

研报精选

2023年11月26日 第147期

宏观专栏

部分人口回流大城市

报告认为，多项数据表明，随着疫情影响消退，2023年起部分人口或重新开始回流大城市。这一变化可能有三层含义。一是某些区域经济指标的改善或许与人口增加有关。二是人口回流大城市有利于支撑中期的经济增速。三是人口流出地区的房价将面临更多不确定性。

如何理解美国消费数据“打架”？

2023年三季度以来美国消费者信心走弱等现象与实际消费支出的强劲表现有所背离。报告认为，这是情绪影响和计算误差等因素所导致。往前看，美国持续高企的利率还是会抑制消费。

专题聚焦

升破7.2之后，人民币是否还有回升空间？

报告认为，外部环境的变化是人民币汇率近期回升的重要原因。往年底看，季节性结汇、反身性的进一步演绎、出口回暖以及美元指数继续保持弱勢等因素将支持人民币汇率走强。

财政与美债3：利率的悲喜之间

报告认为，明年美债利率下行会是大趋势，但需掌握好下行的节奏，而财政发债的变化和经济增长因素将是主要抓手。从更长期的视角来看，美债利率中枢或已较新冠疫情前出现结构性抬升。

宏观专栏

部分人口回流大城市

1996至2019年，中国保持了城镇化率年均上升1.4ppt的趋势，但是2020至2022年，中国城镇化率出现了放缓的现象。我们认为，多项数据表明，随着疫情影响消退，2023年起部分人口或重新开始回流大城市。这个变化可能有三层含义。一是对于区域经济指标来说，某些指标的改善或许有人口增加的影响（比如消费的增长）。二是人口回流大城市有利于支撑中期内经济增速。三是对于房地产市场来说，在总量承压的背景下，人口流出地区的房价面临不确定性可能多一点。

2020至2022年中国城镇化率有所放缓。1996至2019年，中国保持了城镇化率年均上升1.4ppt的趋势。但是2020至2022年，中国城镇化率出现了放缓的现象。无论是常住人口城镇化率还是城镇就业占整体就业的比重增长都有所放缓，甚至城镇就业占整体就业的比重在2022年出现了小幅下降。由于城市GDP构成中第三产业占比更高，前期受疫情影响更大，使得人口向城市迁移的趋势或有所放缓。

2023年起人口或回流大城市。我们认为，多项数据表明，随着疫情影响消退，2023年起人口或重新开始回流大城市。

► 一是移动电话用户数。从北京、天津、上海、重庆四个直辖市与全国其余地区的移动电话用户数比较来看，2022年四个直辖市整体低于全国其余地区，但是2023年起四个直辖市的移动电话用户数增长开始加速，并重新超过了全国其余地区。细分来看，四个直辖市的移动电话用户数皆从2023年起呈现快于全国其余地区的增长趋势。

► 二是城市客运量和百度迁徙指数。城市客运量包括公共汽电车、城市轨道交通、巡游出租汽车、客运轮渡，可以用来表征城市人口数量。比较北京、天津、上海、重庆四个直辖市与全国的城市客运量较2019年的增速，四个直辖市2022年前9月为-41.5%，低于全国的-35.1%，但是2023年前9月为-22.5%，高于全国的-24.2%。虽然可能因为疫情后出行方式的变化使得无论四个直辖市还是全国的城市客运量都要低于2019年，但是两者增速上的差异或仍能反映2023年起人口或回流大城市。百度迁徙指数也显示，2023年前10月，流入北京、上

海、广州、深圳四个一线城市的规模较2021年前10月上升63.3%，高于全国的56.6%。

► **三是大城市和整体失业率差异。**2020年前，31个大城市的调查失业率基本都低于全国调查失业率，显示大城市就业机会相对更好，从而吸引人口向大城市流动。但是2020年之后，服务业占比更高的大城市受疫情影响相对更大，使得31个大城市的调查失业率开始高于全国调查失业率。2023年开始，随着疫情影响消退，31个大城市与全国的调查失业率之间的差异开始收窄，2023年10月已经收窄至0。

► **四是分区域的GDP数据。**作为一个总量数据，GDP的增速除了取决于人均水平增速以外，还与人口数量息息相关。以2019年为基期，2023年第三季度，北京、天津、上海、重庆四个直辖市的GDP复合同比增速为4.3%（2023第二季度为3.7%），与其余省份的4.6%（2023第二季度为4.9%）之间的差距明显缩窄。

► **五是分区域的CPI居住分项数据。**人口流入往往造成相关区域的房租上涨，从一二线城市和全国的CPI居住分项当月同比来看，2022年前者基本低于后者，而进入2023年后，前者开始高于后者。这与2022年人口相对流出大城市，2023年人口相对流入大城市的判断相一致。

