

美国经济

利率前瞻之二：长期利率中枢

长期利率反映市场对未来经济增长和通胀的预期，与潜在名义 GDP 增速密切相关。财政政策、货币政策与国际资本流动则能够解释长期利率与潜在名义 GDP 增速之差。国债利率与名义 GDP 增速的关系是决定联邦政府债务可持续性的重要因素，美元主导地位和美联储 QE 通过降低国债利率相比名义 GDP 增速的幅度，提升联邦政府债务可持续性。在当前经济和通胀依然偏强情况下，市场对长期名义 GDP 增速预期较高。经济和通胀近期超预期后，未来三个季度可能温和放缓，市场对长期名义 GDP 增速的预期或有所回落，长期国债收益率可能从目前的 4.2% 降至年末的 3.8%。

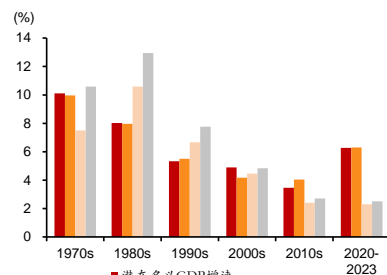
■ **长期利率反映市场对未来经济增长和通胀的预期。**根据利率期限结构的预期理论，长期利率反映市场对远期一系列短期利率的平均预期。远期的短期利率由未来政策利率决定，取决于未来经济增长和通胀情况。由于名义 GDP 增速包含经济增长和通胀两个变量，长期利率与市场对未来名义经济增速的预期密切相关。10 年国债收益率反映市场对未来 10 年名义 GDP 增速的预期。由于 10 年基本覆盖经济周期各个阶段，未来 10 年名义 GDP 增速的平均预期接近潜在名义 GDP 增速。利用 1980-2023 年季度数据计算，美国 10 年国债收益率与潜在名义 GDP 增速的简单相关系数达到 0.75，超过其与名义 GDP 增速的简单相关系数 0.2；10 年国债收益率与潜在实际 GDP 增速的相关系数达到 0.62，超过其与实际 GDP 增速的相关系数 0.23；10 年国债收益率与密西根大学 5 年通胀预期的简单相关系数达到 0.75，超过其与核心 PCE 通胀的相关系数 0.18；10 年国债收益率对通胀预期的敏感度超过对增长预期的敏感度。

■ **财政政策、货币政策与国际资本流动的影响。**财政政策扩张通过增加国债供应和增强市场对未来经济增长与通胀预期，对长期利率具有推升作用。传统货币政策宽松是下调短期政策利率，对长期利率具有两种相反的作用。一是通过流动性效应和长短债替代效应，增加市场对长期国债需求，降低长期国债收益率；二是通过预期机制增强市场对未来经济增长和通胀预期，推升长期国债收益率。在降息周期上半场，第一个渠道作用大于第二个，短期政策利率下调将降低长期利率，但因第二个渠道抵消作用，长期利率降幅小于短期利率，收益率曲线趋向陡峭化；在降息周期下半场，第二个渠道作用逐步接近第一个渠道，长期利率降幅逐步缩小，收益率曲线完全陡峭化。非传统货币政策宽松包括前瞻性指引和 QE，前者通过引导市场对远期利率预期而降低长期国债收益率，后者通过购买长期国债直接压低长期国债收益率。国际资本对美国国债需求受美国经济周期、国际市场风险偏好和美元地位等因素影响，国际资本需求增加将降低美国长期国债收益率。以美国 10 年国债收益率和潜在名义 GDP 之差代表美国长期利率扣除被未来名义经济增速预期解释的部分，以美国国债存量中美联储持有占比和外国投资者持有占比反映财政政策、货币政策与国际资本的影响。基于 1980-2023 年季度数据计算，美国 10 年国债收益率和潜在名义 GDP 之差，与国债存量中美联储持有占比的简单相关系数达到 -0.71，与国债存量中外国投资者持有占比的简单相关系数达到 -0.62，即国债存量中美联储持有占比越高或者外国投资者持有占比越高，10 年国债收益率低于潜在名义 GDP 的幅度越大。但需要指出，这些变量之间存在复杂的交互作用，一方面美联储持有占比（或外国投资者持有占比）变化会影响 10 年国债收益率，另一方面 10 年国债收益率对应的未来经济和通胀预期也是影响美联储政策反应（或外国投资者对美债配置需求）的关键变量。

