



美国债务高企 带来多重外溢风险

贾晋京

作为全球最大债务国,美国近年来债务规模加速增长,新冠肺炎疫情暴发以来的两年间增长约7万亿美元。2022年1月31日,美国联邦政府债务规模首次突破30万亿美元大关,较美国去年约23万亿美元的国内生产总值(GDP)高出7万亿美元,逼近31.4万亿美元债务上限。随着美国债务规模不断扩大,不可持续风险也在增加。

值得注意的是,美国债务高企最突出的方面并非其规模,而是联邦债务的增速。2008年全球金融危机前,美国联邦债务规模不到10万亿美元,在经历美国前总统奥巴马的8年任期后,美国联邦债务规模增加了10万亿美元达到约20万亿美元。而在2022年美国联储加息预期背景下,联邦政府的偿债能力不免引起广泛质疑。

假如美联储在2022年内加息到3%,会造成美债偿债成本增加多少?根据笔者结合现有数据进行的估算,从2020年美国联邦债务利息为4130亿美元计算得出,其平均利息大致为1.5%。美国联邦债务的期限则短则一周,最长则30年,因此其到期日从下周到2052年不等。其中,约30%为短期债券(期限一年及以下),将在未来12个月内到期,另外13%在接下来的12个月内到期。据此估算,假如美联储今年将利率调升到3%,则将在加息后的两年时间里给美国联邦政府造成43%的债务净利息支出增加,由此带来的联邦支出额增加约2400亿美元,美国联邦政府未来的年度偿债支出总额将超过6500亿美元。

不过相较于美国的债务总规模和赤字总规模,2400亿美元不算一个特别大的问题。并且这2400亿美元有大部分被抵消的可能。一是阿富汗撤军带来的海外军事行动支出每年直接减少约1500亿美元。二是美国新冠肺炎疫情死亡人数已近百万人,保守估计今年内会超过120万人。由此带来的联邦养老金和社保支出降幅每年至少500亿美元至600亿美元。

除联邦债务外,截至2021年三季

度末,美国公司债未偿存量约10万亿美元,同比增长3.0%,包括公司债在内的美国固定收益市场未偿存量达51.8万亿美元,同比增长5.3%。但短期内不存在明显的结构性危机。

因此,美国债务高企的突出方面在于联邦债务总量的高增速,但不存在明显的偿债能力危机迹象。美债高企的主要溢出效应在于美元流动性、通胀、失业乃至政治博弈等其他方面。

另外,值得注意的是,美债高企的最大外溢风险是政治风险。美国债务高企在疫情特殊局面(人口死亡带来养老、社保、医保支出下降)下,带来的首先是未来加税预期上升造成的政治风险加剧。美国两党日益撕裂,国会斗争焦点本质上一直在,每一个法案涉及开支增减时,负担加在哪一方的选民身上。联邦财政空间越小,政治斗争就会越激烈。

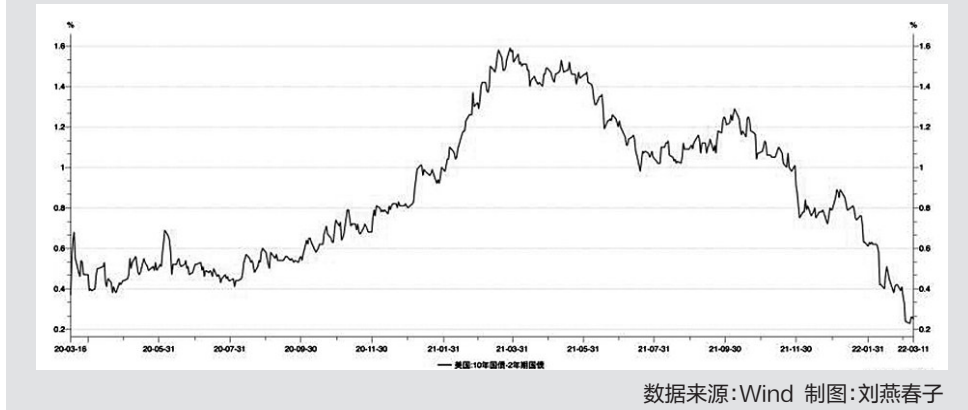
另外,美债高企在经济方面的最大外溢风险是通胀。美债规模膨胀本质上是联邦政府从美联储等方面借了更多的钱,运用在了社会多个方面。目前,美国正经历40年来最严重的通胀。美国2月消费者物价指数(CPI)同比上涨7.9%,创下自1982年1月以来的新高。即便剔除波动较大的食品和能源价格后,美国2月核心CPI同比上涨6.4%,与预期一致。