人口回流大城市至少有三层市场含义。一是对于总量类分区域经济指标来说，需要关注人口流动带来的数据变化。例如某一城市的社会消费品零售总额增长背后，可能并不完全是人均消费支出的上升，也有可能是由人口流入所带来的。二是人口回流大城市有利于支撑中期内经济增速。由于大城市劳动生产率相对更高，人口向大城市流动，有助于支撑中期内整体劳动生产率以及经济增速。三是对于房地产市场来说，在总量承压的背景下，三四线等人口流出地区可能面临更大的下行压力。

以上观点来自：2023年11月19日中金公司研究部已发布的《部分人口回流大城市》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

如何理解美国消费数据“打架”？

三季度以来美国消费者信心走弱，居民超额储蓄持续消耗，信用卡利率大幅上升，但实际的消费支出却表现强劲，如何理解这些现象？我们分析认为，消费者信心容易受情绪影响，会低估真实的消费力；超额储蓄的计算有一定参考价值，但其计算误差较大；信用卡利率虽上升，但整体违约率仍然较低。往前看，我们倾向持续高企的利率还是会抑制消费，但如果没有外部冲击，后续消费的放缓或是渐进的。

近期美国消费者信心等“软指标”走弱，但实际消费支出等“硬指标”表现强劲。例如，密歇根大学消费者信心指数自8月起连续四个月下滑，消费者表示对于高利率的负面影响担忧加剧，而地缘冲突紧张局势与不确定性也给消费者带来压力¹。咨商会（Conference Board）的消费者信心数据也于近期下滑，当前整体水平比疫情前更低²。但另一方面，反映实际经济活动的消费“硬数据”却表现良好，三季度美国实际个人消费支出（PCE）强劲，上周公布的9月（修正值）和10月零售销售也好于市场预期，这些都与调查数据所显示的情况不一致。

这种背离在对价格和利率敏感的耐用品方面表现突出。实际支出的数据显示，今年三季度耐用品消费支出的同比增速在4.5%左右，这与2018年三季度的水平大致相当，但如果考察密歇根大学调查报告中对于“当前是否是购买耐用品的好时机”这一问题的反馈，认为当前是好时机的受访者比例远低于2018年三季度的水平。由此可见，消费者“说的”和“做的”并不完全一样。

如何理解上述现象？我们认为一种可能是疫情后美国物价水平大幅上涨让消费者感到沮丧，特别是与疫情前的2019年比较，对于高物价的不满使得其在受访时容易给出负面的回应，但在实际进行购买时，消费者主要依据就业、

¹ <http://www.sca.isr.umich.edu/>

² <https://www.conference-board.org/topics/consumer-confidence>

收入与资产负债表状况做决策，而这几个方面都还比较有韧性。

比如，今年美国物价上涨的速度（即通胀率）虽已从去年高点时的9%大幅下降至4%左右，但对于广大消费者来说，他们更关注物价的绝对水平而不仅仅是增速，特别是与疫情前的2019年相比，当前商品与服务价格要高很多，而且多数价格是“永久性”上涨，基本不大可能再回到疫情前水平，这使得他们在受访时更容易表现出对生活成本上升的不满。但在进行实际购买时，消费者的决策主要由就业与收入（预期）决定，由于就业市场仍然紧俏，劳动者工资收入稳步增长，再加上居民资产负债表健康，资产价格上涨带来财富效应释放，实际的消费支出得到支撑。

关于消费还有一个争议，那就是美国居民的过剩储蓄还有多少？此前有一种观点认为，过剩储蓄即将耗尽，消费增长将受到明显抑制，这种观点是基于旧金山联储2023年8月的一篇工作论文，该论文假设美国居民延续疫情前的储蓄趋势，并将疫情后每个月高于趋势的储蓄定义为过剩储蓄，每个月低于趋势的储蓄认为是对过剩储蓄的消耗，由此得出过剩储蓄将消耗殆尽³。

我们在Q3 GDP点评报告《美国经济增长动能仍然较强》中曾指出，这种计算方法有一定参考价值，但也存在误差较大的问题——如果疫情后储蓄因为某种原因而持续结构性下降，那么按照疫情前储蓄趋势计算出的过剩储蓄就会被低估；如果疫情前的储蓄数据被向下修正，那么当前的过剩储蓄也会变的更多。旧金山联储在11月8日修正了对于过剩储蓄的计算，最新结果显示过剩储蓄仍有4000亿美元，可支撑消费至2024年上半年⁴。旧金山联储的解释是美国经济分析局（BEA）更新了居民收入与支出的数据，新的数据显示疫情前的趋势储蓄率比此前测算的更低。

