

真实利率的真相

摘要

- **追溯美国实际利率的波动周期。**从2000年起，美联储经历了两轮完整的加息降息周期，目前第三轮降息周期结束。第一轮降息：2001年1月-2003年6月，名义利率与实际利率同步降低；第一轮加息：2004年6月-2006年6月，实际利率受经济增速拉动自2005年开始上升，由于通胀变化较小，实际利率的波动趋势基本与名义利率相同；第二轮降息：2007年9月-2008年12月，实际利率从2007年9月底开始迅速下行，从短期实际利率看，下降趋势持续到2013年，长期实际利率在此期间有所波动，但大体也处于下降趋势；第二轮加息：2015年12月-2018年12月，短期实际利率有所回升，但仍维持在负值区间，长期实际利率自2013年后回升到2015年中开始回落；第三轮降息：2019年8月-2020年3月，2020年受疫情影响通胀率严重下挫，实际利率随之下滑，长期实际利率于2020年1月跌入负值区间。总体来看，实际利率变动与名义利率变动趋势趋同，在经济不景气时多处于下降趋势，而经济景气时有所上行，但2000年后经过两轮完整加息降息周期后，美国实际利率大趋势走低没有改变，目前长期实际利率仍为负。
- **影响美国实际利率的长、中、短期因素。****长期决定性因素：**美国经济增速下降对近些年实际利率水平产生下行压力，近几十年，美国实际利率水平持续走低，后续随着疫情的好转，预计美国实际产出增长将在短期延续回升态势，有望提振美国后续实际利率水平；此外，人口因素对于实际利率水平的影响主要通过两个渠道，一是劳动力供给、二是储蓄率，根据目前美国人口结构及其长期趋势，预计人口因素将对实际利率水平产生长期下行压力。**中期刺激性因素：**大型财政刺激政策的推出一方面提振经济，另一方面可能会增多债务供给，共同作用下推高美国实际利率的走势。**短期波动性因素：**现阶段影响美国实际利率主要有两个短期因素，一是疫情的后期变化，二是货币政策的转向可能。疫情冲击下，美国极宽松的财政政策再加上多轮财政纾困政策的刺激，居民储蓄率升高明显，压低了实际利率，疫情也给全球的实际利率带来了进一步的下行压力。但目前这两方面因素相较年初都有变化，疫情负面影响渐渐消退、货币政策或将收紧，都或将拉动实际利率上行。
- **实际利率变化对于美国经济及大类资产的影响。**综合看影响美国实际利率的长中短期因素，中短期因素多给实际利率带来上升动力，但叠加长期因素的作用，我们认为实际利率仍将维持在历史平均水平以下。**实际利率对于财政来说，**主要通过影响联邦债务的净利息成本来直接影响联邦预算。预计未来长期国债的期限溢价将上升，美国财政预算将维持上升态势。**对于资产来说，**实际利率的走高可能利空黄金、利率债等，利好金融周期类或有健康资产负债表的企业。
- **风险提示：**美国经济复苏不及预期、货币政策宽松超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦
电话：010-58251904
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 轻转向，全球水龙头何时关？
(2021-06-19)
2. 缓步前行的复苏，韧性仍在——5月经济数据点评 (2021-06-16)
3. 一行两会重磅发言，美国通胀继续走高
(2021-06-11)
4. 变奏下的社融缓速与结构变化——5月社融数据点评 (2021-06-10)
5. 飞涨的PPI，后续如何？——5月通胀数据点评 (2021-06-09)
6. 进击的进口，偏弱的出口——5月贸易数据点评 (2021-06-07)
7. 国内外两率走势各异，说明什么？
(2021-06-04)
8. “三孩”四问，机会何在？
(2021-06-03)
9. 需求偏弱，成本仍高——5月PMI数据点评 (2021-05-31)
10. 升值溯源后，波动本因何在？
(2021-05-29)

目 录

1 追溯美国实际利率的波动周期	1
2 影响美国实际利率的长、中、短期因素	3
2.1 长期决定性因素.....	3
2.2 中期刺激性因素.....	5
2.3 短期波动性因素.....	6
3 实际利率变化对于美国经济及大类资产的影响	7