美国通胀为什么居高不下?美国是“高度发达的资本主义经济”,依赖广袤地域上的精细分工和供应链联系,疫情下供应链危机导致高通胀很自然。关键在于疫情过后通胀将继续高企而不是回落。美国的房屋设备之类的资产基本上都是租的而非自有,疫情下供应链中断会导致房价延迟,但银行的长期不会延迟。而在重新开放的疫情后阶段,会有更多的应偿债务,这将会导致消费支出减少。

美债高企在金融方面的最大外溢风险是高风险预期。美债高企带来的是美国联邦政府难以从美联储继续大规模借钱,由此导致美元流动性紧张。美元流动性紧张才是具有强烈直接冲击力的事情。2011年欧债危机的核心原因就是欧洲的银行体系内美元流动性紧张。尤其是在2022年的美联储加息预期下,还会带来对资产价格的担忧,由此必将造成全球资本市场的波动。2022年可能会出现多轮全球资本市场的暴跌。而在这种局面下,受冲击最大的主要是缺乏金融管控能力的新兴市场和发展中国家。

(作者系中国人民大学重阳金融研究院副院长)

美国10年期与2年期国债收益率之差走势图



数据来源:Wind 制图:刘燕春子

为市场预测美国经济是否将出现衰退的重要参考标准之一。不过,自从2019年8月美债收益率曲线出现倒挂后,市场对该指标预测的可信性就存在着讨论和质疑。

从目前的情况看,美国10年期国债与2年期国债收益率尚未出现倒挂的情况。随着美联储3月货币政策会议召开的日益临近,投资者开始抛售手中的美债。截至3月14日,美债收益率全线上涨,美国10年期国债收益率与2年期国债收益率曲线之差小幅趋陡。

一方面,从长期美债收益率的角度看,此前美国10年期国债收益率的下行,在一定程度上反映出市场投资者对于美国经济乃至全球经济长期复苏前景的担忧,并由此引发了市场对于长期国债买盘的增加,进而给美国长期国债收益率走势施加了下行压力。尽管当前美联储收紧货币政策计划给予了美国10年期等长期国债收益率上行的支撑,但仍需要警惕未来经济复苏不确定性给美国长期国债收益率带来的下行压力。

随着俄乌紧张局势的升级以及包括美国与欧盟在内的西方经济体陆续对俄罗斯采取经济制裁措施,原油、天然气、小麦以及有色金属等多类别的大宗商品价格均在近期出现了大幅上涨。国际原油价格节节攀升,通胀上行压力增强。在此情况下,全球经济复苏将面临更多风险与挑战。

国际货币基金组织(IMF)3月5日发表声明称,虽然目前俄乌局势仍在快速变化,未来前景充满极大不确定性,但有关经济后果已经非常严重。能源和大宗商品(包括小麦等谷物)价格飙升,进一步加剧了源于供应链扰动和疫情后经济复苏带来的通胀压力。价格冲击波及全球,对贫困家庭的影响尤其——这是因为食品和燃料在其开支中的比例更大。如果冲突升级,那么相关经济损失的破坏性将更大。

另一方面,从短期美债收益率的角度看,相较于美国10年期国债收益率,美国2年期国债收益率的表现对美联储货币政策调整以及利率变化更加敏感。在本周即将到来的美联储3月货币政策会议上,美联储将如何调整

利率、是否将向市场传递出更多未来利率政策调整的信息以及后续如何推进缩减资产负债表都显得十分关键。

IMF在上述声明中提出,许多国家已经面临高企的价格压力,而本次危机对其通胀和经济活动正带来冲击。货币当局需要谨慎监测不断上涨的国际大宗商品价格对国内通胀的传导,以调整应对措施。而对美国而言,近期物价压力并没有缓解的迹象,原油以及天然气等能源大宗商品价格快速上涨,将进一步给美国通胀施加上行压力。一旦美国通胀数据进一步走高,乃至于“破8”,或将令美联储采取更为激进的加息措施以遏制通胀。