■ **政府债务可持续的条件。**联邦政府债务率变化： Δ 政府债务率 = 上期债务率 * (债务利率 - 名义 GDP 增速) / (1 + 名义 GDP 增速) + 赤字率。当政府债务利率高于名义 GDP 增速时，政府债务率升幅超过赤字率，政府债务螺旋式上升不可持续；反之，政府债务率升幅小于赤字率，政府债务不会螺旋式上升。20 世纪 70、80 年代，由于极高通胀和金融自由化，联邦政府债务利率（利息支

叶丙南, Ph.D
(852) 3761 8967
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖
(852) 3761 8957
frankliu@cmbi.com.hk



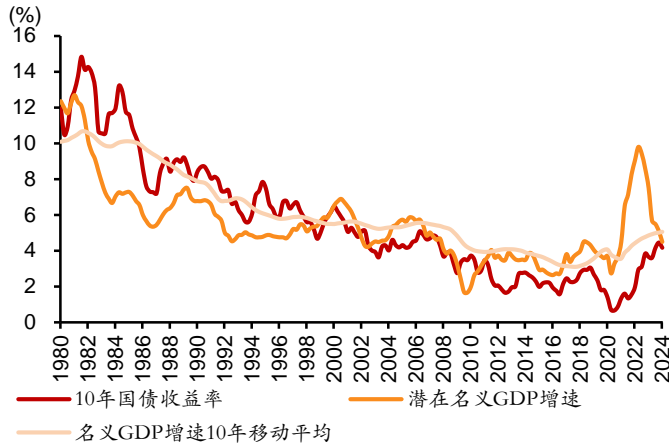
资料来源：Wind，招银国际环球市场

出/国债存量) 平均达到 11.8%，大幅超过 9% 的名义 GDP 平均增速；90 年代，苏联解体、德国统一和新兴市场自由化推动全球化，信息技术革命提升生产率，美国进入低通胀、高增长时代，政府债务利率与名义 GDP 增速的差距大幅缩小；2000 年以后，随着欧元区建立和中国加入 WTO，全球化提速，发展中国家充裕劳动力和过剩储蓄融入全球市场，积累的外汇储备又回流美国，美国国债存量中外国投资者持有占比从 1992 年的 19.4% 升至 2008 年的 56.5%，联邦政府债务利率和 10 年国债收益率均开始低于名义 GDP 增速。2009 年全球金融危机后，美联储开启 QE 大规模购买长期国债时代，国债存量中美联储持有占比从 2008 年的 8.3% 升至 2014 年的 21.9%，2018 年降至 15%，2021 年又升至 26.8%，2023 年再度降至 16.8%，外国投资者在美国国债存量中占比逐步降至 2023 年的 30.6% 左右。2010-2023 年，10 年国债收益率和联邦政府债务利率平均分别为 2.4% 和 2.6%，低于名义 GDP 平均增速 4.7% 的幅度进一步扩大。

■ **长期利率的中枢。**基于前面分析可以得出以下结论：潜在名义 GDP 增速或未来名义 GDP 增速平均预期仍是美国长期国债收益率的上限；美国长期国债收益率低于潜在名义 GDP 增速幅度取决于美国财政扩张程度、美联储 QT 速度和国际资本对美国国债需求。随着通胀回落，美国潜在名义 GDP 增速可能从 2023 年的 6% 降至 2024-2025 年的 4.3% 和 2026-2033 年的 4%，对长期国债收益率具有降低作用。假设未来两年联邦政府赤字率为 6%，国债存量年均累计增加 3.5 万亿美元，对长期国债收益率具有推升作用。假设未来两年美联储进一步缩表减少国债持有 0.5 万亿美元，则美国国债存量中美联储持有占比将从 2023 年末的 16.8% 降至 2025 年末的 13.2%，对长期国债收益率具有显著推升作用；假设未来两年外国投资者合计增加美国国债持有 1.3 万亿美元，则外国投资者持有占比将从 30.6% 略升至 31.4%，对长期国债收益率具有小幅降低作用。目前 10 年国债收益率在 4.2% 左右，显示在当前经济和通胀依然较强背景下，市场对长期名义经济增速的预期较高，隐含长期经济实际增速或通胀超过 2%。如果今年 GDP 增速和通胀均超过 2%，那么 10 年国债收益率没有太多下降空间。经济和通胀在近期超预期后，未来三个季度可能温和放缓，市场对长期名义经济增速的预期可能有所回落，10 年国债收益率可能在年末降至 3.8% 左右。

