

固定收益专题

美债利率会再创新高吗？

作为全球资产定价锚的美债利率从9月以来大幅走高。本轮10年美债利率一度突破5%的高位。本轮美债利率上行，实际利率和期限利差均大幅抬升，而通胀预期和政策利率的波动不大。而从期限来说，短债收益率上行幅度不大，而长期利率则大幅攀升，近期美债期限溢价大幅抬升。

美国自然利率R*或已抬升，利率中枢随之抬升。自然利率作为均衡状态下的资金价格，短期受储蓄的资金-供给强度和投资-资金需求强度的影响，受再工业化引导制造业回流、财政政策高强度扩张、EM国家过剩储蓄流入美国的资金减少等可能均导致了美国自然利率中枢的抬升。我们认为自然利率中枢可能回升至1.5%。

通胀不确定性抬升，通胀溢价抬升。2020年以前通胀波动相对较小，因而通胀溢价也较小，而2020年之后，由于美联储实行平均通胀目标制，2%的通胀目标开始模糊，短期内通胀的波动风险大幅上升，而近期UAW罢工事件、巴以冲突等事件，使得未来的通胀更加不可预期，因而通胀溢价出现大幅上升。考虑逆全球化、地缘冲突频发、平均通胀目标制下，美国未来通胀波动性抬升，我们预计美债通胀风险溢价中枢或抬升至0.5%。

供需失衡下，美债实际风险溢价易上难下。美联储、海外官方投资者、银行等三大传统的美债配置盘，对美债的需求均走弱。2024年在美国大选年，美国财政支出力度难以大幅削减，2024年美债供给或接近2023年，净融资均在2.0-2.5万亿美元。供需失衡下，长债的实际风险溢价短期内易上难下，我们预计供需失衡或导致实际风险溢价中枢抬升至0.5%附近。

当前美债利率已经反映了基本面和联储政策变化，继续创新高概率有限。但未来一段时期也难以明显下行，预计将继续在4.5%-5%左右的高位运行。考虑自然利率中枢在1.5%、通胀中枢在2.5%、通胀风险溢价和实际风险溢价分别在0.5%，10年期美债的中枢或在5.0%。基准情景下，根据Fedwatch显示的加息概率，我们预期联储未来1年仍可能加息1-2次，则美债利率在2024年上半年或继续保持4.5%-5%的高位运行。因而我们认为美联储政策利率可能维持高位一段时间，考虑票息短债有一定的配置价值。而长端，由于美债供需失衡带来的实际风险溢价抬升和通胀不确定性带来的通胀风险溢价抬升，未来一年的利率可能难以趋势性下降。

虽然外部利率显著攀升，但对国内债市直接冲击有限。一方面，虽然中美利差拉大，但边际上进一步加速流出的空间有限；而另一方面，从货币政策来看，外部利率上升也不形成实质性约束。由于中美利差较大的倒挂，因而国内资金价格变化对资本流动影响相对有限，因而外部利率变化也难以形成国内政策的实质性约束。

当前债市已具有较高配置性价比，存单与二永性价比相对更高。我们认为中美利差持续倒挂，外资流出对国内债市的冲击有限，而人民币汇率维持稳定，央行更多的注重内部均衡。随着再融资债发行高峰期以及税期过后资金需求回落，资金有望阶段性回落。而近期资产价格下滑以及高频数据并不强劲，可能导致货币宽松政策再度加码。债市将再度走强，因而目前债市具有很高性价比。当前曲线异常平坦，回归正常意味着短端需率先下行。

风险提示：美国衰退超预期；地缘政治冲突超预期；美联储降息超预期。

作者

分析师 杨业伟

执业证书编号：S0680520050001

邮箱：yangyewei@gszq.com

研究助理 朱帅

执业证书编号：S0680123030002

邮箱：zhushuai1@gszq.com

相关研究

- 《固定收益点评：如何挖掘非金融永续债？》2023-10-25
- 《固定收益定期：工业品价格回落，生产有所放缓——基本面高频数据跟踪》2023-10-23
- 《固定收益定期：再融资债高峰过后》2023-10-22
- 《固定收益定期：供给冲击下银行货基大卖，理财保险大买——流动性和机构行为跟踪》2023-10-21
- 《固定收益点评：全年GDP增速目标或无虞，需求压力仍存》2023-10-19



内容目录

美国自然利率 R^* 或已抬升	5
通胀波动性抬升推高通胀预期和通胀溢价	8
供需失衡，推升美债期限溢价	10
美债目前缺少配置型的买家，短期内难言改善	10
美债供给冲击较强，大选年预计财政支出力度难以大幅削减	14
定量分析美债利率走势	16
美债利率飙升，对国内债市影响有限	18
风险提示	19

图表目录

图表 1: 美债长债期限溢价大幅飙升	4
图表 2: TIPS 隐含的美国实际利率持续攀升	4
图表 3: 美国制造业建造支出大幅飙升	6
图表 4: 2020 年 5 月至 2023 年 9 月美国半导体制造业投资	6
图表 5: 2023 年美国财政收支失衡下赤字再度走扩	7
图表 6: 2023 财年美国财政支出	7
图表 7: 中美贸易差额对比	7
图表 8: 美国长债收益率和政策利率的背离并非衰退	7
图表 9: 美国自然利率走势	8
图表 10: 中美 10 年期国债利率对比	8
图表 11: 美国去通胀趋势延续但速度减缓	9
图表 12: 中国出口价格逐渐领先美国进口价格	9
图表 13: 9 月美国租金出现反弹	9
图表 14: 酒店和机票对超级通胀的拖累开始趋缓	9
图表 15: 美国长债收益率分解	10
图表 16: 美债期限溢价分解	10
图表 17: 2023Q1 美国国债持有人结构	11
图表 18: 2023Q2 美国国债持有人结构	11
图表 19: 主要美债持有人持仓变化 (十亿美元)	11
图表 20: 美联储持债规模或缩表至 5 万亿美元	12
图表 21: 美联储 SOMA 账户持有美国国债期限分布	12
图表 22: 2022 年以来海外官方部门持续抛售中长期美债	13
图表 23: 2022 年以来中国持续减持美债	13
图表 24: 日本寿险持续抛售长期美债	13
图表 25: CFTC 国债期货非商业头寸仍处净空头	13
图表 26: 2023 年美国国债净融资显著增加	14
图表 27: 2023 年美国国债净融资以短债为主	14
图表 28: 2023 年美国联邦政府财政赤字扩大	14
图表 29: 美国财政部 CBO 预测 2024 赤字接近 2023 水平	14
图表 30: 2023-2033 财年美国财政部债券净融资规模预期 (十亿美元)	15
图表 31: 联邦基金利率与 10 年美债利率走势	16
图表 32: 美国名义 GDP 增速与 10 年美债利率走势	16
图表 33: 对美国 10 年国债利率的拟合结果	17

图表 34: 不同情形下美债利率走势预测.....	18
图表 35: 中美利差倒挂, 但债市资金流出速度近期并未加快.....	18
图表 36: 中美利差与人民币兑美元即期汇率.....	18
图表 37: 离岸人民币汇率及掉期.....	19

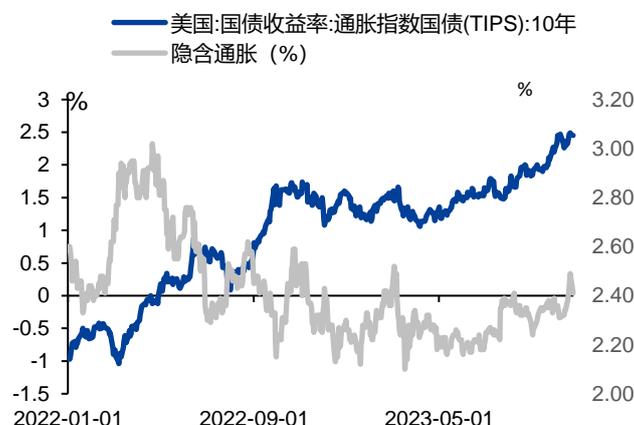
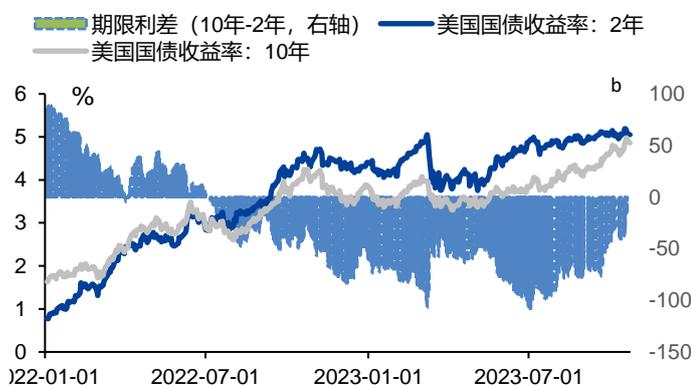
作为全球资产定价锚的美债利率从9月以来大幅走高，期间10月7日爆发的巴以冲突下的避险情绪，并未对改变美债收益率上行的趋势，本轮美债利率上行主要有两大特点：

第一，9月FOMC维持联邦基金利率目标不变，但美债长债期限溢价大幅抬升。短债收益率略有上行，9月14日2Y美债收益率为5.0%，2023年10月19日为5.14%，上行仅14bp，而同期的10Y、30Y美债收益率上行69bp、72bp至4.98%、5.11%。美联储加息可能临近终点下，短债收益率小幅上行，而长债收益率大幅上行，近期美债期限溢价大幅抬升。