旧金山联储的计算考察的是流量储蓄，即收入与消费的差额，如果我们看美国居民的存量储蓄，结果显示的储蓄水平仍然较高。我们将存量储蓄定义为现金、银行存款、以及货币基金的总和，也就是居民持有的流动性资产，截至

³ <https://www.frbsf.org/our-district/about/sf-fed-blog/excess-no-more-dwindling-pandemic-savings/>

⁴ <https://www.frbsf.org/our-district/about/sf-fed-blog/data-revisions-and-pandemic-era-excess-savings/>

今年2季度，该储蓄水平约为19.4万亿美元，比2022年1季度峰值的近20万亿美元下降，但仍高于疫情前。我们也计算了存量储蓄与GDP的比值，结果显示也比疫情前更高，这说明当前美国居民不缺乏流动性。总而言之，对于储蓄的不同计算方法可能导致对居民消费能力的解读不一样。

另一个市场关心的问题是美国信用卡利率大幅上升的影响有多大？数据显示，2023年3季度美国商业银行平均信用卡利率已大幅抬升至21.2%，市场担心在如此高的利率之下，消费者违约率将上升，对消费带来拖累。但从信用卡违约率的数据看，尽管去年以来有所上升，但整体水平仍然只有2.8%，处于历史上较低水平。此外，从居民部门的存量违约债务来看，逾期与违约的债务占总体债务的比例不到4%，也处于过去二十年来的低位。结合前面提到的过剩储蓄仍未用尽，居民流动性资产较为充足，我们认为信用卡利率上升的影响在短期内或有限。

往前看，持续高企的利率还是会抑制消费，但如果没有外部冲击，消费的放缓或是渐进的。我们认为近期市场对美国经济的担忧主要与两个冲击有关，一是美债利率大幅上冲导致金融条件收紧，二是地缘冲突增加了能源价格走势的不确定性。但进入11月以来，这两个冲击都有所减弱，一方面，随着美国通胀数据放缓，美联储进一步加息的必要性下降，目前CME显示的市场认为12月不加息的概率已达到100%⁵。另一方面，全球油价并未随着地缘冲突升级而进一步上涨，布伦特油价已基本抹去了10月初以来的涨幅。如果这些冲击是短暂的，那么对消费支出的影响或是可控的，我们倾向美国消费在短期内保持韧性，直至出现额外的外部冲击或是劳动力市场显著走弱。

以上观点来自：2023年11月20日中金公司研究部已发布的《如何理解美国消费数据“打架”？》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

⁵ <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html?redirect=/trading/interest-rates/countdown-to-fomc.html>

专题聚焦

升破7.2之后，人民币是否还有回升空间？

人民币汇率升破7.20

11月20日人民币汇率开盘后继续升值，一度触及7.17点位，离岸人民币日内最大涨幅逾500基点。

人民币汇率的升值属于顺势“跟涨”

我们在月初判断内外因素短期将继续利好人民币汇率（详情参考《[人民币汇率是否已经越过年内低点？](#)》）。从月初至今的走势看，我们认为外部环境的变化或是人民币汇率回升的更重要原因。11月以来，美元指数回调了2.57%：主要的发达经济体货币欧元、澳元、瑞郎、英镑和新兴市场国家货币墨西哥比索、韩元、巴西雷亚尔、印尼卢比、马来西亚林吉特和泰铢等货币在本月的涨幅都超过了2%。在美元走弱、非美货币集体走高的宏观环境下，人民币涨幅约1.95%，实际表现在非美货币排名偏后。在外部环境的带动下，人民币汇率大体上处于顺势“跟涨”状态，并非单独走强。

“三价合一”完成后，仍有几个因素支持人民币汇率进一步走强

随着在岸人民币汇率升破7.17，人民币汇率实现了在岸、离岸和中间价的“三价合一”，本轮反弹的第一目标已经实现。此后，我们预计行情的随机性将有所加大，人民币或进入双向波动的阶段。不过，我们认为本轮人民币汇率的回升行情很可能还没有结束。因为往年底看，我们仍然看到有以下几个支撑汇率的因素：1、季节性结汇；2、反身性；3、出口回暖；4、美元指数进一步下行的可能性。

季节性因素的支持。人民币在11、12和1月存在偏向升值的季节性。在过去的6年中，人民币在每个11、12月均实现了升值，人民币平均的升值幅度为1%和1.2%，而在过去的7个1月中（包含2023年），人民币汇率有6次升值，1次走平，平均升幅是1.5%。季节性升值背后的原因或是出口商在年底和春节前的时点有结汇回款需求。这段时间外汇市场的美元供应会有所增加。

反身性的进一步演绎。当人民币脱离7.30附近并且开始连续升值之后，我们认为年内进一步往7.40方向贬值的预期或逐渐被扭转。预期扭转或引发此前延迟结汇的头寸加速入场，进而引发反身性行情。截至今年9月份，年内国际货物贸易顺差与货物贸易结售汇顺差的差额累计达2608.9亿美元，仅次于2022年的2903.2亿美元，并远高于2021年的1566.7亿美元。大量未结汇的贸易顺差很可能意味着一旦市场对汇率预期发生转变，人民币汇率有可能显著反弹。我们亦统计发现之前的5轮人民币汇率贬值行情中，人民币汇率有4次在汇率触底之后的3个月显著反弹，平均涨幅是4.2%。我们认为潜在的结汇需求入场将会是推动人民币汇率回升的一大力量。

出口回暖的支持。以美元计价的10月出口同比下滑6.4%，从近3个月的维度看，总体跌幅在收窄。而受欧美假期需求旺盛因素影响，年底是出口旺季，一般11和12月的出口环比都会有所反弹，16-21年的11月份出口当月金额（以美元计）较10月平均提高198亿美元。而去年因疫情的影响基数偏低。若11月的出口环比变化符合季节性，那么当月的出口同比数将有望转正。当2017年和2020年人民币汇率回升时，都有出口增速恢复的带动。因此我们相信若出口持续恢复，人民币汇率或能从中得到正面支持。

美元指数继续保持弱勢。上周美元指数跌破了100天移动平均线，技术上指向200天移动均线103.60一带。由于短期美国将进入重要经济数据的空窗期，在技术破位以后，我们预期美元指数或将在下一个重要的数据公布之前（12月8日的就业数据）保持偏弱的态势。而从季节性的角度看，美元指数亦有年末走弱的季节性（详情参考《[评央行调降外汇存款准备金率](#)》）。因此，我们也不能排除12月美元进一步走弱的可能性。当然，我们认为美元指数后续具体的下行空间除了看美国的经济数据和货币政策预期之外，也要观察非美经济相对变化。2022年底的美元指数的大幅回落除了美国经济数据转弱之外，也有欧洲四季度经济数据边际转好和中国疫情政策优化的支持等非美经济转好等因素的共振。今年欧洲经济在三季度表现挣扎，我们不排除四季度边际好转的可能性。而中国经济在三季度已经开始边际好转，后续若有进一步的财政支持和风险化解方案出台。中国经济的预期也有望在年底保持向好的态势。非美经济预期的

边际转变或将成为美元年底保持弱势的重要影响因素。

在上述几个因素的支撑下，我们认为人民币汇率到年底前仍有一定的回升空间，具体幅度或取决于国内经济预期的好转程度。

中间价或恢复弹性

11月20日中间价较前一个交易日大幅调升了116个基点，报7.1612，是自9月下旬中间价横盘以后首次脱离7.17-7.18的窄幅波动区间。此前中间价在7.17平台横盘约2个月，逆周期因子的使用程度也达到了有记录以来的最高水平。我们相信，随着即期汇率回到中间价设定的水平，未来的中间价或逐步向“收盘价+一篮子货币”的常态化定价靠拢，弹性也将逐步恢复。



以上观点来自：2023年11月21日中金公司研究部已发布的《升破7.2之后，人民币是否还有回升空间？》

李刘阳 分析员 SAC 执证编号：S0080523110005 SFC CE Ref: BSB843

专题聚焦

财政与美债3：利率的悲喜之间

美联储在11月的FOMC会议上再次暂停加息，并释放出了鸽派信号，认为美债利率过快上涨起到了收紧金融条件的效果。美国10月经济数据表现偏弱，ISM PMI、CPI等指标均低于市场预期，催化货币政策乐观预期。芝商所联邦基金期货交易结果显示，市场预判本轮加息达峰并最快可能于明年5月开启降息，年底或降至4.25%-4.5%的区间。而财政方面，4季度美国财政部再融资计划净发债量略不及预期，并未形成新的财政冲击。10年期美债利率下行，最低跌至4.38%。那么，在近期的乐观情绪释放后，未来美债利率的走向将如何演绎呢？

回顾这两年美债利率的变化，我们认为把握趋势的关键在于底层范式的判断，而节奏的关键在于抓住市场当下的主要矛盾。2022年5月，我们判断通胀中枢上移推升风险中性利率和大财政趋势推升期限溢价，并率先提出美债利率可能趋势性上行至4.0%-4.7%（参见《[宏观范式大变局下的资产定价](#)》）。2022年底，在通胀增速出现拐点时，我们提示虽然通胀同比开始回落，但2023年市场仍将面临“高利率测试”，并指出由于十年期美债利率的期限溢价定价偏低以及市场过于乐观的降息预期，长端利率预计在更长时间维持高位（参见《[新宏观范式下的熊市、修复，与灰犀牛](#)》）。今年8月初以来，在观察到美债需求疲弱、三季度经济韧性较强和债务上限得以解决后财政发债压力增加的情况下，我们在一系列报告⁶中多次提示了供需失衡情况下期限溢价推动美债利率持续上行的压力。站在当下的节点，我们判断，11月以来市场对货币政策的乐观预期是美债近期下行的主要推手，而财政发债压力带来的影响尚未得到有效缓解。今年底至明年一季度，净发债量仍维持历史高位，我们估计美债利率或将在4.3%-4.7%之间震荡。明年2季度后，随着发债压力缓解，美国经济增长因素将取代财政发债成为主导因素。在基准情形下，我们判断美国经济在2024年面临

⁶ 参见《[从新宏观范式看利率与金价共振](#)》《[再谈美债利率的顶：稳定机制受到挑战](#)》《[谁是美债的下一个边际购买者——再谈美债利率新高](#)》。

增速趋缓，在实际利率的带动下，10年期美债名义利率或趋势性下跌至3.8%附近。而鉴于短期美债利率预计高位震荡，如果高波动性触发对冲基金基差交易逆转，进而引燃系统性金融风险，致使美联储货币政策快速转向，甚至重启QE，利率或下探至3.5%以下（参见《[美国金融裂缝2：从对冲基金到企业债](#)》）。从长期来看，我们依然维持美债利率中枢较疫情前抬升的基本判断，在自然利率（实际利率的中枢）和通胀中枢抬升的背景下，10年期美债名义利率中枢未来几年或将趋势性上升至4.5%。

我们首先对7月以来美债利率的涨跌做一个量化剖析。根据纽约联储ACM分解，美债变化主要来自于期限溢价的快速上行（7-10月累计上涨119.2个bps），而风险中性利率几乎没有变化。但影响期限溢价变化的因素有很多⁷，特别是在美联储持续输出利率高位维持更久言论的情况下⁸，加息预期的不确定性再次上涨，也可能推升期限溢价。那么市场关注的财政因素在美债利率今年7-10月的上升中贡献了多少呢？这需要剔除货币因素带来的变化。这里我们用两种方法交叉验证。第一种测算方法里，我们简单得从10年期美债利率变化中减去估计的加息和缩表影响⁹，用余项作为财政的可能影响。7-10月，这部分的增量大致为70个bps，其中3季度（7-9月）增加43.7bps。为确认这部分上涨主要受财政影响，我们采用第二种测算方式进行交叉验证。我们构建了10年期美债利率分解模型，通过回归分析剔除可能影响利率的经济增长、通胀预期和货币政策工具本身的变化¹⁰（受数据限制，这种方法仅能精确至季度）。测算中，2023年

⁷ 参见《[穿过债务和财政风暴的美债利率](#)》。

⁸ <https://www.reuters.com/markets/us/powells-higher-longer-mantra-fans-investor-caution-over-economy-2023-08-25/>

⁹ 加息的影响分为加息本身和加息预期管理的影响，加息25bps本身直接带来约8bps的上涨，而预期管理在不同时期影响不同，且较难量化评估。在7月以来美联储持续输出利率高位停留更久言论（higher for longer）的背景下，一个可能的假设是利率维持高位的预期推动长端利率与短端同步上行25bps。鉴于该测算中财政的影响是减去货币政策的余项，这一测算方式相当于提供了财政影响的下限。

¹⁰ 我们选择美国国会预算办公室（CBO）估计的潜在GDP增速作为经济增长指标，10年盈亏平衡通胀率作为通胀预期指标，影子联邦基金利率和美联储资产同比作为货币政策指标，未偿国债票面价值同比作为国债发行指标。为便于分解国债利率，我们建立的线性回归模型中不包含截距项。包含截距项的线性回归模型更适合用于分解国债利率环比变化，从中得到的结论与不包含截距项的模型结论总体类似。

三季度较二季度的增量里，财政的边际影响体现在两点，其中国债发行直接贡献10bps，无法由增长、通胀预期和货币政策工具变化解释的因素（即回归余项，反映财政政策带来的市场情绪变化）贡献35bps，两项变化总计为45bps。受数据可得性影响，我们比较两种方法对第三季度（7-9月）财政贡献的估算（分别为43.7bps和45bps），确定两个模型结果基本一致，并采用第一种测算中7-10月估算累计值（70bps）作为7-10月财政影响可能的总量。总结来说，在7-10月美债期限溢价上升的119.2bps中，“财政风波”和美债大量净供给可能贡献了主要部分（约70bps），而其余部分（约50bps）可能受货币政策不确定性和美联储持续缩表等其他因素影响。

近期的下跌主要受什么影响？根据ACM拆解，11月1日至17日，10年期美债利率共下降48bps，其中期限溢价下降了43bps，风险中性利率下行5bps。风险中性利率部分更多受短期政策利率预期影响，可归因于货币政策。对于风险溢价，我们观察到，这段时间市场的边际变化主要来自对货币政策的乐观判断，加息预期的不确定性快速下行，而相比较来说，财政发债压力仍在。在TBAC 11月1日公布的发债计划中，2023年四季度和2024年一季度各净发行美债7760亿美元和8160亿美元，其中中长债分别为3390亿和3480亿美元¹¹。根据美国财政部公布的拍卖计划，从11月到明年3月，平均每周的息票（coupon）拍卖量为756亿美元，对比2009-2019年平均每周为447亿美元，即使是期限溢价上升较快的2023年3季度平均每周也仅为610亿美元。在中长期息票发行压力仍然较大的情况下，我们预计，财政发债压力带来的期限溢价很难出现明显的缓解。总结来说，11月以来美债利率的下行可能主要受货币政策预期边际改善的影响，而财政压力的影响仍未完全缓解。往前看，我们预计，货币政策预期带来的影响可能已经在边际减弱。市场当前已经预计明年底联邦基金利率会降至4.25-4.5%的区间，远远低于9月FOMC会议纪要所预期的5.1%¹²。如果美联储短期内不释放兑付当下较乐观降息预期的信号，未来一段时间货币政策预期路径可能

¹¹ 参见《[财政与美债2：从再融资计划看美债发行](#)》。

¹² <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

很难继续为美债利率降温。特别是鉴于当前核心通胀距离其目标仍有一段距离，且核心服务通胀粘性仍在，而鲍威尔本人亦表示使通胀率持续向2%目标靠拢的过程并不容易¹³。因此，我们不能排除美联储官员通过预期管理手段再度拉升加息不确定性和期限溢价的可能。从点位来看，考虑到三季度货币政策影响的50bps全部释放，叠加美国财政部四季度再融资计划净发债总量略不及市场预期（可能释放10-20个bps），本轮波动的低点或在4.3%附近。如果债务拍卖需求恶化或明年一季度财政部再融资计划再次超预期，叠加货币政策不确定性再起，利率可能再度上行至4.7%（其中货币贡献30bps，财政10bps）。短期内，我们认为美债利率高位宽幅震荡，区间4.3%-4.7%。鉴于对冲基金的基差套利交易（basis trade）逼近史高仓位，短期内利率存在大幅波动的风险，很难形成单边持续力量。

展望明年，我们认为利率下行会是大趋势，但需掌握好下行的节奏，而财政发债的变化和经济增长因素将是主要抓手。首先，明年一季度，鉴于发债量仍然处于历史高位和趋缓的经济增速，美债利率波动中枢将下一个台阶，我们预计到4.1%-4.3%（财政及发债压力继续释放20个基点，如果届时美联储停止缩表，利率有望更低）。我们提示息票集中拍卖时段可能仍是利率震荡的关键节点。财政部拍卖存在明显规律，每月内，有两周的拍卖较为集中，总量超过1000亿美元。其中一周集中拍卖3年、10年和30年期美债，另一周集中拍卖2年、5年和7年期美债。剩余的两周中，一周不安排长债拍卖，另一周拍卖20年期美债、Tips和FRN，总量在300-600亿美元之间，供给压力较低。从这个角度来看，接下来两个月内，11月24日、12月15日与12月29日结束的这三周可能是美债利率压力较大的时期。今年以来的拍卖情况已经逐渐显露出市场对美债需求的不足。交易商承接比例在多数券种中抬升，虽然在11月市场情绪转暖后出现边际改善，但整体仍高于年初状态，暗示非交易商私人部门的购债意愿仍待恢复。从整体投标情况看，11月10年、20年和30年期长债拍卖投标覆盖率（Bid-to-cover ratio）同步下行。需求不足表现在拍卖结果上，美债边际购买者正向市场寻求

¹³ <https://www.cnbc.com/2023/11/09/powell-says-fed-is-not-confident-it-has-done-enough-to-bring-inflation-down.html>

更高的风险溢价，11月份的拍卖中，3年、10年、20年和30年期美债拍卖最高利率（high yield）分别高过当天市场利率（when-issued yield）1.1、2.5、0.3和0.2个bps。

明年二季度起，在财政发债压力预计大幅缓解和经济继续降温的背景下，利率继续下行的空间或将打开。鉴于连续三个季度集中发债后美联储TGA账户现金储备较多，持续大规模融资的必要性减弱，而明年财政赤字率受国会两党分歧和6月FRA法案的束缚，融资需求亦相应减弱，财政发债压力或将边际缓解（详见《[财政与美债1：见微知著](#)》）。我们预计，明年二季度起10年期美债利率或趋势性得下行至**3.8%**（即7月以来的期限溢价上行因素119bps全部释放，如果届时美联储停止缩表，利率有望更低）。从市场主线来讲，随着财政压力释放，主导利率走势的将更多是美国经济增长的变化。自本轮加息以来，美国劳动力市场紧张状态得到不断缓解，在失业率没有大幅上涨的情况下，职位空缺率几乎回落至了2009年至新冠疫情冲击前的历史线上，就业景气指标出现明显的均值回归。基准情形下，我们预计美国经济增速在2024年或将趋势放缓，推动降息预期升温进而实际利率趋势下行。同时需要提醒的是，鉴于美联储在9月FOMC会议后首次承认中性利率或已抬升，在不发生大的系统性风险的情况下，降息的幅度或并没有市场预期的那么大。但我们也提醒，由于在短期的财政压力下，美债利率可能仍然高位宽幅震荡，而高波动性可能抬升对冲基金美债基差交易的保证金需求，甚至引发基差交易逆转进而抛售美债现货。鉴于对冲基金的基差交易可能是近期美债市场的主要边际需求来源（根据回购融资和期货做空情况来看，我们预计基差相关的现货持仓可能在2023年一季度便达到了6000-8000亿美元左右），这一风险也引起了美国SEC的关注¹⁴。如果高利率测试触发了基差套利交易反转，进而通过美债交易商传导跨市场的系统性风险，迫使美联储货币政策快速转向甚至重启QE，在此情况下，我们预计10年期美债利率可能跌至3.5%以下（参考《[美国金融裂缝2：从对冲基金到企业债](#)》）。

从更长期的视角来看，我们一直强调美债利率中枢或已较新冠疫情前出

¹⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-10-20/the-basis-trade-hedge-fund-trading-strategy-that-has-regulators-worried?sref=7fwvJMZN>

现结构性抬升，10年期美债利率中枢未来几年或趋势上行至4.5%附近。去年5月我们率先提出，随着宏观范式转换，通胀中枢上移和经济波动加大，风险中性利率和期限溢价都将面临上升压力，推升10年期美债利率中枢至4.0%-4.7%（参见《[宏观范式大变局下的资产定价](#)》）。在《[三论美债利率的顶：自然利率视角](#)》中，我们以自然利率（实际利率的中枢）+通胀中枢的视角再次审视并强化了这一判断。具体来说，我们预计资金供需关系正迎来结构性变化，资金需求增加同时供给减少，将抬升自然利率中枢。从需求端看，财政和产业政策思维转换、全球产业链重构及再工业化、绿色转型等因素有望提升实物资产和实体经济的投资和消费需求。而从供给端看，人口老龄化将减少家庭储蓄；逆全球化对国际贸易和资本流动形成冲击，削弱全球美元回流；去金融化下的金融监管趋严和货币政策趋紧亦从源头减少信贷的派生，从而收缩资金供给。另外，从“货币非中性”视角来看，在9月鲍威尔承认中性利率上升后，可能使得美联储和市场对自然利率的判断相互强化，导致自然利率走高的预期容易自我实现。基于这些判断，我们的预测模型显示，未来几年10年期TIPS收益率中枢位于1.2%-1.5%附近；再叠加3%的中长期通胀中枢假设，未来十年期美债利率中枢或将达到4.5%。

以上观点来自：2023年11月22日中金公司研究部发布的《财政与美债3：利率的悲喜之间》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.11.20 海外宏观周报：如何理解美国消费数据“打架”？
- 2023.11.22 海外宏观简评：财政与美债3：利率的悲喜之间
- 2023.11.23 海外宏观专题报告：人工智能监管治理迈向全球协调——数字经济月报

策略及大宗商品

- 2023.11.20 海外中资股策略：恒指及港股通三季度调整影响分析
- 2023.11.20 大宗商品：图说大宗：冬季厄尔尼诺下的预期偏差
- 2023.11.23 海外策略：美股盈利如何应对高利率？——美股3Q23业绩回顾

固定收益

- 2023.11.20 专题研究：到期压力可控，城投占比上升：2024年非金融类信用债到期分析
- 2023.11.20 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.11.20 中资美元债周报：投资级受益于美债利率下行
- 2023.11.21 招投标备忘录：国开债20年第4期，23年第7、8、11期增发——利率债招标分析
- 2023.11.21 招投标备忘录：付息国债23年第22、24期续发，农发债17年第5期，23年第20、21期增发——利率债招标分析
- 2023.11.21 固收+：固收+眼中的收益凭证：雪球，转债的镜像
- 2023.11.22 招投标备忘录：国开债21年第18期，23年第6、15、16期增发——利率债招标分析
- 2023.11.22 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.11.23 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.11.23 简评：商业银行配债力度增强，境外机构延续增持——2023年10月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2023.11.24 招投标备忘录：贴现国债23年第75期新发，付息国债23年第26期新发——利率债招标分析
- 2023.11.24 专题研究：2024年信用债供给预测：非金融债“资产荒”，金融债供需两旺
- 2023.11.25 信用债收益率跟踪周报：理财规模继续回升下信用利差被动收窄

2023.11.25 中国利率策略周报：内外需求弱势背景下，商品价格反弹难以持续

行业

- 2023.11.20 交通运输物流：航空：10月供需环比企稳，国内线客座率表现亮眼
- 2023.11.20 公用事业：风光公用环保周报：光伏产业链价格跌幅收窄，中美气候合作迎积极变化
- 2023.11.20 汽车及零部件：海外车企3Q23业绩回顾：全球乘用车市场全面回暖，新能源市场头部效应凸显
- 2023.11.20 商业不动产：蓝筹红利股进入布局区间
- 2023.11.20 农业：农业周报：旺季猪价低位震荡，转基因初审品种公示期结束
- 2023.11.20 化工：油价回调缓解化工成本压力
- 2023.11.20 汽车及零部件：2023广州车展见闻：车展拉开明年新车序幕，豪华MPV及性能轿跑值得关注
- 2023.11.20 电力电气设备：电新周报：电力设备全面受益于“阳光之乡声明”，欧美大型储能项目获批
- 2023.11.20 软件及服务：央国企数字化推进，订单增速或边际上行
- 2023.11.20 交通运输物流：双周报#378：航空快递低估值基本面改善，跨境物流旺季或可期
- 2023.11.20 REITs：公募REITs周报（11.13-11.17）：缩量下跌，仍需信心
- 2023.11.20 金融：金融科技月观察：市场情绪改善与政策利好共振
- 2023.11.21 不动产与空间服务：周评#366：上周新房销售同比跌幅走阔
- 2023.11.21 家电及相关：空调内销零售表现优于出货，出口持续高增
- 2023.11.21 公用事业：10月逆变器出口数据环比下滑，看好新兴市场表现
- 2023.11.21 公用事业：年度策略会反馈：聚焦电价，长期回报乐观
- 2023.11.21 电力电气设备：3Q23全球动力电池回顾：需求持续回暖，格局趋于分散
- 2023.11.21 汽车及零部件：L3/L4试点通知出台，高阶自动驾驶商业落地驶入快车道
- 2023.11.21 银行：中国金融风险化解的经验
- 2023.11.21 造纸：海外纸浆产业链跟踪：12月中国报盘价涨幅收窄，多空博弈渐至关键点
- 2023.11.22 保险：如何看待人身险“报行合一”的影响
- 2023.11.22 家电及相关：清洁电器：需求回暖，以价换量持续验证
- 2023.11.23 传媒互联网：OTA和网约车月报：行业需求季节性转淡

- 2023.11.23 科技：全球观察-英伟达：三季度业绩超预期，数据中心业务持续高速增长
- 2023.11.23 汽车及零部件：重卡跟踪月报：10月销量延续旺季，天然气重卡维持高渗透率
- 2023.11.23 博彩及奢侈品：增速常态化趋势延续至2023年10月
- 2023.11.23 机械：协鑫钙钛矿单结效率新突破，关注GW级产线设备招标机遇
- 2023.11.24 电力电气设备：新能源车月度观察：中国10月销量环比提升，产业链11月排产稳中有升
- 2023.11.25 航空航天科技：中金看海外 主题|Starlink：何以开拓卫星互联网商业新疆域
- 2023.11.25 REITs：公募REITs周报（11.20-11.24）：市场延续下跌，持续关注左侧配置机会
- 2023.11.25 机械：消费电子周期触底反弹，关注行业技术进展



CICC
中金公司

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn