

日前美聯儲主席鮑威爾表示，隨著經濟復甦和目標取得實質性進展，美聯儲將減少債券購買。去年8月初開始10年期美債收益率拐點出現，美債收益率進入到上行趨勢當中。而今年初以來，美債收益率上行速度明顯加快，支撐美債收益率快速走高的一個重要邏輯來自於美國基本面復甦的樂觀情緒。

# 美債息率年內見2%



▲美聯儲預計，2021年美國GDP將可大幅增長6.5%。

美聯社

明若觀火



明明

中信證券固定收益首席研究員

對於鮑威爾釋放的鷹派信號，筆者認為其主要的出發點在於當前美國經濟的逐步好轉，而這一點與3月份美聯儲議息會議上調對於未來美國經濟的預期具有一致性。3月份美聯儲顯著調高了對於經濟前景的預測，具體而言，美聯儲預計2021年美國國內生產總值(GDP)將可大幅增長6.5%，較去年12月預測的4.2%有所改善；2022年和2023年的GDP增長預測分別為3.3%和2.2%；失業率的預測從12月份的4.7%-5.4%下降至4.2%-4.7%。

## 新一輪庫存周期開啓

鮑威爾關於美聯儲未來貨幣政策釋放的鷹派信號，是基於當前美國經濟的逐步好轉。而對於觀察美國經濟的表現而言，庫存周期是其中的一個重要角度。從美國庫存總額同比增速與美國製造業採購經理人指數(PMI)的歷史走勢情況來看，我們可以看到美國庫存增速表現與美國經濟走勢總體較為一致，庫存增速在一定程度具有滯後性，從美國庫存周期的表現情況來看，目前美國正處在新一輪庫存周期的上升期，上一輪庫存周期的低點出現在去年的7月份。

對於庫存周期所處的階段，在庫存增速上升時期，存在主動補庫存和被动補庫存兩個階段，庫存周期的產生來源於生產端與需求端的錯位，主動補庫存階段需求端表現較強，而隨着需求逐漸放緩，庫存周期便步入被动補庫存階段。對於庫存周期階段的判斷，銷售同比和庫存銷售比的表現將給我們提供很重要的參照。從當前美國庫存同比、銷售同比以及庫銷比的表現來看，在去年疫情的影響之下，美國庫存同比和銷售同比均經歷了較為嚴重的衝擊，在疫情導致的社交隔離影響下，美國銷售受到的打擊

更為嚴重，而當前美國銷售同比增速出現明顯反彈，反映在疫情逐步得到控制以及疫苗接種推進背景下，需求端的明顯修復。

與此同時，筆者注意到當前美國庫存銷售比正處於下降的趨勢當中，庫存銷售比指庫存存貨與銷售額的比率，在需求恢復的背景下，庫銷比的下降加上當前的庫存同比上升，反映出當前美國庫存周期所處的階段為較強需求下企業主動補庫存階段。

從美國製造業庫存的表现來看，美國製造業銷售同比以及庫銷比與總體表現相似，我們同樣可以看出需求較強的特點，而庫存方面我們看到製造業庫存反彈幅度相對較弱。從美國全部製造業出貨量與存貨量表現情況上來看，我們可以看到出貨量同比在經歷去年4月的大幅下跌以後出現了快速回升。截至今年1月，美國全部製造業出貨量同比增速已經回正至2.41%，存貨量同比增速回升至-0.82%。

從美國製造業新增訂單的情況來看，今年1月美國全部製造業新增訂單同比增速同樣回正至2.39%，製造業PMI新訂單指數持續位於高位，2月新訂單指數報64.8%。總體來看美國製造業需求同樣較強，出貨量和新增訂單同比回升較快，庫存同比反彈幅度相對較弱，但也處於回彈過程當中。

## 內地債市受影響較小

如何看待美國新一輪庫存周期的開啓？筆者認為銷售同比上升代表的需求回暖是其背後的重要影響因素，而銷售同比的回升或與美國個人可支配收入的提升有關。從美國庫存總額同比與銷售總額同比的歷史關係來看，二者走勢具有同步性，同時銷售同比增速在一定程度上具有領先特徵，需求的回暖激發了企業補庫存的積極性。