第二，美债实际利率大幅抬升，隐含通胀预期变动不大。自9月14日至10月19日，10年期美债利率累计上行69bp，其中实际利率（TIPS）贡献54bp，而通胀预期（盈亏平衡通胀）基本稳定在2.30%-2.50%。30年美债的情况类似，期间累计上行72bp，实际利率贡献49bp，而通胀预期贡献仅23bp。

图表1：美债长债期限溢价大幅飙升

图表2：TIPs隐含的美国实际利率持续攀升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

资料来源：Wind，国盛证券研究所

根据 Bernanke (2015)¹和 Clarida (2019)²等对美国10年期国债利率的研究，10年期美债收益率，主要由投资者预期的未来10年的平均短期利率和期限溢价组成，进而可以将10年期美债收益率拆分为预期的未来10年的平均实际利率、预期的未来10年的通胀率、通胀溢价、实际风险溢价等四个部分。近期美债收益率飙升，主要系期限溢价大幅抬升，对应的实际风险溢价大幅抬升。

$$10\text{年期美债收益率} = \text{预期的未来10年平均实际利率} + \text{预期的未来10年的通胀率} + \text{通胀风险溢价} + \text{实际风险溢价}$$

其中期限溢价指的是对于未来名义利率波动风险的补偿，因而从逻辑上看期限溢价可以分为通胀溢价和实际利率溢价。Clarida (2019)指出，过去20年美债期限溢价不断压低的原因，主要有三点：第一，通胀波动率下降，降低了债券投资的风险，因而通胀溢价率出现趋势性下降。第二，美联储长期的资产购买（2008-2014）压低了期限溢价超过100bp。第三，90年代以来长债和股票开始呈现负相关性，长债长期作为权益资产的风险对冲工具。因而，影响美债期限溢价的主要是通胀的波动性和长债的供求关系。

¹ Bernanke, 2015, Why Are Interest Rates So Low?

² Clarida, 2019, Monetary Policy, Price Stability, and Equilibrium Bond Yields: Success and Consequences

按照美债利率影响因素的拆分，本文的结构安排如下：第一部分阐述，美国自然利率中枢抬升，第二部分聚焦美国通胀，通胀风险不确定性抬升，通胀率和通胀风险溢价随之抬升；第三部分通过对美债的供需分析，来解释为何美债实际风险溢价大幅抬升；第四部分介绍美债收益率飙升对我国债券市场的影响；第五部分对美债和我国国债市场做出展望。

美国自然利率 R^* 或已抬升

自然利率 r^* 指在经济实现理想资源配置时所要求的实际利率。一般认为自然利率是在排除短暂性需求冲击的情况下，使得实际产出增长和就业率接近自然水平且通胀率保持稳定的实际利率。“潜在产出”指在资本和劳动投入等生产要素得到充分利用的条件下，总产出可以达到的水平，可以理解为在不引发通胀条件下，经济能达到的产出水平。对于中央银行而言，潜在产出是货币政策决策的核心要素，自然利率是货币政策操作希望达到的理想目标。

自然利率 r^* 不可直接观测，但自然利率对经济决策非常重要。首先，全球主要央行都将自然利率作为货币政策制定的重要参考。比自然利率高的实际利率水平将抑制总需求，反之则刺激总需求，当经济达到潜在产出水平时，实际利率等于自然利率。其次，自然利率与潜在增速密切相关。随着技术进步及人口的变化，投资的回报率、资本利用率等随之改变，较高的投资回报率将吸引更多的投资需求，提升利率水平，而较低的资本回报率则减少资本需求，降低利率水平。

自然利率变动通常受长期和短期因素的影响。根据徐忠³ (2019) 的研究，长期内，驱动自然利率趋势变动的力量主要来自劳动生产率和人口增长两方面。短期内，储蓄和投资之间的相对关系将主导自然利率。储蓄角度，人口老龄化、收入与财富分配、不确定型上升导致居民预防性储蓄增加、金融创新等，影响均衡利率水平。投资角度，政府投资、投资品相对价格变化、经济不确定性预期上升等影响均衡利率水平。

过去很长一段时间，经济学者认为美国自然利率出现趋势性下行，较为有代表性的学说为“储蓄过剩说”和“长期停滞说”。美联储从 2004 年年中开始加息，一直加到 2006 年，2 年时间里累计加息 425 个基点，但同期美国 10 年期国债的收益率在整个两年里几乎没有上升，美国短端利率未能向长端利率传导，即“格林斯潘之谜”。格林斯潘的继任者 Bernanke(2005) 提出，亚洲发达国家、发展中国家、中东和北非产油国增加的储蓄和国内投资机会不对等，这种不平衡的现状表现为全球储蓄过剩，导致全球利率下降，并推动资本流入美国和其他西方国家。2008 年全球金融危机以后，美国自然利率和经济增长表现出长期低迷和停滞，Summers(2014) 认为 90 年代以来趋势性走低的自然利率降低了投资回报率和投资需求，长期需求不足引发增长停滞。

