

自今年2月以來，美債價格快速下跌、收益率迅速上升，並引起全球資產價格的劇烈波動。筆者認為，美債價格的變動根本上取決於其自身的供求關係，即美債供大於求導致價格下跌、收益率上漲。這一上漲趨勢拉升了美國整體利率水平，阻礙美國經濟的復甦，並將嚴重影響美債信用，削弱美元國際貨幣的主導地位。美債利息無法償付之日，就是美債不得不停止增發之時。

聯儲買債陷兩難選擇



◀美債的國內投資者包括美聯儲局、商業銀行、政府基金以及其他機構和個人。2020年，美聯儲局持有17%，遠高於2009年的6.5%。

松高鶴鳴



盛成

中國首席經濟學家
論壇研究院院長

美國通脹預期上升無疑是推高美債收益率上漲的重要因素。美國今年1、2月份的核心CPI

分別同比上漲1.4%和1.3%，遠高於歐元區、中國和日本等主要經濟體；3月份的密歇根通脹預期1年期指數為3.1%。但筆者仍能觀察到至少三個與通脹無關的現象：

第一，美債收益率隨着美元雙邊互換規模結束而上升。在危機初期，市場往往出現「現金為王」的避險傾向，導致流動性緊張，美元和美債的避險需求大增。2020年也不例外。在2020年4-9月，美聯儲通過貨幣互換為發達國家提供的流動性合計達1.7萬億美元，同期美債收益率維持在0.6%-0.7%的歷史低位區間。自10月開始，臨時性大規模的美元互換結束，美債價格開始下跌，收益率上升。這說明是由於市場上流動性緊張的局面緩解，對安全性資產的需求減少，而非通脹推動。因為2020年4-9月美國核心CPI同比增速已從1.4%升至1.7%，10月反而出現小幅回落。

第二，中期美債的投標倍數下降至接近於2。在今年2月底美債收益率向上突破1.5%時，7年期國債拍賣的投標倍數僅為2.04，創2009年以來新低，表明美債供大於求。根據美債拍賣的歷史數據，在2001-2002年美國科技股泡沫破裂和2008-2009年國際金融危機期間，美債曾連續出現接近或低於2倍投標的情況，而當時美國核心通脹率分別在2.5%和2%附近。

第三，美債隔夜回購利率跌至-4%。債券回購是以賣出債券的方式進行融資，並約定在一定時期後加一定的利息買回債券。正常情況下回購利率為正。但當債券遭到拋售，債券持有者希望盡快將其換成現金，寧願倒貼利息吸引回購，即回購利率是負值。國債拋售越嚴重，回購利率負值就越大。這與2020年3月每桶油價-37美元的原理類似，即是由於預期導致美債在短期內遭到急劇拋售，也要在供大於求的背景才會發生。

美債現時供大於求

美債曾僅用於特定項目融資（如戰爭、巴拿馬運河項目等）。在20世紀30年代大蕭條時期，美債開始用於彌補長期財政赤字。為了給到期的債務再融資，美國實行周期性發債，即通過發新債來還舊債，實現滾動循環。國債本質上是一國儲蓄的延伸。第二次世界大戰後，當美元成為儲備貨幣，美債也具有了國際公共品屬性，全球中央銀行儲蓄美元並投資美債，美債成為全球儲蓄的延伸，具有極高的流動性和安全性。

然而，國際公共品普遍面臨着「特里芬悖論」。美國必須通過長期的貿易逆差提供美元、通過長期財政赤字提供美債，以滿足國際流動性的需求，否則不僅會降低美元作為儲備貨幣的吸引力，還會造成安全資產短缺，使世界經濟陷入通縮；但如果美