關於帶來銷售回升的原因，筆者認為或與美國當前經濟修復，以及多輪財政刺激下帶來的個人可支配收入的提升有關。從美國銷售總額同

比與個人可支配收入同比增速的歷史走勢來看，二者總體呈現出正向相關關係，當個人可支配收入增速提升時，居民消費增速通常也伴隨走高。在去年新冠疫情背景下，居民就業受到明顯影響，居民收入承受壓力，但美國多輪財政刺激政策通過補貼形式加快了居民可支配收入水平的回升速度，包括拜登最新推出的1.9萬億美元財政刺激計劃中也涵蓋了個人補貼和失業救濟項目，因此當前美國銷售同比的回升或與美國個人可支配收入的提升有關。

那麼，如何看待當前在美國庫存周期下的美債收益率走勢？從美國庫存同比與10年期美債收益率的歷史走勢來看，我們可以看到庫存同比與美債收益率在一定程度上具有走勢的一致性，當前美國庫存周期反彈，美債收益率也從去年8月初開始出現拐點，美債收益率進入到上行趨勢當中，並且今年年初以來，美債收益率上行速度明顯加快。庫存周期與美債收益率上行的背後重要的共同影響因素是美國經濟的修復。在美國新一輪庫存周期開啓的背景下，加上近期鮑威爾釋放的鷹派信號，預計美債利率的上行大概率會是全年趨勢，筆者認為年內10年期美債收益率的目標或將在2%附近。

對於國內債市而言，從貨幣政策以及當前的中美利差寬度來看，筆者認為，當前的美債上行對於國內債市的影響或相對有限。從貨幣政策的視角來看，一方面國內貨幣政策的獨立性近年來顯著提高，以內為主的政策思路較為明確，受到美國貨幣政策和美債利率波動的影響比較小，在出口景氣較高的情況下，內外均衡的壓力也相對有限。

另一方面，雖然長端美債收益率的上行在一定程度上將縮小的中美利差，但目前中美利差仍然在150個基點左右，即便美債利率上行到2%，中美仍然有超過120個基點的利差，安全墊相對充足，因此當前的美債上行對於國內債市的影響或相對有限。

# 比特幣牛市並未結束

鍾能講堂



付饒

國際新經濟研究院高級研究員

近期比特幣價格回調較為明顯，但數據顯示，很少有長線投資者願意在目前的價格水平賣出比特幣，這表明比特幣的「鯨魚」們正在為價格的上漲而持有比特幣，目前的牛市趨勢可能還有上行空間。據統計，目前已挖出的比特幣為1866萬個，佔其上限2100萬的88.85%。還有報道稱，大約有五分之一的比特幣丟失或被盜，這表明比特幣的實際流通供應量還要更少，從而增強了比特幣的稀缺性。

美國銀行分析的報告指出，在投資組合中持有比特幣的主要論據其實不是多元化、穩定的回報或防止通脹，而僅為價格會持續上漲的期望。比特幣類似於其他商品，價格完全由供求關係決定。由於比特幣的供應是固定的，需求的波動是推動其價格走勢的唯一因素。比特幣與風險資產相關，卻與通脹並沒有聯繫，且異常波動，因此作為存儲財富或支付機制的手段是不切實際的。

比特幣的上漲也獲得了監管機構的關注。美國財政部長耶倫數度警告稱，比特幣是進行貨幣交易的「極其低效」的方式，而價格劇烈波動是其中一項考慮。她認為：「這是一種高度投機的資產，我想人們應該意識到它可能會極度波動，而且我確實擔心投資者可能遭受的潛在損失。」

筆者注意到，雖然比特幣目前風風火火，但大多數比特幣交易仍然以美元計價：約80%的比特幣以美元兌換，而其他貨幣（歐元、日圓和韓圓）分別佔比特幣交易的19%、0.01%和0.43%。比特幣的波動性遠高於外匯、黃金甚至