事实上,美联储一直以来都期望可以在不影响经济复苏的情况下抑制通胀。目前,市场预期美联储将大概率在3月货币政策会议上加息25个基点。然而,若后续美国通胀继续“爆表”,可能将迫使美联储在经济复苏存在放缓风险的情况下,以更快的速度收紧货币政策。若未来美联储加大加息力度,利率水平的上涨或导致美国2年期国债收益率进一步上行。

总体而言,当前在避险情绪、美联储利率政策调整以及市场担忧高通胀的共同影响下,美债收益率预计将继续波动。若全球市场避险情绪难以消退,或将推动更多的资金流入美债市场。而市场对于未来全球经济复苏以及美国经济复苏前景的担忧,或将促使美国10年期及以上长期债券需求增长,债券收益率下控。与此同时,高企的通胀压力成为影响美联储加息节奏的重要因素。若加息幅度以及速度增加,对于美联储利率政策更加敏感的美国2年期国债收益率存在继续上行的可能。在长期美债收益率下降、短期美债收益率上行的情况下,需要警惕美债收益率曲线可能出现倒挂情况。

景顺首席全球市场策略师克里斯蒂娜·胡珀分析认为,美国国债市场大幅波动,试图消化对美联储收紧政策的预期变化以及俄乌局势造成的不断增加的地缘政治风险。虽然美国10年期和2年期国债收益率之间的利差已经收窄,但这并不意味着经济衰退即将来临,不过衰退的风险显然已经增加。

美国国债收益率波动增大

警惕倒挂风险

近期,美债收益率全线重新走高。美国2月消费者物价指数(CPI)同比上涨7.9%,创下近40年来的新高。在高油价的推动下,通胀可能继续维持在高位水平,而美债收益率的上行也在一定程度上反映出市场预期通胀预期的上升。

总体而言,当前在避险情绪、美联储利率政策调整以及市场担忧高通胀的共同影响下,美债收益率预计将继续波动。

本报记者 刘燕春子

在俄乌地区紧张局势开始之初,全球市场中的避险情绪高涨,全球股市整体受挫,而包括美元、国际黄金以及美国国债在内的避险资产表现则十分亮眼。在避险情绪的推动下,曾一度因“再通胀交易”以及美联储开始倾向于收紧货币政策而节节攀升的以美国10年期国债收益率为代表的美债收益率,因投资者大量涌入美债市场推升美债价格而出现明显下滑。

不过,从近一周的表现来看,美债收益率全线重新走高。美国2月消费者物价指数(CPI)同比上涨7.9%,创下近40年来的新高。飙升的通胀重新吸引了投资者的注意力。在高油价的推动下,通胀可能继续维持在高位水平,而美债收益率的上行也在一定程度上反映出市场预期通胀预期的上升。

当前美国国债市场中已经出现了一个值得注意的现象——美国10年期国债收益率与2年期国债收益率之差出现了收窄的趋势。这让人想起2019年8月曾一度出现的美国10年期国债收益率与2年期国债收益率出现了2007年以来的首次倒挂。这一情况在当时引发了市场强烈的担忧情绪,更被认为是美国经济即将进入衰退的关键预警信号。

一般而言,美国长期国债收益率要高于短期国债收益率。出现收益率曲线倒挂的情况,表明短期收益率高于长期收益率。而美国10年期国债与2年期国债的收益率差值则是观察长短期美债收益率情况的主要参考标准之一。

而美国10年期国债收益率与2年期国债收益率之差以及收益率曲线的表现之所以会引发市场的关注,主要原因在于从历史数据来看,在过去的50年中,美债收益率曲线已经成

经济复苏通胀上行

英国央行或将实施疫情后第三次加息



数据来源:Wind 制图:项梦曦

本报记者 项梦曦

今年以来,越来越多的发达经济体央行迈入紧缩周期,而英国央行无疑是其中步伐最快的。2021年12月,英国央行将利率提高到0.25%,并于今年2月再度加息至0.5%。同时,英国央行开始缩减其8950亿英镑的债券购买计划。连续加息在英国实属罕见,当前英国利率已上升至0.5%。随着经济复苏和通胀的持续上行,市场预期加息行动仍将持续,英国央行或将在本周四的议息会议上加息25个基点至0.75%,使其借款成本回到疫情发生之前的水平。