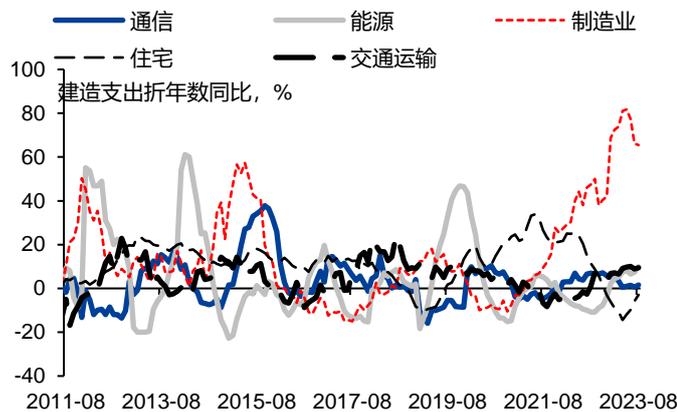
高利率下美国经济未陷入衰退，我们需要重新审视美国的自然利率中枢。自然利率作为理论上的均衡状态下的实际利率，只能由模型来进行估计，因而受模型估计的影响较大。根据纽约联储 Laubach-Williams 模型的估计，2000 年至 2023 年，美国自然利率 r^* 由 2.5% 下滑至 1.1%。但利用自然利率和实际利率的关系反推，美国自然利率中枢可能出现了抬升。在美联储将联邦基金利率提升至 5.25%-5.50%，美国经济仍然未出现衰退，通胀下行缓慢、劳动力市场仍偏紧，均显示当前美国经济韧性较强，同时 9 月 SEP 和 IMF 还调增对美国经济增速的预测，从反证法的角度，我们不得不怀疑美国的自然利率中枢出现上行，以至于 5.25%-5.50% 的短期名义利率未能对美国经济总需求造成足够的抑制作用。在 8 月的杰克逊霍尔会议和 9 月 FOMC 的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔也表达了类似的观点。

³ 徐忠、贾彦东，2019，自然利率与中国宏观政策选择

我们认为从资金短期供需关系来看，结构性因素可能导致美国自然利率中枢出现了抬升。从需求端看，全球产业链重构及美国制造业回流，推升实体经济的投资和消费需求。同时，美国政府由“小政府”向“大政府”转变，政府投资扩大直接提升总需求，拉升均衡利率水平，政府投资增加也增加了美国政府的债务率，导致政府债务规模大幅增加，债务供给大于需求同样推升名义均衡利率水平。供给端，过去20年东亚过剩储蓄作为美国长期利率的“压舱石”，当今G2竞争的格局下，高利率可能是大国竞争的结果。具体而言：

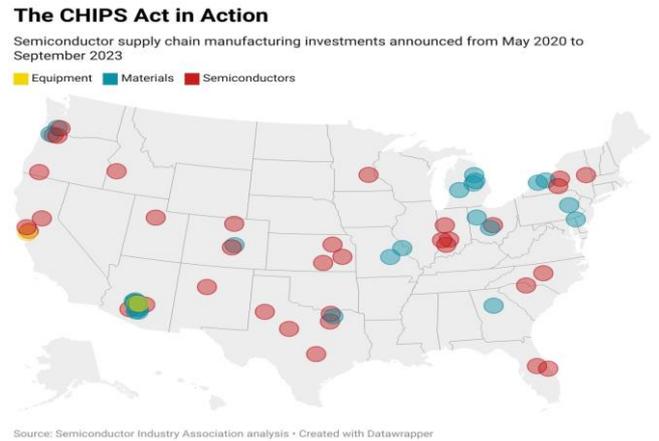
第一，全球产业链重构及美国制造业回流，推升实体经济的投资和消费需求。事实上，2008年国际金融危机后，奥巴马政府时期，美国便开启了“再工业化”战略。2017年以后，特朗普延续了这一愿景，启动“再工业化2.0”。2021年后，拜登政府先后签署基建法案、芯片法案、通胀削减法案等，均指在扶持美国本土制造业。美国计算机、电子等行业建筑支出大幅走高，美国的制造业开启了一轮新的投资潮。相比奥巴马和特朗普时期的再工业化的愿景，我们认为当前至少有三点变化：首先，地缘政治冲突等不确定性因素增加，一方面导致全球产业链转移，推动制造业回归美国本土及墨西哥等地。其次，技术封锁极化了全球各国在芯片、新能源等前沿领域的科技竞争，为美国扶持高端制造业提供了契机。最后，全球能源绿色转型，为制造业投资开辟了新的增长点。