2011 年末，10 年期通胀保值债券（TIPS）收益率迎来负值，时隔近 10 年后的 2020 年初至今，10 年 TIPS 收益率维持在负值区间波动，实际利率等于名义利率和通胀预期的差值，通常 TIPS 可以被用来近似估计美国实际利率的走势。本文我们梳理了 21 世纪以来美国实际利率的波动周期，分析了影响它的长中短期因素，认为中短期因素将拉升美国实际利率，而由于长期因素作用，实际利率仍将低于历史平均水平，这对美国经济、财政政策以及大类资产配置产生影响。

1 追溯美国实际利率的波动周期

自上世纪 80 年代初以来，名义利率和实际利率都有所下降，而名义利率的下降幅度更大，这是由于实际利率在下降的同时，通胀预期也在下降。从 2000 年起，美联储经历了两轮完整的加息降息周期，从目前的情况看，第三轮降息周期结束。次贷危机后，通胀率基本维持在 2% 以内，实际利率长期处于下降趋势。

第一轮降息：2001 年 1 月-2003 年 6 月。2000 年互联网泡沫破灭、纳斯达克指数崩溃后，美国经济随之陷入危机，“911 事件”更令经济和股市雪上加霜，此时美国 GDP 增长率回落至 3% 以内，失业率回升至 5% 以上，面对衰退的经济，美联储从 2001 年 1 月启动降息，至 2003 年 6 月截止，共降息 13 次，将联邦基金目标利率由 6.50% 下调至 1.00%。而上世纪 70 年代石油危机之后，美国通胀中枢不断下移，即使 2001 年货币政策开启大水漫灌，仍未能推升通胀，2001 年 1 月美国 CPI 同比为 3.7%，2002 年 6 月 CPI 同比为 1.1%，到 2002 年下半年经济情况有所好转，通胀率有所回升，2003 年 3 月美国 CPI 同比上升 3%。在本轮降息期间，美国实际利率也在同步降低。

第一轮加息：2004 年 6 月-2006 年 6 月。经过降息后，美国经济有所喘息，2003 年下半年开始美国经济再次进入强劲复苏，需求快速上升带来通胀抬头，2004 年 GDP 增速恢复至 4% 附近，但此时失业率处于相对高位，通胀数据有所上升但幅度不大，为了抑制经济过热以及滞胀风险，美联储于 2004 年 6 月开始加息，本轮连续加息 17 次，每次加息 25 个基点，直至 2006 年 6 月停止加息。本次加息周期将联储利率从 1% 提升至 5.25%。自本轮加息以来，由于还有伊拉克战争等因素，美国 GDP 增速持续下降，至 2006 年美国 GDP 增速再度跌入 3% 以内，但此时通胀还是处于 2% 以上。在此期间，实际利率受经济增速拉动自 2005 年开始上升，由于通胀变化较小，实际利率的波动趋势基本与名义利率相同。