经济增速超预期反弹

英国国家统计局近日公布的数据显示,英国1月国内生产总值(GDP)环比增长0.8%,大幅超出经济学家预期的0.1%以及前值-0.2%;GDP同比增长10%,高于预期9.3%以及前值6%。英国经济在1月份反弹至疫情发生前的水平之上,从一个月前的低迷中恢复过来。从公布的数据来看,英国经济的各个领域都迎来复苏,其中,服务业和建筑业扩张强劲。

值得注意的是,这一增长势头并非昙花一现,近期公布的其他数据显示英国经济的增长在2月份仍在持续。市场研究机构埃信华迈公司公布的最新数据显示,英国2月综合采购经理人指数(PMI)初值为60.2,高于预期的

55.3。英国2月服务业PMI初值达60.8,为8个月以来的最高水平,高于预期的55.5,前值为54.1。英国2月制造业PMI初值为57.3,高于预期的57。可以看到,随着防疫限制措施解除,英国的经济活动正在快速恢复。

彭博经济学家丹·汉森表示:“2月份英国综合PMI的反弹表明,自今年年初以来,奥密克戎带来的疫情阻力已经减弱,这与我们认为英国经济恢复增长的观点一致。而通胀飙升将成为英国经济在下一阶段面临的重大挑战。”

通胀预期创14年新高

诚如经济学家们所言,通胀已成为当前困扰经济的最大风险。英国央行上周公布的季度英国公众通胀态度报告显示,英国公众的利率预期再度上升,达到2008年以来的最高值。英国央行这项有4503名公众参与的调查显示,受访者认为,目前英国通货膨胀率的中位数为5.0%,远高于去年11月调查的3.7%。受访者认为,未来一年英国通货膨胀率的中位数为4.3%,高于去年11月调查的3.2%,且是2008年以来的最高水平。

事实上,当前英国的通货膨胀率已处于30年来最高水平,英国国家统计局数据显示,1月英国消费者价格指数(CPI)同比上升5.5%,这也是英国通胀率连续4个月超出预期。通胀走高下,英国民众正承受着物价上涨带来的压力。贸易组织英国制造(Make UK)表示,58%的英国制造商在2022年初提

高了价格,高于2021年底的52%,这是连续第5个季度上涨,是自2000年该调查开始询问有关价格问题以来的最高读数。

眼下,随着俄乌紧张局势升级推高能源价格,市场预计英国通胀水平的上涨将进一步加速。英国政府能源监管机构天然气与电力市场办公室(Ofgem)2月宣布,从4月开始,英格兰、威尔士和苏格兰家庭使用的生活能源价格涨幅最高将提升54%,即每个家庭平均每年为燃气、电力等能源付费达到1971英镑,比此前多付693英镑。英国央行预计,到今年4月英国的通胀率可能会达到7.25%,是英国央行政策目标(2%)的3倍多,而2022年平均通胀率也将超过6%。

3月加息箭在弦上

通胀“高烧”不退,让英国央行不得不加快紧缩步伐。英国央行此前曾表示,现在有必要加息,来降低高通胀的风险,因此市场普遍预计英国央行将在3月连续加息。

万神宏观经济学研究公司英国首席经济学家塞缪尔·图姆斯认为,英国1月份的经济表现意味着3月英国央行会将利率提高25个基点。但他认为,随着家庭实际可支配收入不断增加的压力对国内需求的影响,英国经济的复苏很可能会在4月份停滞,因此在5月加息到1%后,英国央行可能不会继续提高利率。高盛集团分析师也持类似看法,认为英国2022年将加息3次,利率或提升至1%。高盛最新报告提出,3月或5月英国央行都有可能加息25个基点,前提是奥密克戎毒株对经济影响是温和的。而在年内两次加息后,高盛预计英国货币政策委员会将按兵不动6个月,然后在2022年11月将利率提高至1%。

汇丰银行经济学家伊丽莎白·马丁斯则认为今年英国通胀和英国央行利率的路径将更加陡峭。预计英国央行将在3月、5月和8月各加息25个基点,使基准借贷成本达到1.25%,高于此前预测的1%。凯投宏观的英国首席经济学家保罗·戴尔斯的预测更为激进,他认为,英国央行货币政策委员会的成员已经非常担心目前的通胀情况,因此3月17日很可能将基准利率上调至0.75%。而劳动力市场紧张很可能意味着英国央行明年最终将把利率提高到2%。但他同时表示,经济前景的不确定性将使英国央行的决策变得更加艰难。