國貿易赤字和財政赤字佔GDP的比重持續擴大，又會影響美元和美債的背書價值，最終導致美元貶值、美債違約。

面對這一制度性缺陷，美國選擇的是維持「雙赤字」，因此美元開始了長期貶值，美債的信用風險也逐漸顯現。2008年後，由於財政赤字持續擴大，美國國會數次提高債務上限。自2014年起，新興經濟體的中央銀行開始拋售美元儲備以提振本幣，並出售安全資產，使外匯儲備轉向多元化投資。同時，全球安全資產的供應也不僅僅局限在美國，國際金融機構、其他發達國家，以及由主權信用背書的大型銀行也在提供安全資產。作為美債最大的外國持有者之一，中國近年來外匯儲備結構中的非美元貨幣佔比已超過美元貨幣，黃金儲備及另類投資也大幅增長。截至2020年末，中國已減持美國國債約2000億美元，降幅達16%。2020年4月到7月中國還連續增持日本國債，同比增長360%。2015-2020年，全球外匯儲備的美元佔比從65.7%降至60.5%，而其中公眾持有的美債餘額佔美國GDP的比重卻從72.4%升至100.1%。這「一降一升」說明美債的供需關係已發生變化。

具體而言，可以通過對比新冠肺炎疫情和金融危機後財政救助第一年的數據，來考察當前美債的供需關係：

第一，美債供給大幅提高。2020年美債總額27.7萬億美元，同比增長42.6%，是2009年增速的近三倍。

第二，美債的實際需求佔比下降。2020年外國持有者持有美債7.1萬億美元，佔比25.6%，低於2009年的30.3%。其中，外國官方持有者降至15.2%，低於2009年的22%，也是2007年以來的最低水平。這意味着新增的美債主要由美國國內投資者購買。

美債的國內投資者包括美聯儲、商業銀行、政府基金以及其他機構和個人。2020年，美聯儲持有17%，遠高於2009年的6.5%；商業銀行佔比翻倍，但仍然很小，僅4.3%；政府基金佔比大幅下降一半至22%；基金、保險和私募股權等其他機構和個人的佔比則從2009年的17.1%提升至31%，取代政府基金成為最大的美債持有者。

美聯儲購買美債只是對財政政策的配合，而非對美債的實際需求。作為國際公共品，國際市場的需求才是美債可以滾動發行、「永不償還」的基礎。在2009-2014年的三輪QE期間，外國中央銀行持有美債餘額佔比均在30%以上，最高達到35%，是美聯儲持有的兩倍之多。而在2020年新增的4.55萬億美元美債餘額中，美聯儲持有2.4萬億美元，佔比53%，是主要購買者，導致其總佔比超過外國中央銀行。這意味着美債的實際需求遠不及供給，必然導致其價格下跌、收益率上升。而且，這一轉變是長期的和結構性的。

美債增發存在悖論

由於美債的實際需求小於供給，美國財政部面臨美債發行的兩難。一

方面，財政部不得不提高美債的發行票面利率，否則無法提振美債的實際需求，美聯儲之外的投資者會越來越少；另一方面，提高票面利率又有悖於財政部發行國債的初衷。在經濟低迷時期，彌補財政赤字的最優手段是發新債還舊債，年限越長、收益率越低，越有利於還本付息。因為國債「借新還舊」的滾動循環必須有一個前提條件，即至少能償付利息。因此，美債並非可無限量發行，利息無法償付之日，就是美債不得不停止增發之時。

國債的利息償付與票面利率和債務規模成正比。2009年12月，美債平均利率為3.29%，但由於規模較低，利息償付僅1016億美元；2020年12月，美債平均利率僅1.695%，但由於債務規模提高，利息償付達1250億美元；今年2月，平均利率較2020年12月還低0.1個百分點，但利息償付進一步上升至1976億美元。可以判斷，隨着拜登政府1.9萬億美元財政刺激計劃的實施，以及2萬億美元基礎設施投資等可能增發的美債，債務規模將顯著增加，即使利率小幅提高也會導致極大的利息成本。

大量新發美債的票面利率直接受存量美債收益率的影響。後者的提高將迫使前者也提高，否則美債發行就可能流標。因此，美債收益率的上升將提高財政部的利息償付壓力。為了使票面利率低於市場出清（供需平衡）水平，財政部必須依靠積極的輔助政策，即由美聯儲大量購買美債，進一步擴大美聯儲資產負債表。

當前，美聯儲必須維持低利率政策。一方面是符合美聯儲自身立場，即向社會提供流動性，降低市場利率，促進就業和經濟；另一方面是輔助財政部低利率發債融資的政策。但在美債供大於求的情況下，美聯儲很難通過正常購債壓低收益率，原因主要有三點。

