

当美债收益率遇上“财政悬崖”

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

相关报告

- 1 宏观专题 20210322: 政府杠杆率从何处降?
- 2 宏观专题 20210329: 补库存要靠哪些行业?
- 3 宏观专题 20210405: 修路能否致富? ——拜登计划的现实与影响
- 4 宏观专题 20210426: 全球疫情反弹, 经济迎来拐点?
- 5 宏观专题 20210509: 假期服务恢复, 因何被低估?
- 6 宏观专题 20210524: “未富先老”还是“未富先降”? ——从经济发展视角看我国人口变化
- 7 宏观专题 20210531: 成本压力来袭, 哪些行业堪忧?
- 8 宏观专题 20210620: 消费下半场, 中国将接棒?
- 9 宏观专题 20210705: 猪价要见底了么?
- 10 宏观专题 20210724: Delta 变异毒株有多可怕?

投资要点

- **专题思考：当美债收益率遇上“财政悬崖”**
- 美国政府债务上限暂停期业已到期，而两党尚未就新的债务上限在国会中达成一致，美国已处于“财政悬崖”的边缘。**意在阻止政府无限制发债的“债务上限”沦为两党政治工具，一旦债务违约，利率很可能显著上升。**随着美国社会撕裂程度加剧，党派之间共识愈少，国会中关于“债务上限”的争论与扯皮只会更加频繁。而两党若无法及时就提高债务限制达成一致，美国政府便将面临停摆。
- 不过，**主权债务危机发生是小概率事件。**在以美国主权信用为赌注的赌局中，两党中没有真正的赢家，最终必将相互妥协。从美国政治背景来看，2011年美国财政悬崖其实与2012年总统大选存在相当程度的联系。而2022年则是国会中期选举之年，共和党大概率老调重弹。
- 从历史经验上来看，**在债务触顶之后与上限再次提高之前，长期美债收益率大多呈下行态势，而在新的债务上限通过之后，长端收益率均有回升。**债务触顶之后，财政部无法发行新债，一方面市场上国债供应出现中断，另一方面因财政悬崖而引发的市场不稳激发避险情绪，于是国债需求抬头，收益率走低。不过，当新的债务上限出台后，利率下行压力将出现明显缓解。此外，今年下半年美联储大概率会释放缩减购债的信号。以史为鉴，我们认为，今年国会批准提高限额的时间将迫近10月份债务违约节点。而目前释放QE退出信号的时间尚不确定，若信号释放的节点晚于10月份，则长端美债收益率大概率呈“V”字态势。
- **一周扫描：**
- **疫情：全球疫情依旧严峻，各国加快接种步伐。**最新一周，全球新冠肺炎新增确诊与死亡病例录得约449.2万与6.8万，美国仍深陷疫情漩涡，东南亚疫情形势继续恶化。
- **海外：美参议院通过基建法案，初请失业金人数下降。**美联储内部鹰派声音逐渐强势，参议院通过基建法案。欧洲央行管委认为通胀上升或加速，美国7月CPI涨幅与上月持平，PPI同比增长7.8%，就业市场初请失业金人数连续三周下降。
- **物价：食品价格指数回升，国际油价继续走低。**本周商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格均值环比分别上升0.6%、0.3%。8月以来商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比均有所回升。本周国际油价走低，国内钢价稳定，煤价上行。
- **流动性：资金利率上行，美元指数上涨。**资金利率有所上行。本周DR001周度均值环比上行32.6bp，DR007周度均值环比上行20.7bp。R001周度均值环比上行34.1bp，R007周度均值上行18.6bp。本周美元指数均值小幅上涨至92.9。
- **大类资产表现：钢铁领涨权益，债券利率上行。**A股中证500指数、上证指数本周领涨。黑色系焦炭、螺纹钢继续引领大宗，本周分别上涨5.7%和1.9%。铁矿石本周跌幅放缓，焦煤由涨转跌。本周10年期国债收益率周度均值上行5.1bp，10年期国开债收益率周度均值上行3.2bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