本报记者 莫利

在新冠肺炎疫情、俄乌冲突等多重因素之下,印度经济增长前景逊于预期。国际货币基金组织(IMF)曾给予印度2022年9%的经济增长预期,在世界主要经济体处于领先地位;但近来,印度经济前景遭遇多方挑战。“尽管我们预计印度周期性复苏趋势将持续,但其力度将低于之前的预期。”IMF在3月的一份报告中表示,目前,地缘政治紧张局势加剧了印度外部风险,并给其经济带来了滞胀的压力。与此同时,国际投行之一摩根士丹利近日也将印度2022财年的经济增长下调至7.9%,通胀预期则调高至6%,还将印度经济项目赤字与国内生产总值(GDP)占比上调至3%的10年来高点。不少经济学家认为,IMF很可能在下月出炉的世界经济展望中下调印度经济增长前景。

高油价冲击印度经济

3月14日,印度中央统计局公布的数据显示,印度2月份居民消费价格指数(CPI)升至6.07%,为8个月来新高。印度1月CPI为6.01%,近两月的数据都已超过印度央行设定的上限。印度央行在2月初的货币政策会议上把今年第一季度的平均CPI预设设为5.7%,6%为印度央行设立的中期通胀目标上限。数据显示,2月印度农村地区物价上涨幅度大于城市。2月印度农村CPI从1月的6.12%上升到6.38%,城市CPI从1月的5.91%下降到5.75%。

摩根士丹利表示,对印度经济产生影响的关键渠道将是更高的成本推动型通胀,进而形成更广泛的价格压力,这将对所有经济主体——家庭、企业和政府——构成压力。数据显示,印度85%的石油需求依赖进口,而最近国际油价一度飙升至每桶140美元的高点,无疑会给印度带来通胀压力。

根据英国石油公司《2021年世界能源展望》预测,到2050年,印度的主要能源消费量预计将增加一倍以上。伴随着俄乌冲突持续发酵,严重的能源供应中断

威胁着印度经济的增长,将迫使印度不得不为进口原油支付更高的价格,而更高的原油价格又将加剧印度的通胀压力。摩根士丹利预计,油价走高可能会加剧印度宏观经济以及货币大幅波动的风险,印度央行将在6月例会上加息。印度央行需要尽快开启货币政策正常化进程,如果印度央行延迟这个进程,印度央行最终会不得不采取破坏性加息政策——过快加息,这将阻碍印度经济增长。

不均衡发展仍是“顽疾”

受疫情影响,印度经济一度陷入深度衰退的“泥潭”,但受益于多方因素的推动,印度经济在2021年出现大幅反弹。印度国家统计局公布的初步统计数据示,经历过2020年大幅减产,在多项激励措施的推动下,2021年印度经济实现了8.1%的高速增长,并初步恢复至疫情发生前的“高速增长轨道”。然而,在印度经济快速反弹之下,不均衡发展这个“顽疾”仍是印度经济增长的痛点。

在印度,经济顶层和底层的财富差距正越来越大。有调查结果显示,2021年,印度最富有的人的收入自2016年以来上涨了39%,而53%印度最贫穷的人的收入出现了前所未有的下滑。通过比较2015年至2016年和2020年至2021年不同收入群体的家庭收入,印度人的收入在疫情期间出现了巨大差异——富人成了所有税收和货币刺激政策的受益者。印度央行前副行长、纽约大学经济学家维拉尔·阿查里亚表示,疫情导致印度经济不平衡现象加剧,这使得印度经济已经恢复到疫情发生前的论断“站不住脚”。

在印度,小型农场和小型企业构成的庞大非正规部门约占GDP的一半,并创造了高达80%的就业岗位。但研究机构印度经济监测中心数据显示,印度的失业率已从2017年3%左右的低点升至8%。随着大量就业机会枯竭,印度的劳动力参与率也在下降。在今年举行的几个印度关键地方选举中,缺乏就业机会已经成为一个竞选议题。许多经济学家表示,印度当局需要向基础设施投入更多资金,以此拉动私人投资和促进就业。