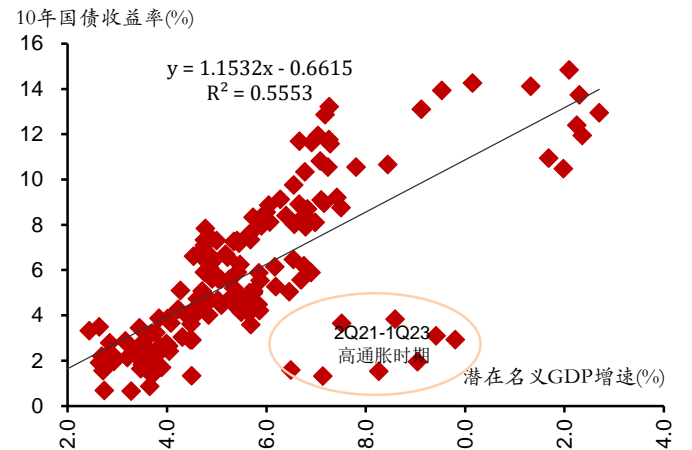
■ **政策含义。**第一，稳定美元主导地位和国际资本对美债需求仍将是美国金融外交的重要考量。例如，为强化金融制裁效果而又降低其对美元地位的影响，美国一方面将巩固加强自身盟友体系，另一方面将持续向中立国施压，最大化扩大制裁同盟体系，将主要货币所在国均纳入制裁体系。第二，2023 年以来联邦政府赤字显著高于经济条件对应的合理水平，同时推升美国名义 GDP 增速和长期利率。联邦政府赤字对债务可持续性的影响取决于其对通胀预期的作用，如果大幅推升通胀预期，那么对长期利率的影响超过对名义 GDP 增速影响，债务可持续性恶化。联邦政府赤字将是美国大选和两党斗争的焦点。第三，如果联邦政府赤字居高不下，以致于国债新增供应超过外国投资者新增需求，那么美联储可能会在通胀趋近 2% 目标后放缓 QT 速度，以降低联邦政府债务利率，提升政府债务可持续性。

图 1: 10 年国债收益率与潜在名义 GDP 增速走势



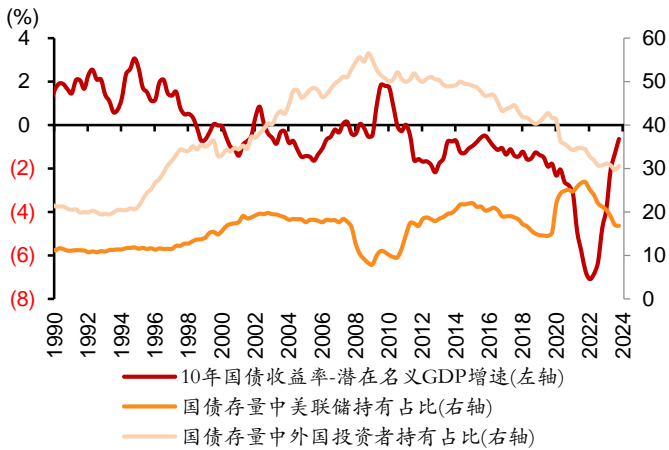
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美国 10 年国债收益率与潜在名义 GDP 增速散点图



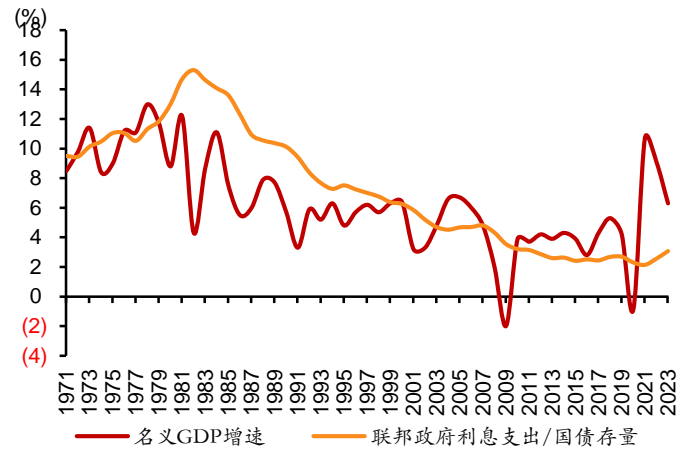
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 国债存量中美联储与外国投资者持有占比