图表3：美国制造业建造支出大幅飙升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：2020年5月至2023年9月美国半导体制造业投资

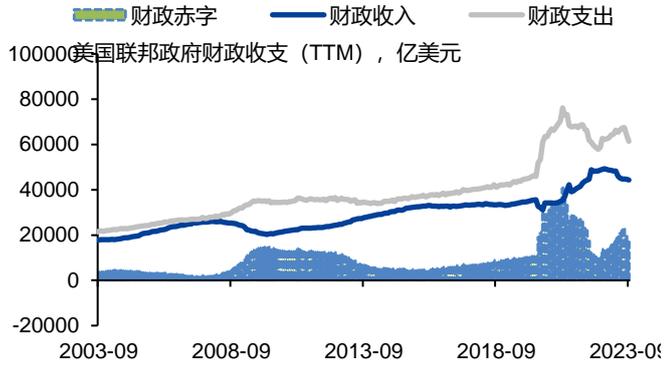


资料来源：SIA，国盛证券研究所

美国对高端制造业的投资力度加大，带动资金需求的同时，或将促进全要素生产率提高，对应的潜在产出和自然利率也随之提高。同时相比低利率低财务成本下，高利率高财务成本，固然对私人投资形成了一定的约束，但在对应部分的政府有效支出抬升的情况下，也是对企业的出清，资本回报率低的企业自动退出市场，从而全要素生产率进一步抬升。

第二，美国政府由“小政府”向“大政府”转变。政府投资扩大直接提升总需求，拉升均衡利率水平，政府投资增加也增加了美国政府的债务率，导致政府债务规模大幅增加，债务供给大于需求同样推升名义均衡利率水平。萨默斯的“长期停滞说”强调的长期需求不足引发增长停滞不前，并主张通过财政政策应对危机。截至9月，美国联邦政府财政支出（滚动12个月）高达6.1万亿美元，而对应的美国联邦政府财政支出仅为4.4万亿美元，财政赤字自2022年9月以来持续走阔。根据白宫CBO的预测，2024年美国财政赤字率接近2023年水平。

图表 5: 2023 年美国财政收支失衡下赤字再度走扩



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2023 财年美国财政支出

Table 3.
Outlays, October–September

Billions of Dollars

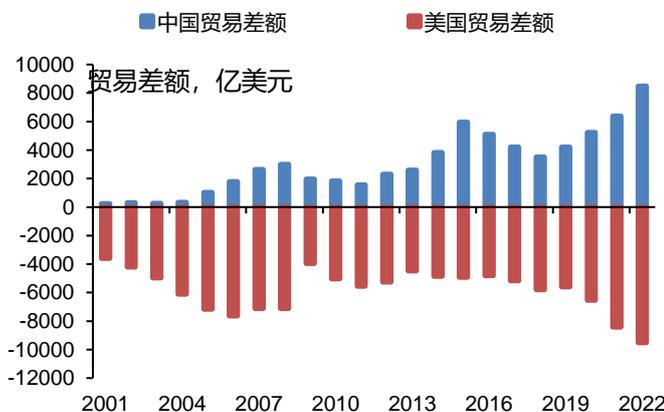
Major Program or Category	Actual, FY 2022	Preliminary, FY 2023	Estimated Change	Estimated Change With Adjustments for Timing Shifts in Outlays*	
				Billions of Dollars	Percent
Social Security Benefits	1,206	1,342	135	135	11
Medicare ^b	751	846	96	126	18
Medicaid	592	616	24	24	4
Subtotal, Largest Mandatory Spending Programs	2,549	2,804	255	285	11
Department of Education	639	-41	-680	-680	-106
Refundable Tax Credits ^c	292	171	-120	-120	-41
Coronavirus Relief	106	1	-105	-105	-99
Spectrum Auction Receipts	-104	0	104	104	100
FDIC	-9	92	101	101	n.m.
PHSSEF	92	28	-65	-65	-70
PBGC	2	40	38	38	d
DoD—Military ^e	727	774	47	52	7
Net Interest on the Public Debt	534	711	177	177	33
Other	1,443	1,551	108	126	9
Total	6,272	6,131	-141	-87	-1

资料来源: CBO, 国盛证券研究所

高财政支出推升均衡利率。据 CBO 和白宫预算管理办公室 (OMB) 预测, 2023-2025 财年赤字率都将在 5.7% 以上, 高于 2022 年水平。因而我们认为未来 1-2 年, 美国政府财政支出力度难以大幅下降, 积极的财政政策推升了制造业投资需求, 同时赤字率居高不下也增加了美国国债的供给, 从而推升了美债的均衡利率水平。