白銀。即使經過十多年的交易，比特幣也未能發展出一定的價格穩定性。但前摩根士丹利銀行家凱特琳·隆在《福布斯》發文指出，比特幣價格的波動性從某種角度而言，反而是它的優勢：比特幣是為系統穩定而設計的，而不是為了價格穩定。法定貨幣通常表現出價格穩定，但容易受到金融體系不穩定的周期性衝擊。

基於以上觀點，筆者認為，儘管各國央行都對比特幣持負面看法，但比特幣的法幣對價不會因此受到巨大影響。

## 數字貨幣與虛幣非取代關係

央行的數字貨幣與加密貨幣是兩種截然不同的事物。央行數字貨幣不具備比特幣的「去中心化」，而允許任何個人通過中央銀行進行交易，從而減少對現金、傳統銀行賬戶，甚至數字支付服務的需求。此外，央行數字貨幣不必像加密貨幣那樣依靠公眾的「無許可」、「無信任」的分布式賬本。畢竟中央銀行已經擁有一個集中的、許可式的清結算賬本，可以安全無縫地進行支付和交易。

筆者認為，央行數字貨幣不會取代比特幣或其他加密貨幣。數字人民幣仍然是人民幣只是用於交易的載體形式有所不同。儘管中國政府已提倡使用人民幣跨境結算貿易，這是人民幣國際化的一項努力，但也需清醒意識到，石油和其他大宗商品仍主要以美元定價。中國儲備貨幣地位不會僅僅由於數字人民幣這一新載體的出現而有巨變。

除中國外，其他國家央行也開始探索央行數字貨幣。譬如日本央行成立了數字貨幣聯絡小組和聯絡協調委員會，並將於今年春季啟動央行數字貨幣概念驗證實驗。



# 安老按揭留意利息計算

談樓說按



王美鳳

中原按揭經紀董事總經理

上期提及安老按揭長者用家多選擇終身領取年金，可免卻擔心之後還款問題。以安老按揭在港推行快將十年，累計約有逾4000宗申請，每月申請由最初平均不足20宗增至近年約50多宗。香港人的思想雖然已較西化，但將物業資產留給下一代的中國傳統思想仍然牢固，未必接受銀行收回物業的做法，故此安老按揭在香港仍然未算普及。目前共有9家銀行提供安老按揭，但實質較活躍經營安老按揭的銀行甚少，根據統計數字，安老按揭自推出以來，主要多由一家大型銀行承辦貸款，市佔率常處於九成或以上。

安老按揭為長者提供一個不影響現居生活、可由磚頭套取現金的選擇。根據統計，安老按揭用家每月年金平均為1.61萬元，但當中亦有長者提取每月年金高達16萬，可見用家當中亦有豪宅業

主透過安老按揭提取充裕資金。若物業價值超出1600萬，用作計算年金之上限不可超出物業估值之60%。

以一位91歲長者持有2500萬現契物業為例，以單人申請安老按揭並選擇10年期年金，每月可獲取之年金正是高達16萬。然而，樓價若超出2500萬，用作計算年金之上限仍不可超出1500萬。

有興趣申請安老按揭的人士應注意有關涉及的費用，安老按揭的利息現為P-2.5%（實際利率2.75%），計算方法並非與傳統按揭一樣，安老按揭的利息是根據總結欠以複息計算，利息根據累積增加起來之本金及利息滾存計算，年期越長，累計利息增幅便越來越大，並非如傳統按揭以息隨本減方式計算。

另外，業主亦需支付兩項按揭保險費，其中一項是基本保費，為物業價值之1.96%，分七期每年支付，另一項是每月保費，以年利率1.25%按月支付；除上述外，當中還有輔導費及法律費用開支。



▲安老按揭為長者提供一個不影響現居生活、可由磚頭套取現金的選擇。 中通社

## 庫存同比與美債收益率



## 美國庫存周期與製造業PMI走勢



資料來源：Wind，中信證券研究部