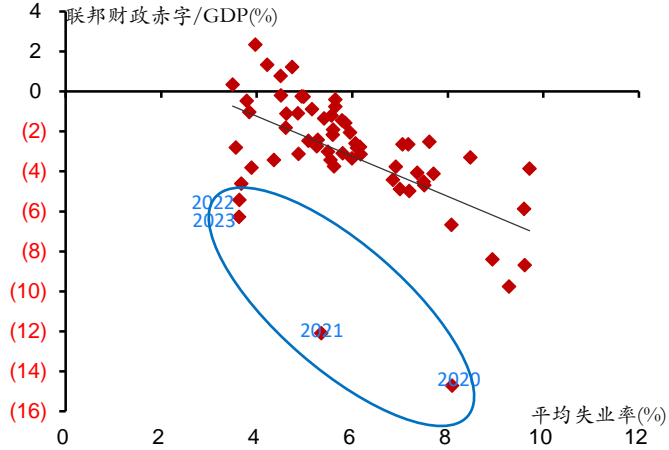
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 名义 GDP 增速与联邦政府债务利率



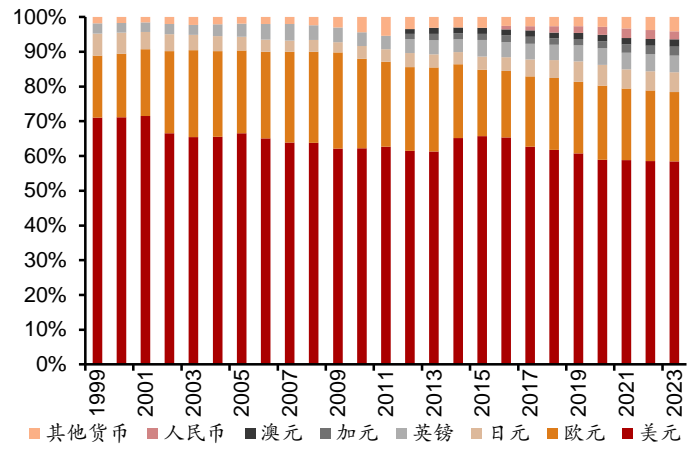
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 联邦财政赤字大幅超过失业率对应合理水平



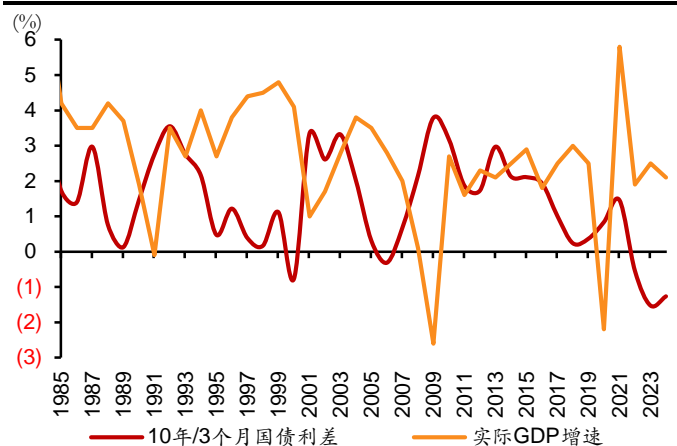
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 美元在全球外汇储备中占比



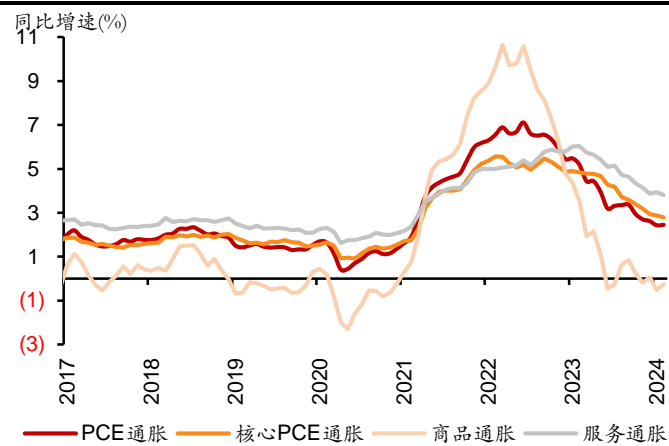
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 10 年/3 个月国债期限利差与 GDP 增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: PCE 通胀



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。