| | |
|----------------------------------|--------|
| 1. 专题思考：当美债收益率遇上“财政悬崖” | - 4 - |
| 2. 疫情：全球疫情依旧严峻，各国加快接种步伐 | - 6 - |
| 3. 海外：美参议院通过基建法案，初请失业金人数下降 | - 8 - |
| 4. 物价：食品价格指数回升，国际油价继续走低 | - 9 - |
| 5. 流动性：资金利率上行，美元指数上涨 | - 12 - |
| 6. 大类资产表现：钢铁领涨权益，债券利率上行 | - 13 - |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|--------|
| 图表 1: 美国党派冲突指数..... | - 4 - |
| 图表 2: 美国联邦债务法定上限 (十亿美元)..... | - 5 - |
| 图表 3: 十年期美债收益率“V”字走势 (%)..... | - 6 - |
| 图表 4: 各经济体每日新增病例数量 (七日移动平均, 万例)..... | - 7 - |
| 图表 5: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)..... | - 7 - |
| 图表 6: 各经济体疫苗覆盖率 (%)..... | - 8 - |
| 图表 7: 美国 CPI 各分项同比增速 (%)..... | - 9 - |
| 图表 8: 美国初领和续领失业金情况 (万人)..... | - 9 - |
| 图表 9: 农产品批发价格 200 指数..... | - 10 - |
| 图表 10: 食用农产品价格指数..... | - 10 - |
| 图表 11: 猪肉批发价格 (元/公斤)..... | - 10 - |
| 图表 12: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)..... | - 11 - |
| 图表 13: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)..... | - 11 - |
| 图表 14: 螺纹钢价格 (元/吨)..... | - 12 - |
| 图表 15: 动力煤及焦煤价格 (元/吨)..... | - 12 - |
| 图表 16: R001 和 DR001 利率 (%)..... | - 12 - |
| 图表 17: R007 和 DR007 利率 (%)..... | - 12 - |
| 图表 18: 央行公开市场操作 (亿元)..... | - 13 - |
| 图表 19: CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率..... | - 13 - |
| 图表 20: 美元指数..... | - 13 - |
| 图表 21: 大类资产表现 (%)..... | - 14 - |
| 图表 22: 申万行业表现 (%)..... | - 14 - |
| 图表 23: 10Y 国债和国开债收益率 (%)..... | - 15 - |
| 图表 24: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)..... | - 15 - |

1. 专题思考：当美债收益率遇上“财政悬崖”

美国政府债务上限暂停期业已到期，而两党尚未就新的债务上限在国会中达成一致，美国已处于“财政悬崖”的边缘，这一局面后续将如何演进？又会给资产定价之锚——美债收益率带来怎样的影响？本文对此进行展开分析。

意在阻止政府无限制发债的“债务上限”沦为两党政治工具，一旦债务违约，利率很可能显著上升。“债务上限”是由美国国会为政府设置的最高负债水平，该限制设置的初衷自然是限制白宫无限制举债从而缓解不断积累的债务风险。从实际运作效果上看，只要政府与国会就支出与财政预算方面没有重大分歧，债务上限基本“形同虚设”。换句话说，“债务上限”本质上是立法权（国会）牵制行政权（政府）的一种手段，而国会中民主、共和两党都占据相当部分席位，当两党无法就财政支出达成一致时，限制债务自然就成为给对方党派政府“使绊子”的有效手段之一。随着美国社会撕裂程度加剧，党派之间共识愈少，国会中关于“债务上限”的争论与扯皮只会更加频繁。而两党若无法及时就提高债务限制达成一致，美国政府便将面临停摆、甚至可能因无法履行义务（比如支付国债利息等）而导致信用破产。一旦出现债务违约，将会存在美国市场利率显著上升和美元大幅贬值的风险。

图表 1：美国党派冲突指数



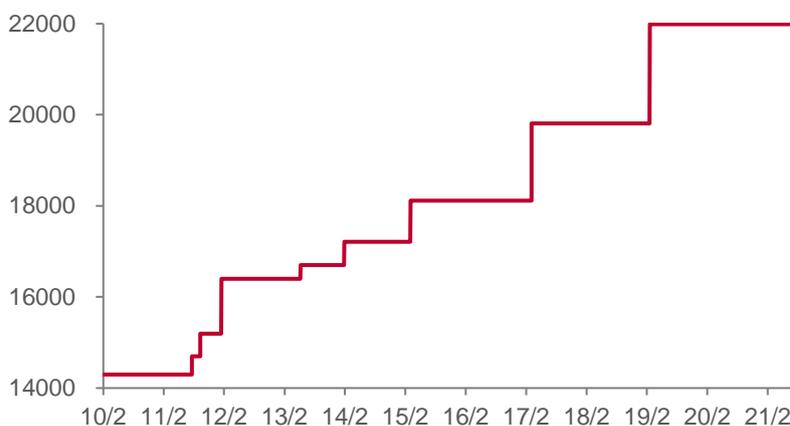
来源：费城联储，中泰证券研究所

不过，主权债务危机发生是小概率事件。在以美国主权信用为赌注的赌局中，两党中没有真正的赢家，最终必须相互妥协。毕竟主权债务违约的责任，无人能承担。“债务上限”虽然是美国两党斗争的有效手段之一，但需要注意的是该手段的功效主要在于“干扰、阻挠”，在执政党适当做出让步之后，反对党最终还是须在美政府债务违约之前同意提高债务上限。毕竟这是一场以美国主权信用为筹码的极限施压博弈。

以 2011 年美债危机为例，当年 5 月 16 日奥巴马政府债务触及了 14.29 万亿债务上限，财政部发布警告在采取非常规财政管理措施的情况下，若债务上限无法提升，那么 8 月 2 日之后，美政府就会面临债务违约。在经历了参众两院各一次否决债务上限提高方案之后，国会终于在 8 月 2 日批准了新的削减赤字与债务限制提高方案。

从美国政治背景来看，2011 年美国财政悬崖其实与 2012 年总统大选存在相当程度的联系，共和党并不会轻易让民主党政府稳定过渡到 2012 大选之年，美国债务危机更像是打击奥巴马的一件武器。而 2022 年则是国会中期选举之年，共和党大概率老调重弹。目前，根据 WSJ 报道，已有 46 名共和党参议员公开表示拒绝参与债务上限调整，这次或许又是一次“极限操作”。

图表 2：美国联邦债务法定上限（十亿美元）

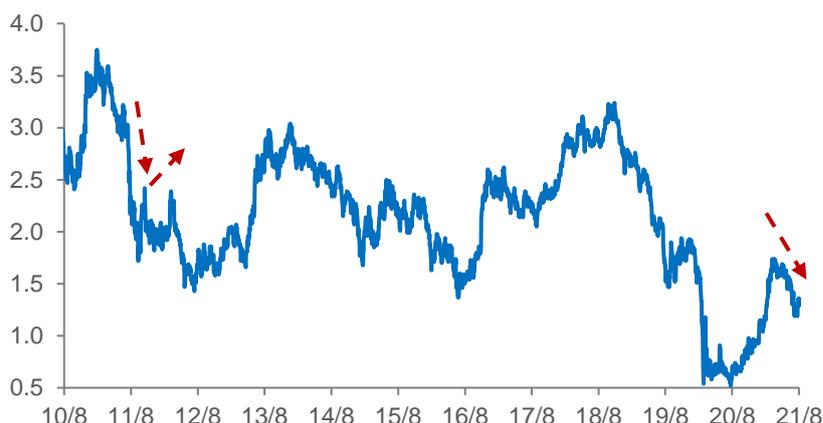


来源：Wind，中泰证券研究所

从历史经验上来看，在债务触顶之后与上限再次提高之前，长期美债收益率大多呈下行态势，而在新的债务上限通过之后，长端收益率均有回升。无论是 2011 年 5 月 16 日-8 月 2 日、2013 年 1 月 1 日-1 月 23 日，抑或是 2013 年 9 月 25 日-10 月 17 日，10 年期美债收益率均出现不同程度下降，其背后逻辑大体一致，债务触顶之后，财政部无法发行新债，一方面市场上国债供应出现中断，另一方面因财政悬崖而引发的市场不稳激发避险情绪，于是国债需求抬头，价格上升，收益率走低。同理，在财政悬崖危机缓解之后，新债恢复发行，市场情绪得到安抚，债券利率又有所回升。本次债务触顶之后，国债市场不仅没有增量，短期国债流通量还正在收缩，从 5 月至 7 月短债流通量共收缩 2.34 万亿美元，同时流动性又十分充足，长端利率在供需作用下出现回落。不过，当新的债务上限出台后，利率下行压力将出现明显缓解。

此外，今年下半年美联储大概率会释放缩减购债的信号，因此第三、四季度美债收益率走势还需考虑 QE 正式退出的影响。而历次 QE 临近退出之前，长期美债收益率均有上升。今年的情况与 2011 年的情形有颇多相似之处，以史为鉴，我们认为，今年国会批准提高限额的时间将逼近 10 月份债务违约节点。而目前释放 QE 退出信号的时间尚不确定，若信号释放的节点晚于 10 月份，则长端美债收益率大概率以 10 月初为拐点大体呈“V”字态势。当然，下半年美债收益率走势同样需要密切关注新冠疫情的演变态势。