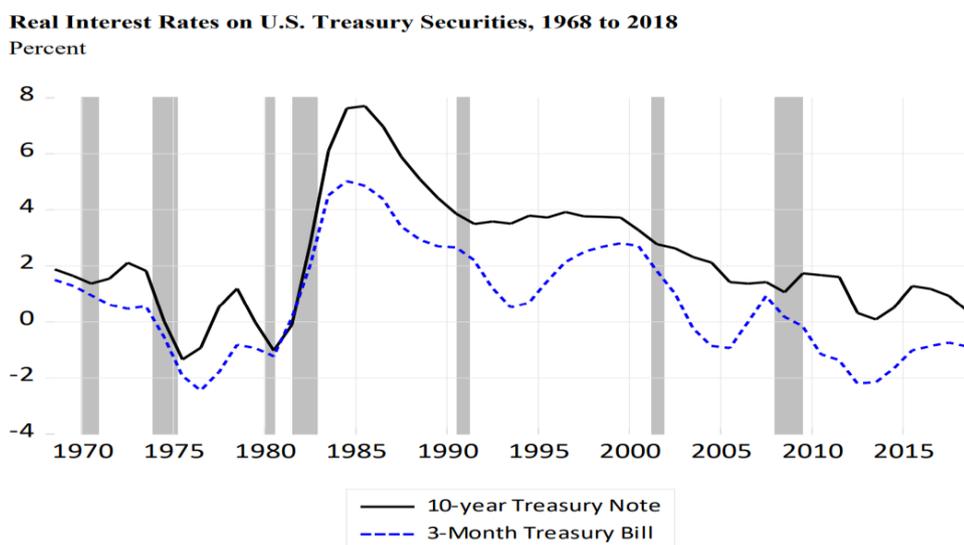
第二轮降息：2007 年 9 月-2008 年 12 月。受房地产泡沫破裂引发次贷危机的影响，美国乃至全球金融市场面临崩溃，消费者信心下滑。美国房地产市场经历了 16 年以来最严重的调整期。为了防止次贷危机进一步恶化影响经济，美联储在经济衰退来临之前抢先一步降低利率。截至 2008 年 12 月，美联储共降息 10 次，将联邦基金目标利率由 5.25% 下调至 0.25%，并开启了三轮量化宽松政策。2006 年上半年美国通胀整体处于上行通道，但在下半年美国 CPI、PCE 同比均快速下行，并于四季度跌破 2.0%。降息周期开启后，美国通胀率先是持续了一年左右的波动上行，接着又经历了一年左右的大幅下行周期并转负，2009 年 7 月美国 CPI 同比为 -2.1%，随后逐渐触底回升。与此对应，实际利率从 2007 年 9 月底开始迅速下行，从短期实际利率看，下降趋势持续到 2013 年，长期实际利率在此期间有所波动，但大体也处于下降趋势。

第二轮加息：2015 年 12 月-2018 年 12 月。2009 年美国失业率飙升至 9% 以上，GDP 增长率跌落至 -2% 以下，2010 年至 2015 年间，美国通过各种政策刺激经济，失业率不断走

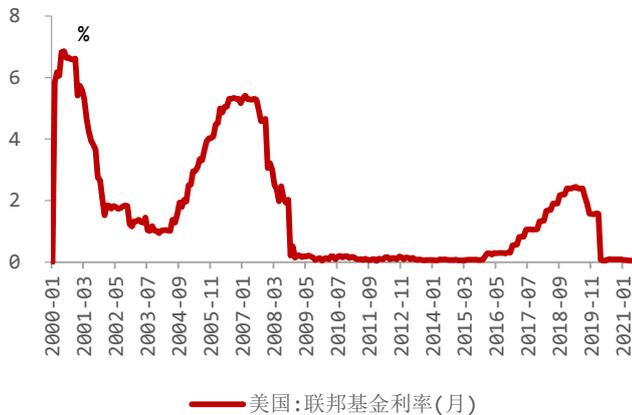
低，经济增长缓慢恢复，至 2015 年美国 GDP 增长率已经升至 2% 以上，失业率回落至 5% 附近，但此时通胀保持在相对低位，2015 年年底，美国的经济已经恢复至良好状态，通胀有抬头迹象。美联储加息 25 个基点，开启了本轮加息。本轮美联储共加息 9 次，联储利率从 0.25% 上升至 2.50%。在此之前，美联储于 2013 年 12 月宣布缩减 Taper，本次加息周期被视为紧缩政策的延续。在此期间，通胀位于震荡区间并伴随略微上行趋势，于 2018 年中接近 3% 后开始回落。短期实际利率有所回升，但仍维持在负值区间，长期实际利率于 2013 年后回升到 2015 年中开始回落。

第三轮降息：2019 年 8 月-2020 年 3 月。2019 年美国固定资产投资下滑，制造业数据创新低，通胀数据不达预期，经济不景气。此外，全球经济下行压力加剧，中美贸易摩擦增加经济不确定性。为防止经济下行周期的影响，美联储官员提前释放鸽派信号调整市场预期，2019 年 8 月 1 日降息可视为市场预期的兑现。2020 年新冠疫情出现，全球金融市场剧烈动荡，美国经济进一步受到影响，美联储在 3 月紧急降息两次。截至 2020 年 3 月，美联储共降息 5 次，将联邦基金目标利率由 2.50% 下调至 0%。本次降息前美国通胀率不足 2%，2019 年的 3 次降息将通胀率提高至 2.3%，但 2020 年受疫情影响通胀率严重下挫。同时，实际利率随之下滑，长期实际利率于 2020 年 1 月跌入负值区间。总体来看，因为同时受到通胀因素的影响，实际利率变动与名义利率变动趋势趋同，在经济不景气时多处于下降趋势，而经济景气时有所上行，但 2000 年后经过两轮完整加息降息周期后，美国实际利率大趋势走低没有改变，目前长期实际利率仍为负。