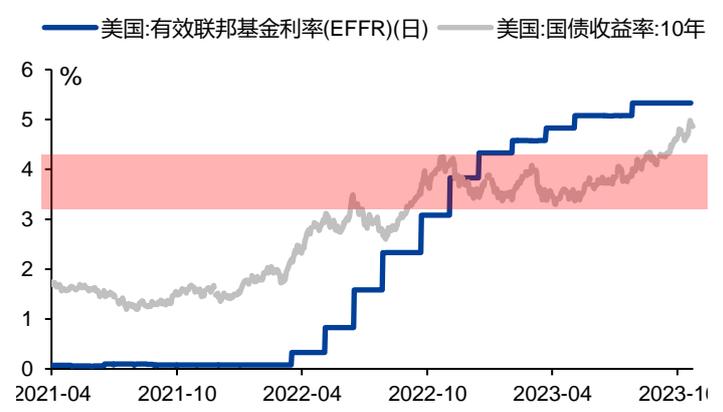
第三, G2 竞争的格局下, 中短期内新兴市场国家过剩储蓄作为美国长债利率“压舱石”需要重新审视。在 2000-2019 年, 贸易和金融自由化的时代, 中国等新兴市场国家稳态下储蓄大于投资, 因而资金大量流向发达国家, 例如购买美国国债等安全资产, 压降美国自然利率。一方面, 按照我国居民的储蓄率抬升, 以房地产市场为代表的经济结构调整带来投资需求的下降, 我国储蓄-投资的相对变化, 仍然是储蓄相对过剩的, 但考虑到逆全球化时代, 我国对外投资可能更加多元化, 流入美债的市场的海外资金减少可能使得自然利率上升。另一方面, 我国经济实现以国内大循环为主的双循环的发展格局, 国内需求更加强健, 储蓄和投资更加平衡, 对外贸易顺差下行, 也会导致美国的均衡利率出现抬升。

图表 7: 中美贸易差额对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 美国长债收益率和政策利率的背离并非衰退



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

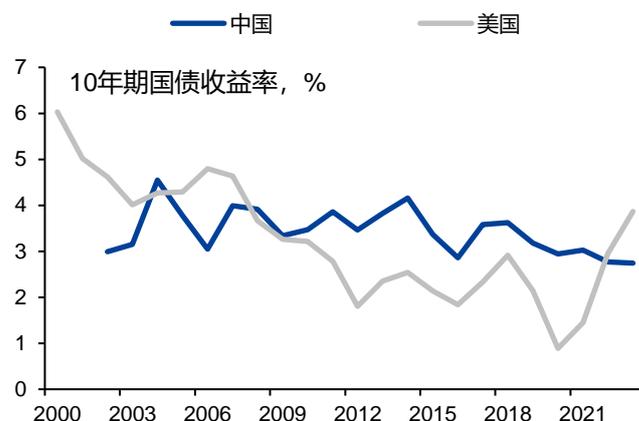
因而，我们认为美国自然利率 R^* 中枢或已抬升，利率中枢随之抬升。自然利率作为均衡状态下的资金价格，短期受储蓄的资金-供给强度和投资-资金需求强度的影响，受再工业化引导制造业回流、财政政策高强度扩张、EM 国家过剩储蓄流入美国的资金减少等可能均导致了美国自然利率中枢的抬升。对于货币政策，更高的自然利率，意味着更高的名义短期利率，低政策利率并不能起到抑制总需求从而降低通胀的作用。对于长债利率而言，自然利率中枢抬升，对应的预期的未来 10 年平均实际利率也随之抬升。根据纽约联储的预测，1990-1999 年、2000-2009 年、2010-2019 年、2020 年至今美国的自然利率均值分别为 2.70%、2.50%、0.82%、1.39%，而 2023 年对中枢利率预测的中值为 1.20%，大流行之前美国自然利率中枢已经有上行的趋势，考虑到前述三点原因，我们认为自然利率中枢可能回升至 1.5%，较 2010-2019 年期间自然利率中枢抬升 100bp 以上。

图表 9: 美国自然利率走势



资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

图表 10: 中美 10 年期国债利率对比



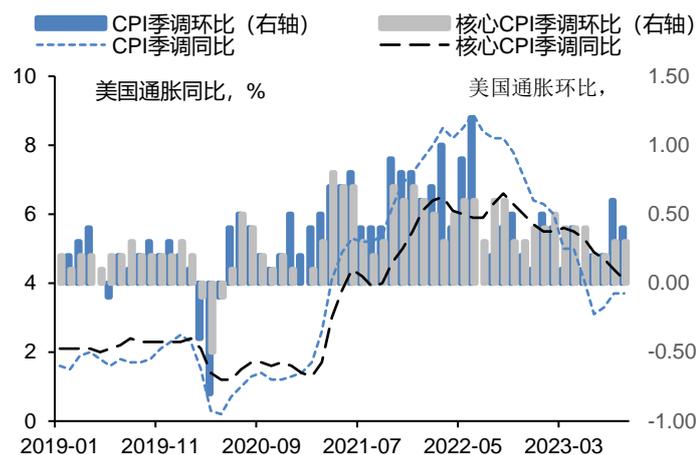
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

通胀波动性抬升推高通胀预期和通胀溢价

房价反弹延缓核心服务下行趋势，而逆全球化下美国商品价格中枢将抬升。短期看，今年下半年美国核心 CPI 经历了快速的去通胀的过程，但 9 月美国核心 CPI 季调环比与上月持平，去通胀的趋势仍在延续，但改善速度已经明显放缓。从更长周期看，过去 20 年，中国制造业是压低全球通胀的压舱石。以工业品价格为例，在 1997 年金融危机和 2001 年美国互联网泡沫破裂前后，美国进口价格指数变动明显领先中国 PPI 的变动，而 2008 年金融危机中，美国进口价格指数和中国 PPI 大致同步，而 2014 年以后，中国 PPI 的变动已经领先美国进口价格指数的变动，中国制造业由最初的价格接受者到如今的价格引领者。而受逆全球化和 G2 竞争的影响，美国可能选择安全优先，放弃生产效率放弃选择我国的廉价商品，美国商品通胀中枢可能抬升。

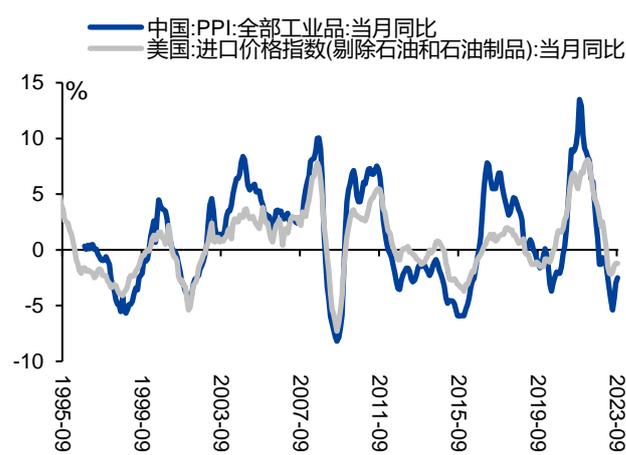
从近期看，拉低美国核心通胀的二手车、房租、酒店和机票等近期均显示价格出现反弹。因而我们认为美国的劳动力市场仍在支撑居民收入和服务业消费，四季度美国核心通胀黏性仍然较高。

图表 11: 美国去通胀趋势延续但速度减缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

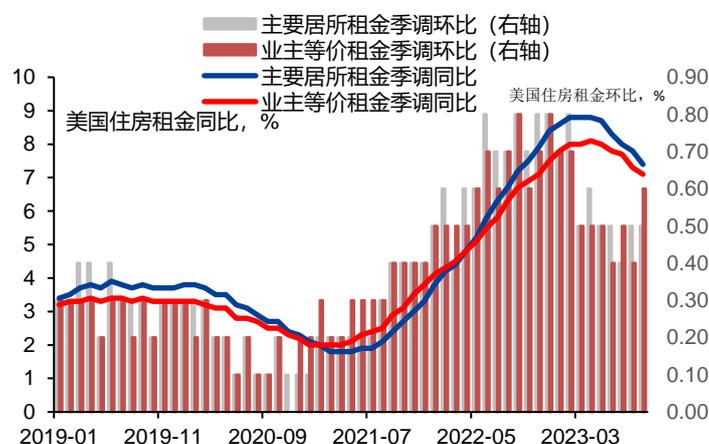
图表 12: 中国出口价格逐渐领先美国进口价格



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

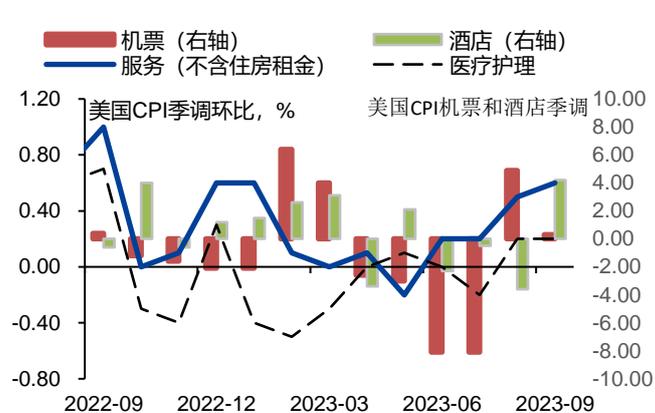
住房租金是近期核心服务去通胀的重要力量,但在9月重新反弹,凸显了租金去通胀过程的黏性。主要居所租金季调环比与8月持平,而业主等价租金(OER)季调环比则由0.4%反弹至0.6%,较峰值0.8%出现大幅改善,但预计主要居所租金和OER季调环比回到2019年的0.2%-0.3%途中,租金去通胀的过程仍将延续。由于今年2月以来,美国房屋价格持续上涨,从房价对房租的领先性来看,或抑制明年下半年住房通胀的降温效果。

图表 13: 9月美国租金出现反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 酒店和机票对超级通胀的拖累开始趋缓

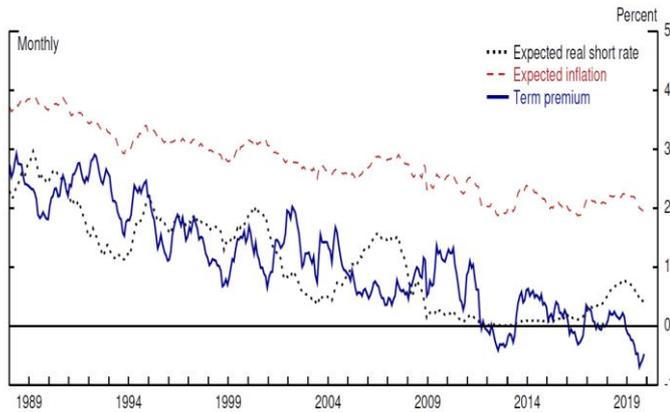


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

酒店和机票对核心服务的压制可能已经结束。此前4月-7月季调环比的连续大跌难再出现,剔除酒店和机票,鲍威尔强调的“超级核心通胀”——剔除房租后的核心服务并未明显放缓,8月、9月美国超级核心通胀季调环比分别为0.5%、0.6%。从核心商品来看,二手车是过去核心商品去通胀的主要力量,9月二手车季调环比下降2.5%,但UAW罢工的进一步扩大和持续,可能会延缓二手车去通胀的过程,过程难免有颠簸。

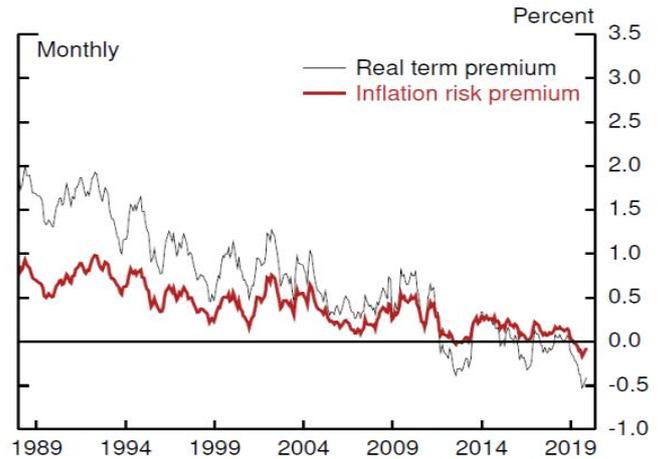
通胀不确定性抬升，通胀溢价抬升。2020年以前通胀被控制在较低的水平，波动相对较小，因而通胀溢价也较小，而2020年之后，由于美联储实行平均通胀目标制，2%的通胀目标开始模糊，短期内通胀的波动风险大幅上升，而近期UAW罢工事件、巴以冲突等事件，使得未来的通胀更加不可预期，因而通胀溢价出现大幅上升。近期CPI出现反弹后，但从10年TIPS隐含的盈亏平衡通胀率来看，目前市场对长期通胀的预期约为2.5%，未出现明显反弹，我们认为通胀不确定性对美债长债利率的影响更多的计入了通胀溢价。根据Clarida(2019)的研究，认为通胀波动下降，1990年代至2019年，10年期美债通胀风险溢价下滑了100bp。考虑逆全球化、地缘冲突频发、平均通胀目标制下，美国未来通胀波动性抬升，我们预计美债通胀风险溢价中枢或抬升0.5%。

图表 15: 美国长债收益率分解



资料来源: Clarida (2019), 国盛证券研究所

图表 16: 美债期限溢价分解



资料来源: Clarida (2019), 国盛证券研究所

供需失衡，推升美债期限溢价

美债目前缺少配置型的买家，短期内难言改善

存量数据看，美联储之外，外国投资者、寿险及养老金、债券基金等为美债的重要持有人。根据美联储的资金流量表数据，今年二季度美联储、海外投资者、寿险及养老金、债券基金、货币基金等持有美债的比例分别为18.3%、29.7%、15.9%、5.3%、4.8%，较2021年底变动-5.3%、-0.5%、1.1%、-0.9%、-2.2%，除了寿险及养老金外，传统的美债配置者均转为美债的抛售者。居民部门则是美债最大的边际买家，今年二季度居民部门持有美债比重为9.0%，较2021年末提升了6.6个百分点。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/396041015005010125>