第一，美聯儲的購債行為並非實際需求，美聯儲買得越多、佔比越大，說明美債的實際需求佔比越小、美債供需缺口越大，美聯儲托市的邊際效應遞減。

第二，由於美聯儲購債既不會考慮收益率高低，也不會再在短期內出售，因此美債的拋壓來源於其他市場交易者，即外國中央銀行和全球基金、保險和私募股權等機構。其他投資機構購買美債也並非是為了持有到期，而是將其作為證券資產組合的一部分。當美債價格下跌到關鍵點位後，又會觸發更多的賣盤，導致價格進一步下跌。

第三，平均通脹目標制意味着美聯儲無需在通脹達到2%時就立即加息，這使得通脹預期大幅上升。因此，儘管美聯儲和財政部多次公開宣稱美債收益率上升是經濟向好的表現，通脹完全可控，反而導致美債收益率進一步上行，前瞻性指引失效。

由此可見，當前市場與美聯儲的立場相悖，使美聯儲面臨兩難的政策選擇：隨着經濟好轉、通脹及通脹預期上升，美債收益率將進一步走高。如果繼續加大購債規模以控制收益率上行，基礎貨幣的加速擴張將加大美元的貶值壓力；如果通過加息阻止通脹上升進而阻止美債收益率上升，將導致經濟復甦停滯。

美國寬鬆退出在路上

鞭辟入裏



梁中華

海通證券
首席宏觀分析師

2021年3月美國新增非農就業91.6萬人，超市市場預期的64.7萬人，2月和1月分別上修為46.8萬人和

23.3萬人。自今年1月以來，美國非農就業連續三個月正增長，主要緣於經濟的快速修復以及疫苗接種的不斷加速。當前，美國每日新增病例為6.5萬人（7天移動平均），回落到去年10月左右的水平；疫苗接種仍在加速，當前每日疫苗接種劑量高達283萬劑（7天移動平均）。隨着疫苗接種繼續加速，疫情的逐步改善，美國經濟修復的速度有望繼續加快。此外，勞動參與率為61.5%，較上月回升0.1個百分點。

3月美國新增非農就業主要貢獻仍來自服務業，服務業就業新增59.7萬人，貢獻了65.2%；商業生產就業新增18.3萬人，政府就業新增13.6萬人。具體來看，商品生產中，60%的就業增長來自建築業（11萬人），或與房地產持續火爆有關。服務業中，休閒和酒店業成為貢獻最大的行業，新增了28.0萬人；其次貢獻較高的為教育和保健服務行業（10.1萬人）及專業和商業服務（6.6萬人），運輸和倉儲行業也增加了4.8萬人。政府就業增長貢獻主要來自地方政府（8.3萬人）。

就業恢復超九成。相較疫情前就業水平（去年2月），非農就業已恢復94.5%，其中，商品生產恢復96.3%，服務生產恢復94.2%。金融活動就業恢復程度最高為99.0%，運輸倉儲和公共事業就業恢復也近99.0%；休閒和酒店業恢復度最低，僅81.5%，隨着疫情改善和疫苗接種加速，該行業加快復甦。

失業率繼續修復，永久失業率回落。3月美國失業率回落至6.0%，連續三個月回落；較去年4月14.8%的高點下降了8.8個百分點，下滑速度之快，也是歷次經濟周期內罕見的。真實失業率也回落至6.7%；不過，需要提醒的是廣

義失業率仍高達10.7%。3月臨時性失業人數繼續回落至202.6萬人，較上月回落20.3萬人；永久性失業人數也回落至343.2萬人，較上月回落6.5萬人，但永久性失業人數佔比提升至55.1%，為2017年2月以來新高。

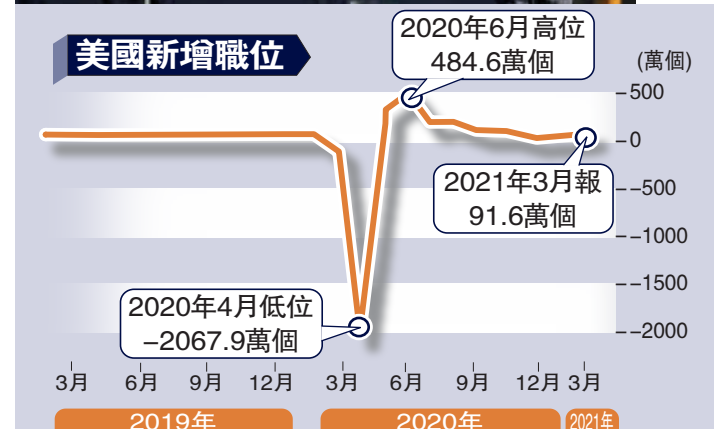
薪資增長小幅回落，結構分化仍明顯。3月美國私人非農企業員工平均時薪環比小幅回落0.1%，較上月下降0.2個百分點；同比為4.2%，較上月下降1.0個百分點。薪資同比增速有所回落，但仍高於疫情前水平，其背後反映的仍是失業的結構失衡，多數失業人為低薪工作者。根據美國經濟跟蹤數據，截至2021年3月5日，最高收入群體就業率較去年1月僅下滑0.4%，而最低收入群體仍下滑29.2%。此外，3月美國私人非農企業員工平均每周工作小時為34.9小時，較上月增加0.3個小時。其中，建築業工作時間增加最多為1.3小時；其次，為休閒和酒店業的0.7個小時、採礦業的0.6個小時。

往前看，隨着新一輪財政刺激逐步落地，疫苗接種不斷加速，防控措施陸續放開，經濟修復將繼續加快。美國3月ISM製造業PMI指數上升至64.7%，為1983年以來新高。隨着防控措施放開，本輪美國通脹上行速度和幅度可能會非常快。儘管美聯儲提高了對於通脹的容忍度，但整體3%以上的通脹水平或許仍會形成很大的影響。而且通脹上行本身就帶動更快的就業修復，改變美聯儲對於經濟前景的預判。從歷史上來看，美聯儲不會等到失業率降到最低才會去緊縮。

美國當前經濟、通脹、就業的總量指標看起來像08、09年時，但主要是疫情防控對服務業的短期壓制導致的，一旦防控措施放開，美國經濟可能快速恢復至2012、2013年的狀態。而且筆者認為，美國的失業率現在因為高額失業補助，是被人為抬高的，一旦三季度以後失業補助降低，美國的失業率也會出現歷史上最快速度的下行，美聯儲的寬鬆措施會更快速度的退出。因此，美元和美債利率大概率會維持上行趨勢。



◀上月美國失業率連續三個月回落。



大灣區一手按揭須知（上）

樓按明鑒



曹德明

經絡按揭轉介
首席副總裁

去年6月份，政府統計處發表一份港人粵港澳大灣區生活意向的調查報告，從調查結果所得知，近70萬名15歲或以上受訪者，有想過將來離開香港到其他地方生活，當中近27萬人更有興趣將來到內地大灣區城市生活。

市民有意定居大灣區不無原因，除了嚮往更大的居住及社區空間、更低的消費水平、更好的發展機遇外，中央近年亦積極推進粵港澳大灣區建設，推出一系列大灣區按揭服務，包括承造內地物業按揭貸款及現契內地物業按揭融資，以切合客戶不同置業需要。有興趣於大灣區置業之士可先了解當中的注

意事宜。現時有數間本地銀行接受內地一手物業（樓花及現樓）之按揭申請，覆蓋地方主要包括廣州、深圳、中山、佛山及珠海等大城市。

最高承造六至七成

按揭息率方面，有別於經內地銀行申請物業按揭，實際按息高達6厘；如經本港銀行申請，只需以本港最優惠利率按揭（P按）為單位，實際按息可低至3.25厘。至於按揭成數，銀行最高可承造六至七成按揭，供款年期，物業最長可承造二十五至三十年按揭。若申請人在申請按揭時有就其他按揭物業作出借貸或擔保，成數上限需下調一成。

此外，購買有關物業必須為自住用途，而申請人亦同時須支付其他所需費用如手續費、律師費、物業登記費等。而最終批出的按揭貸款會以港幣結算，申請人於還款時可避免匯率差價的風險。各銀行所提供的計劃、優惠以至服務範圍都有所不同，事前可先向相關銀行及專業按揭中介公司作諮詢及協助。下一回將繼續講解一手物業按揭所需要的申請文件、相關手續及流程。