图 1：美国实际利率变化情况



数据来源：BLS、美联储、西南证券整理；注：图中实际利率为名义利率减通胀后三年移动平均计算得出

图 2：美国联邦基金利率经历周期情况


数据来源：Wind、西南证券整理

图 3：10 年美债名义及实际收益率对比


数据来源：Wind、西南证券整理

2 影响美国实际利率的长、中、短期因素

影响一国实际利率的因素较复杂，归结起来可以分为人口、经济增速等长期决定性因素、财政政策等中期刺激性因素以及像本次疫情、特殊时期的货币政策等短期因素，对这三方面因素详细分析后，我们对美国实际利率的后续走势给出研判。

2.1 长期决定性因素

首先，美国经济增速下降对近些年实际利率水平产生下行压力，随着经济复苏进程加快，后续有望提振实际利率水平。利率在一定程度上反映一国的经济强弱，从美国实际利率的周期也可以看出其与经济增速有着密切关系。在经济繁荣时期，市场情绪高涨，企业信心较足，投资积极性较高，对于货币的需求也较高，导致利率水平升高。从资本回报率方面来看，在经济繁荣时期，资本边际效率较高，作为实际资本成本的实际利率水平也相应较高。历史数据显示，实际利率水平同长期实际产出增长也存在着显著正相关关系。近几十年，美国实际利率水平持续走低，长期实际产出增长情况低迷是决定性因素之一。根据纽约联储对美国实际经济增长的测算，在综合考虑实际经济增速、通胀水平和联邦基金利率后测算出美国经济增长趋势，1970 年美国实际产出趋势增长为 3.63%，到 2015 年该值已经降低至 2.21%，45 年间美国实际产出增长情况整体呈现出下降趋势，导致美国短期实际利率在此期间也呈现出同样的持续下滑。2016 年后，美国实际产出增长出现上升趋势，实际产出增长指标从 2016 年的 2.15% 已经增加至 2020 年的 2.36%。在 2020 年疫情影响下，美国经济活动放缓使得其真实利率又受到下行压力，逐步下降。后续随着疫情的好转，预计美国实际产出增长将在短期延续回升态势，这有望提振美国后续实际利率水平。

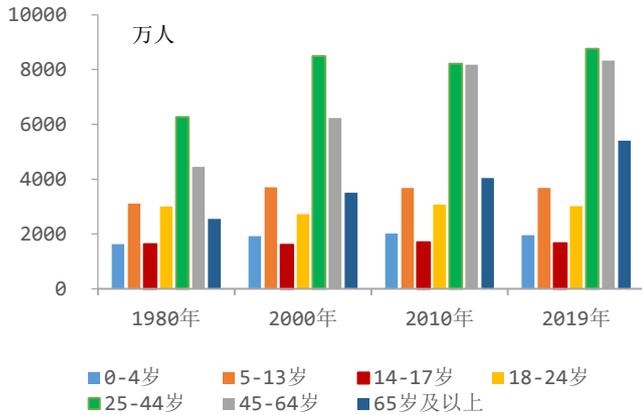
图 4：我国经常账户 2020 年二季度开始增长迅速


数据来源：Wind、西南证券整理

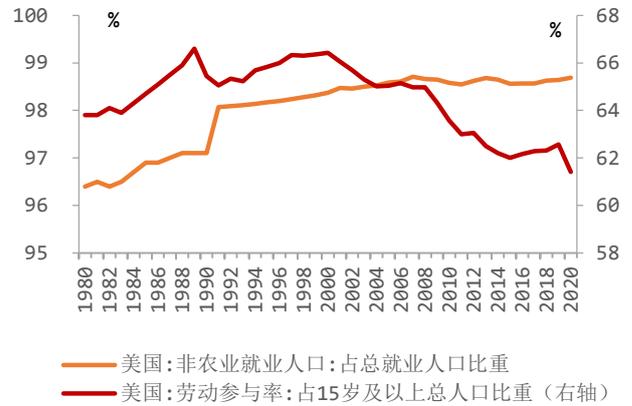
图 5：中美利差在 2020 年明显升高


数据来源：纽约联储、西南证券整理

根据目前美国人口结构及其长期趋势情况，预计人口因素会对实际利率水平产生下行压力。人口因素对于实际利率水平的影响主要通过两个渠道，**第一是劳动力供给**。受美国人口老龄化影响，美国劳动力市场可能会出现供给不足的情况，而在固定的资本存量下，劳动力供给不足会抬高资本劳动比率，进而导致资本边际回报降低，压低实际利率水平。目前，美国 65 岁及以上人口占比不断攀升，2000 年美国 65 岁及以上占比为 12.42%，到 2019 年该数值已经升至 16.46%，在美国老龄化逐年加重的情况下，美国劳动力市场供给收缩，给美国实际利率水平带来下行压力。同时，出生率的低增长在经过 15-20 年的时间后也会影响美国劳动力市场，进而对实际利率水平产生影响，2000 年美国生育率为 2.06，至 2019 年美国生育率已降至 1.71，另据 5 月美国疾控中心和国家卫生统计中心数据显示，目前美国新生儿数量已创逾 40 年新低，美国生育率长期低下也会一定程度抑制未来美国实际利率水平。**影响实际利率水平的第二个渠道是储蓄率**。储蓄率的变化会影响银行的负债成本，当储蓄率增加时，银行负债成本降低，进而导致贷款利率下行，降低实际利率水平。而储蓄率水平受储蓄意愿的影响，在中年至退休前这一段时期，出于预防与谨慎动机，人们会增加自己的储蓄意愿，用更多的储蓄以应对退休后所面临的医疗、养老等问题。随着美国 60 年代婴儿潮出生的人步入中老年阶段，美国整体储蓄意愿增加，对实际利率水平造成下行压力。从数据来看，经合组织对于美国家庭净储蓄率的判断逐年增加，从 2000 年的 4.15% 逐渐增加至 2019 年的 7.53%，另受疫情等短期因素影响，2020 美国家庭净储蓄率已增至 16.27%。虽然随着经济的好转，美国家庭储蓄率较疫情期间将逐步降低直至回归正常区间，但人口的大趋势仍会给美国实际利率带来下行压力。

图 6：美国人口结构变化，老龄化加深程度明显


数据来源：Wind、西南证券整理

图 7：近年美国劳动参与率呈下降态势


数据来源：Wind、西南证券整理

2.2 中期刺激性因素

中期来看，大型财政刺激政策的推出一方面由于提振经济，另一方面可能会增多债务供给，共同作用下推高美国实际利率的走势。最初在 2021 年 3 月 31 日，美国总统拜登在宾夕法尼亚州匹兹堡市宣布总支出 2.3 万亿美元的基建计划，用于重建美国基础设施和公共服务，为美国国民提供更多的就业岗位，这些由政府推动的经济计划预计在未来 10 年使美国增加几万亿美元的债务，但此基建计划一波多折，在参议院受阻后，白宫将预算总额削减至 1.7 万亿美元，规模缩减之后仍未通过。当地时间 6 月 23 日，美国参议院的跨党派议员团体表示，两党就大基建开支方案达成一致，将于当地时间 24 日与拜登商谈，在该框架下，美国政府将增加近 6000 亿美元的基建支出，包括道路、宽带网络、电网和其他设施，而这些支出将以美国政府增加的收入来抵消，若此次跨党派方案顺利通过，意味着拜登的计划将“零敲碎打”地推进。虽然较最初的计划规模相距甚远，但美国两党对推行基建计划的共识基本存在，争议多存在于资金来源问题上。对比 1933 年罗斯福在美国经济大萧条情况下推行新政，两者都强调通过增加政府支出，推动基础设施建设来增加就业，振兴经济发展。如果拜登基建计划推行，预计将对美国经济的增长、劳动力市场的复苏有一定程度的提振作用，中期可能推动美国实际利率的上行。

此外，债务供给的提高也在一定程度上推升了利率。随着拜登几轮财政刺激计划的推出，美国政府债务供给的需求增加，同时供给计划，但政府没有足够的资金来偿还债务，因此利率会上行。

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_20339