图表 3: 十年期美债收益率“V”字走势 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

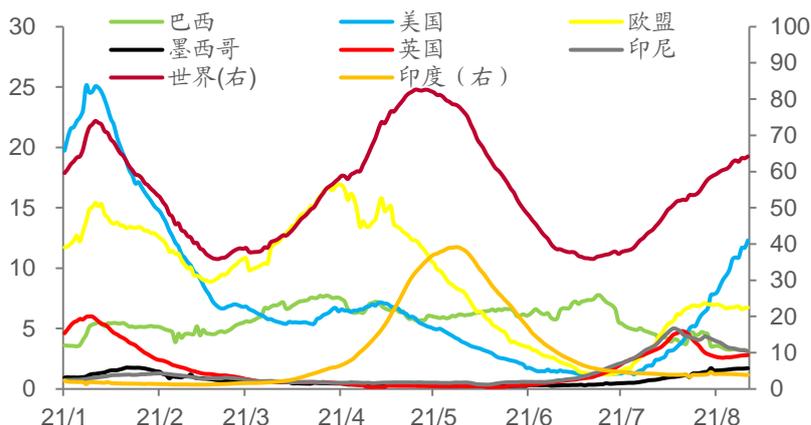
2. 疫情: 全球疫情依旧严峻, 各国加快接种步伐

全球新冠肺炎新增确诊与死亡数量仍在上升。世界卫生组织近日警告称, 如果疫情继续按照当前趋势发展, 到明年年初, 全球新冠肺炎病例可能会超过 3 亿例。最新一周, 全球新冠肺炎新增确诊与死亡病例录得约 449.2 万与 6.8 万, 新增确诊较前一周上升 5.7%, 新增死亡上升 3.6%。美国 (14 万)、印度 (4 万)、伊朗 (4 万)、巴西 (4 万)、英国 (3 万) 是单日新增确诊病例数最多的五个国家。世卫组织呼吁世界各国领导人向较贫穷国家提供更多检测用品、治疗方法和疫苗来减缓传播速度。

美国仍深陷疫情漩涡, 澳大利亚首都“封城”。连续数天, 美国每日新增确诊病例数在十六万左右的高位徘徊。美国疾病控制和预防中心主任瓦伦斯基在近日举行的白宫疫情简报会上表示, 美国新冠疫情依旧严峻, 有 90% 以上的县存在较高的新冠病毒传播率。由于新冠疫情没有缓解, 澳大利亚第二大城市墨尔本将再度延长“封城”, 这是墨尔本第六次“封城”, 首都堪培拉及周边地区也于近日进入为期 7 天的“封城”状态。东南亚疫情形势继续恶化。菲律宾单日新增接近 1.3 万例, 接近今年四月的峰值水平; 马来西亚已经连续一个月新增确诊病例突破万例。

据世界卫生组织统计, 全球目前已出现的阿尔法、贝塔、伽马、德尔塔毒株, 被标记为“需要关注”的变异病毒; 埃塔、约塔、卡帕和拉姆达毒株则被标记为“需要留意”的变异病毒。变种病毒“拉姆达”已在全球多国流行, 美国目前已经有 1000 多例感染此种变异病毒的患者。

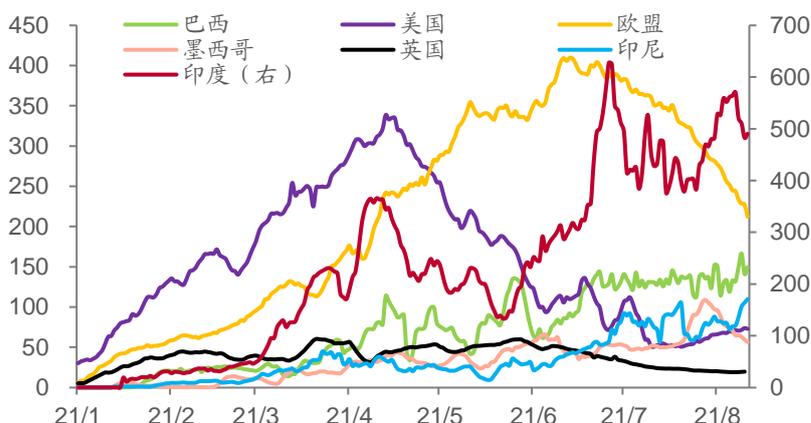
图表 4: 各经济体每日新增病例数量 (七日移动平均, 万例)



来源: Our World in Data, 中泰证券研究所

为了降低民众感染新冠病毒的几率, 各国都在加快接种疫苗的步伐。最新数据显示, 印度累计新冠疫苗接种已经达到了 5 亿剂次, 接种速度加快; 美国、英国疫苗接种量维持相对稳定; 日本、德国疫苗接种量有所下降。中国疫苗接种量有所放缓, 现日接种量约 1343 万剂, 每百人疫苗接种剂数比例已达到 126.46%。

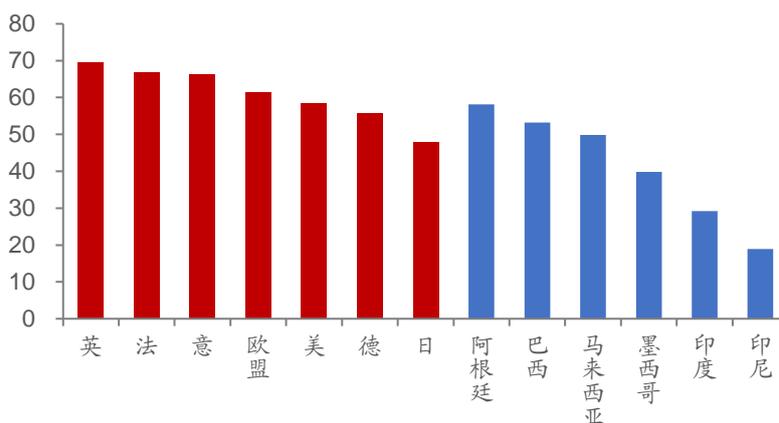
图表 5: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)



来源: Our World in Data, 中泰证券研究所

全球疫苗分配不均、接种不平衡问题仍然突出。在全球疫情反弹蔓延、新冠病毒不断变异的背景下, 发展中国家面临着更严峻的挑战。当前已有多个发达国家被爆出疫苗过期浪费的问题, 而在大部分发展中国家, 数以亿计的人们仍在等待接种第一剂疫苗。最新数据显示, 英国疫苗覆盖率已接近 70%, 而疫情形势严峻的东南亚国家疫苗接种率依旧较低。外交部近日发言提到, 中国迄今为止已向全世界 100 多个国家特别是发展中国家提供了约 8 亿剂疫苗, 以实际行动践行将中国疫苗作为全球公共产品的承诺。

图表 6: 各经济体疫苗覆盖率 (%)



来源: Our World in Data, 中泰证券研究所, 红色为发达国家或地区, 蓝色为发展中国家

3. 海外: 美参议院通过基建法案, 初请失业金人数下降

美联储内部鹰派声音逐渐强势, 参议院通过基建法案。被视为鹰派的达拉斯联储主席卡普兰称, 美联储应在 9 月宣布减码 QE 的决定, 并从 10 月开始执行; 堪萨斯城联储主席乔治对劳动力市场表示乐观, 称美联储需要采取行动削减货币刺激规模; 旧金山联储主席戴利表示美联储可能会在今年底前开始缩减资产购买规模; 里士满联储主席巴尔金认为美国劳动力市场正朝着美联储缩减购债标准的水平迈进。本周, 美国参议院以 69:30 的投票结果通过两党基础设施建设法案, 新增支出约为 5500 亿美元。在美国政治极化情况严重的当下, 该法案的通过无疑是两党合作的重要突破。

欧洲央行管委认为通胀上升或加速, 日本讨论制定“绿色 GDP”。欧洲央行管委魏德曼称, 欧元区的通胀可能会以更快的速度加剧, 认为欧洲央行不应该在债券购买计划上拖延, 并指出欧洲央行的紧急资产购买计划 (PEPP) 必须在疫情结束后停止。日本政府将制定将温室气体减排进度与国内生产总值相结合的新指标, 这一指标定位为区别于现有 GDP 的“绿色 GDP”。日本近年的排放量正在减少, 预计新指标的增长率将不断提高。

美国 7 月 CPI 同比增速持平上月, 核心 CPI 增速放缓。美国劳工部数据

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_25196



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn