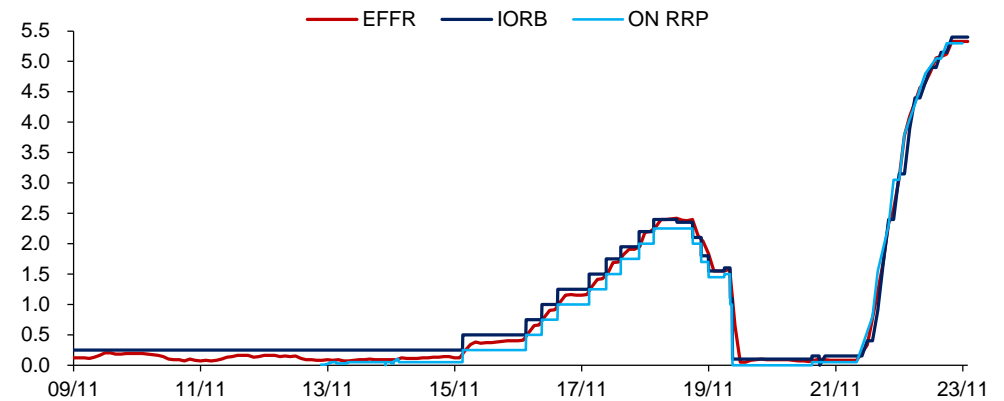
收紧期间	利率变化 (BP)	衰退首月 (NBER)	核心 CPI 见顶 (>4%)	评价
1965.09-1966.11	+174.2	无	1966.10	软着陆
1967.07-1969.08	+539.1	1970.01	1970.01	硬着陆
1972.02-1974.07	+962.7	1973.12	1975.02	硬着陆
1977.01-1980.04	+1299.7	1980.02	1980.06	硬着陆
1980.07-1981.01	+1005.9	1981.08	1981.09	硬着陆
1983.02-1984.08	+312.8	无	1984.06	软着陆
1988.03-1989.04	+326.0	1990.08	1991.01	硬着陆
1993.12-1995.04	+309.2	无	1995.04	软着陆
1999.01-2000.07	+191.2	2001.04	—	硬着陆
2004.06-2006.06	+421.0	2008.01	—	硬着陆
2015.10-2019.01	+228.2	2020.03	—	硬着陆

资料来源：Wind, NBER, 海通证券研究所整理，利率变化为联邦基金有效利率

2. 理论机理：利率受何影响？

从货币政策角度来看，金融危机后，美联储主要通过利率走廊体系来实现目标。所谓利率走廊，即设置好利率的上限和下限，通过调节利率的上下限来实现目标利率。当前美联储设置的利率上限为准备金余额利率（IORB），即美联储向银行体系支付的准备金利息；利率下限为隔夜逆回购利率（ON RRP），即美联储向货币市场基金等非银金融机构支付的抵押逆回购利息。

换句话说，美联储要实现其目标利率，只需要同步调整 IORB 和 ON RRP 即可。

图5 美联储利率走廊：以 ON RRP 利率为下限，IORB 利率为上限（%）


资料来源：Wind, 圣路易斯联储, 海通证券研究所，注：2021年6月起 IORR 和 IOER 统一修订为 IORB。

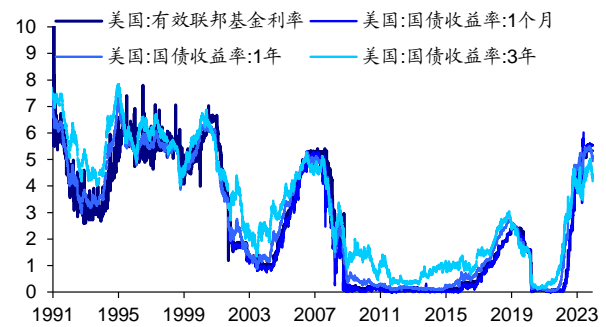
一般来说，金融市场利率主要以联邦基金利率为定价基础，随着美联储对联邦基金利率水平的调整以及市场预期的引导，短端市场利率会迅速做出反应。例如，随着 2022 年以来美联储不断加息，美国联邦基金有效利率不断上升，美国汽车贷款利率、个人贷款利率、商业银行信用卡账户利率以及住房抵押贷款利率等均同步上升至相对高位。对于短债利率来说，也是如此，基本上跟随联邦基金利率波动。

图6 美国汽车贷款利率与联邦基金利率走势同步 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 短债利率基本跟随联邦基金利率波动 (%)

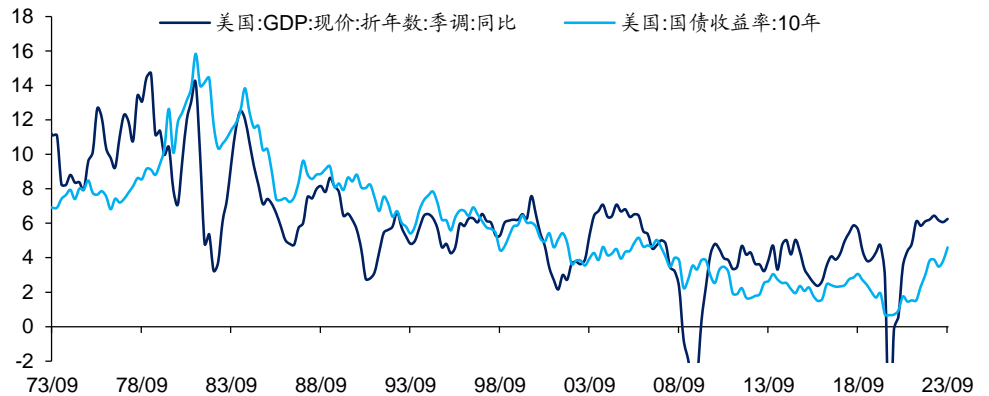


资料来源: Wind, 海通证券研究所

而长端利率的影响机制则较为复杂，与长期经济增长、美债供需结构、美联储货币政策以及市场交易情绪等因素有关。

一方面，美国经济增长速理应与利率水平走势一致。我们在专题报告《利率和增长：为何背离？——利率研究专题一》中指出，根据“利率黄金法则”，在最大化消费的条件下，理论上经通胀调整后的真实利率 r 应该与实际经济增长率 g 相等，也就是说，一国的长期名义利率与名义 GDP 增速水平应大致相当。而且，从其他主要经济体的表现来看，利率水平往往也是和经济增速水平相当。

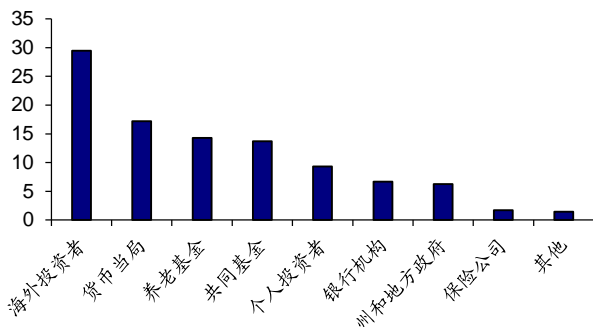
图8 长期来看，美国经济增长与美债利率走势具有高度一致性 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

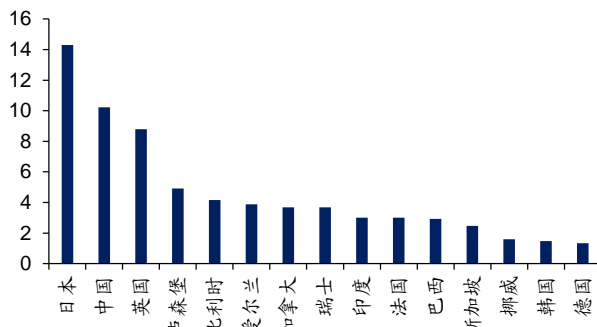
另一方面，美债利率是市场交易的结果，很大程度上会受到供需变化的影响。供给端主要看美国政府财政计划，如果财政大幅扩张，美国政府将不得不通过大量发债进行融资，将大幅增加市场的美债供给。需求端则主要看海外投资者和美联储的态度，从美债持有者份额来看，海外和国际投资者占比约 29.5%，美联储次之，约 17.2%。其中，外国投资者态度主要看日本和中国，各自份额为 14.3% 和 10.2%，名列前二。

图9 美债主要持有者是外国投资者和美联储 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023 年 9 月。

图10 外国投资者中日本、中国和英国持有美债最多 (%)

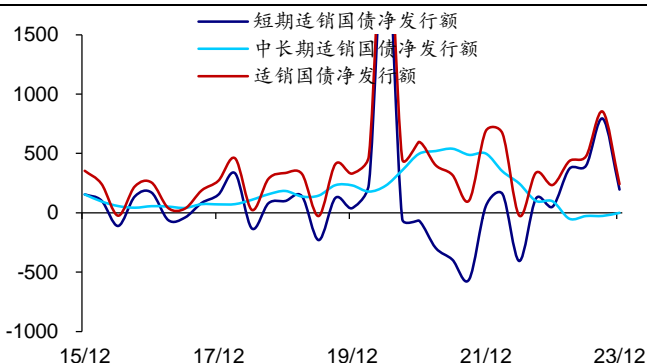


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023 年 9 月。

例如, 今年下半年以来, 美债利率快速上行, 一度破“5%”, 很大程度上就是受供需错配驱动。自 6 月美国新一轮债务上限协议达成后, 在财政赤字扩大、TGA 账户回补等压力下, 美国财政部融资需求超出市场预期。例如, 7 月再融资会议公布的 7-9 月净借款预期规模为 1.007 万亿美元, 较 5 月的预测高出了 2740 亿美元。

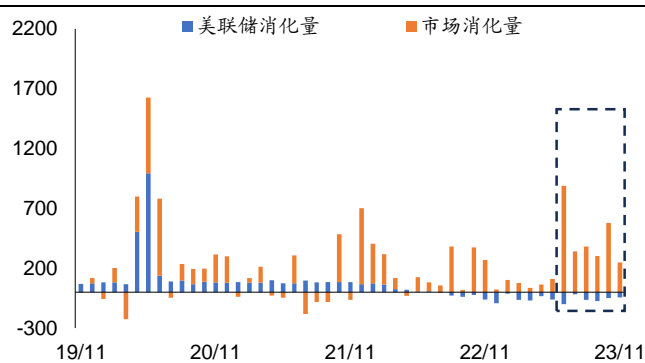
同时, 3 季度美债净发行额也明显上升, 较 2 季度增加约 3800 亿美元。彼时美联储一直在缩表, 市场需要消化的美债供给压力大幅增加, 推动了美债利率的大幅上行。

图11 美国 3 季度美债净发行额明显上升 (十亿美元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 市场需要“消化”的美债和机构债的量抬升 (十亿美元)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

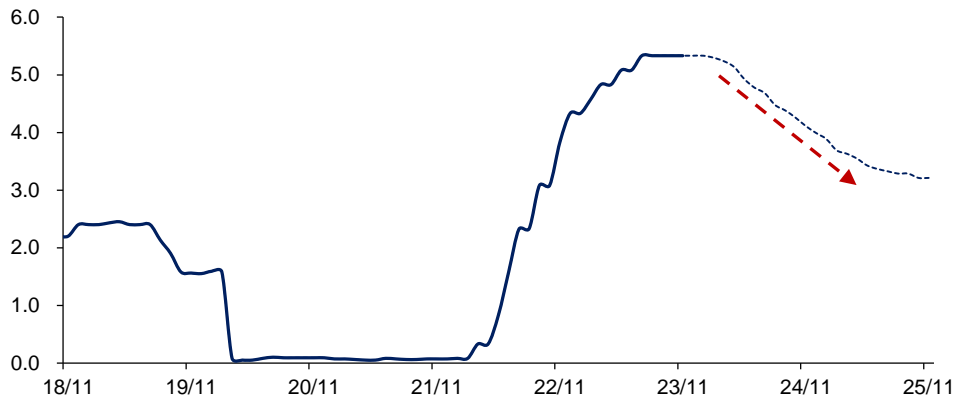
3. 未来展望: 利率走向何方?

美联储大幅转向。在 12 月议息会议中, 美联储认为, 经济已经开始走弱, 通胀也在过去一年有所缓解。美联储虽上调了今年经济增长, 但下调了明年经济增长, 表明对明年经济有担忧, 并且全面下调了通胀预期。尤其是, 在点阵图中, 大幅下调明年利率中枢, 从 5.1% 下调至 4.6%, 9 成的成员认为明年要降息, 超 8 成的成员认为至少降息 2 次, 至少降息 3 次的比重也有约 6 成。

美联储主席鲍威尔表态, 利率已经进入限制性水平, 不需要通胀降至 2.0% 才开始行动, 会在之前降息, 美联储已经开始讨论降息。明年有经济衰退可能性, 不过预计可以避免。(参见报告:《大转向, 待降息——美联储 12 月议息会议点评》) 根据 CME 观察显示, 截至 12 月 15 日, 市场预期美联储在 3 月大概率降息, 概率超过 70%; 预期明年有 6 次左右降息可能; 联邦基金利率期货市场预期美国政策基准利率将从明年 1 季度末开始呈下行趋势。

短端利率将趋于下行。前文提到, 短端利率主要跟随美国联邦基金利率变动, 考虑到美联储态度大幅转向, 降息预期较此前明显提升, 我们预计美国短端利率将随之下行。

图13 联邦基金利率期货市场预期政策基准利率明年1季度末下行(%)

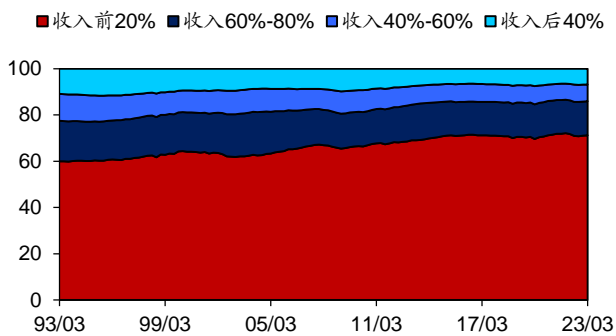


资料来源：CME, TradingView, 海通证券研究所, 注：虚线为预期值, 截至 2023 年 12 月 15 日。

对于长端利率来说, 重点看美国经济走势和美债供需关系变化。经济方面, 尽管美国居民积累了一定的财富和超额储蓄, 但实际上美国居民家庭的财富和超额储蓄的分布是非常不均匀的。加之, 美国居民主要债务拖欠率都有所上行, 尤其是汽车贷款和信用卡贷款拖欠率上升更高, 美国居民承担的压力已经在加大。

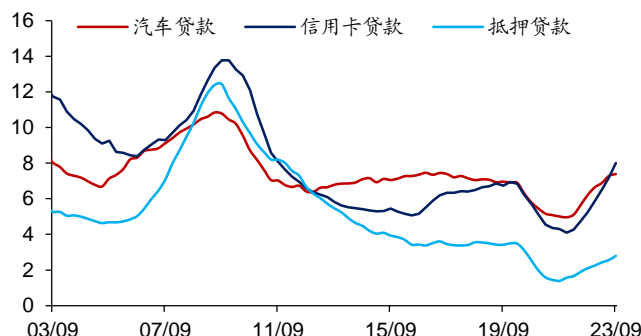
并且, 近期高频数据显示美国消费已经有所走弱。基于信用卡、借记卡和礼品卡等交易数据显示, 自 2023 年 8 月以来, 美国零售和食品服务支出较疫情前超支的规模开始呈下降趋势, 11 月后已回落至低于疫情前 (2020 年 3 月) 的水平。我们预计, 美国货币政策的抑制效应正在逐步体现, 美国经济明年有较大的下行风险。

图14 美国家庭净资产在不同收入群体分布 (%)



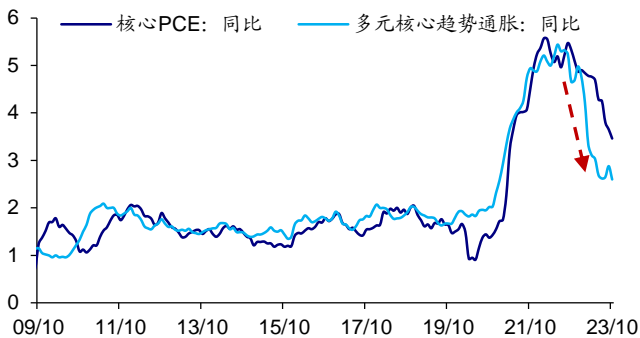
资料来源：美联储官网, 海通证券研究所

图15 美国居民主要债务拖欠率明显上行 (% , 30 天+)



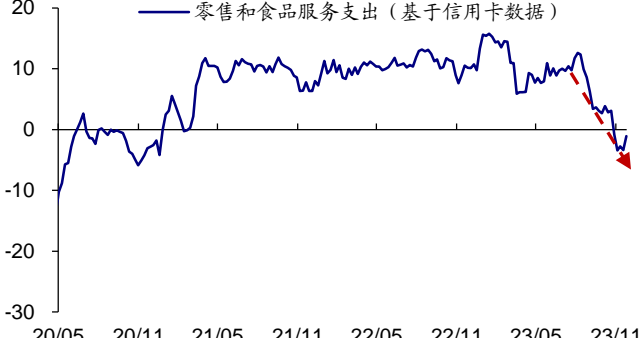
资料来源：Wind, 美国纽约联储官网, 圣路易斯联储官网, 海通证券研究所

图16 美国通胀整体已经明显下行 (%)



资料来源：美国纽约联储官网, 海通证券研究所

图17 美国信用卡零售和食品服务支出(超过疫情前的水平, %)



资料来源：BEA, 海通证券研究所, 支出数据进行 4 周移动平均处理。

美债供需方面, 未来美债供给压力或有所减轻。一方面, 美国财政融资规模有所减少, 根据 11 月 2 日, 美国财政部最新公布的 4 季度再融资会议显示 (每年召开 4 次, 规划未来一个季度的融资计划), 美国财政部预计今年 10-12 月融资 7760 亿美元, 低

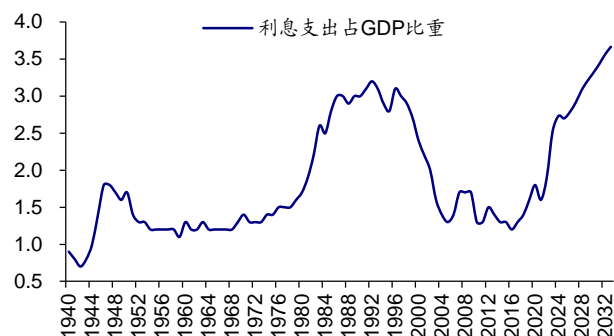
于7月计划的8520亿美元，较7-9月的近1万亿美元也明显回落。其中，长债增发速度也有所放缓。

另一方面，美国财政支出再度扩张概率相对较小。随着再融资的推进，美国财政付息压力会继续增大，据CBO预测，至2029年利息支出占GDP比重将达到二战以来新高。同时，美国共和党有较大意愿要求削减新一年财年财政支出预算。

图18 长久期债券发行速度放缓（十亿美元）

	2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年	FRN
2023/05	42	40	43	35	35	15	21	22
2023/06	42	40	43	35	32	12	18	22
2023/07	42	40	43	35	32	12	18	24
2023/08	45	42	46	36	38	16	23	24
2023/09	48	44	49	37	35	13	20	24
2023/10	51	46	52	38	35	13	20	26
2023/11	54	48	55	39	40	16	24	26
2023/12	57	50	58	40	37	13	21	26
2024/01	60	52	61	41	37	13	21	28

资料来源：美国财政部，海通证券研究所

图19 美国政府利息负担将不断加大（十亿美元）


资料来源：CBO，海通证券研究所

且需求端或也有所改善。一方面，美债利率短期仍处于相对高位，对海外投资者仍有较大吸引力。例如，主要经济体中日本和欧洲都在增持美债。另一方面，随着美联储加息周期的结束，共同基金有望迎来资金回流。

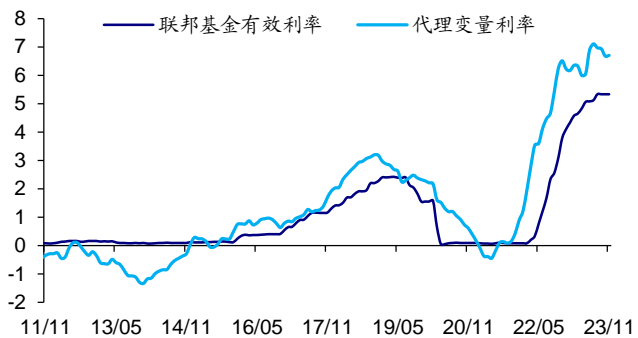
图20 各机构美债持有规模变化（十亿美元）

	家庭部门	共同基金	海外投资者	保险公司	银行机构	美联储	州和地方政府
2023-06	154	192	53	6	-74	-248	-3
2023-03	519	49	257	15	-6	-91	86
2022-12	393	-169	65	25	24	-131	34
2022-09	395	-267	-169	1	-30	-374	26
2022-06	12	-374	-181	8	53	-295	136
2022-03	222	-17	-134	-45	2	-203	-21
2022年以来 累计变化	1,696	-686	-109	-7	-31	-1,342	205

资料来源：美联储，海通证券研究所

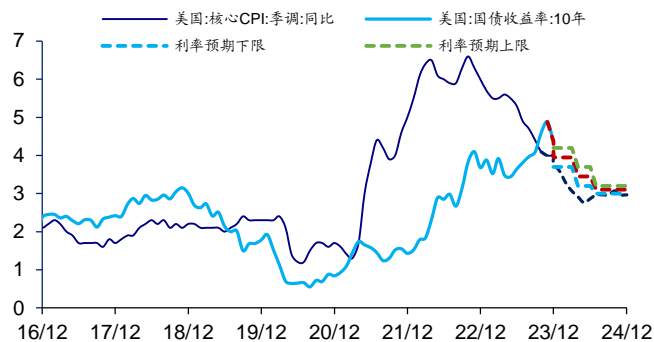
因而，我们预计，长债利率大概率要继续震荡回落。考虑到美国经济刚开始有走弱迹象，当前就业市场还相对稳定，失业率还相对较低，在短期，10年期美债利率或在3.7%-4.2%区间震荡。从明年1季度末开始，美国经济大概率继续下行，有望带动通胀预期和实际利率的下行，10年期美债利率或将逐步下移至3.2%-3.7%附近。若从明年2季度，美联储释放出强烈的降息态度或开始降息，那么，美债利率逐步向3.0%逼近的概率或也较大。从长期配置的视角来看，当前利率仍然相对较高，仍有较大配置价值。

图21 货币政策代理变量利率已经明显高于联邦基金利率 (%)



资料来源：美国旧金山联储官网，海通证券研究所

图22 美国核心通胀和10年期美债利率走势预期 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所测算，注：虚线部分为预期值。

风险提示：美国货币政策超预期，美国经济超预期。

信息披露

分析师声明

荀玉根 首席经济学家
梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。