

研报精选

2023年8月27日 第135期

宏观专栏

外资企业如何布局中国？——产业系列研究之一

近期中国国际收支平衡表口径的外商直接投资出现较大波动，但从中国直接投资管理口径来看，近年来对华FDI存量仍处高位。在华外企呈从传统制造领域退出，向高技术、高利润的领域集中的态势。在半导体、汽车、生物医药等领域，外企在华营收和对华投资保持增长势头。

LPR少降或为稳息差、支持存量调息

报告认为，LPR调降幅度小于MLF或因新增贷款利率已降至历史低位，目前更需要调整的是存量城投和按揭利率，而后者更多通过协议重定价实现。LPR调降少，或是为支持存量利率调整节省空间。

专题聚焦

美国主权债务：现状与前景

报告认为，现阶段美债面临更多的是技术性违约风险，而非因偿付能力不足导致的实质性违约风险。随着美国财政赤字及债务问题的进一步累积，美债的安全性和波动性也会动态变化，需要更为密切的关注。

新型电力系统建设：激活水电的双重价值

水电兼具基础保障和灵活调节两大特点。未来水电发展的重点要从开发、运行等环节打通堵点，并给予相应的市场激励，科学合理地增加收益，在提高增量水电投资价值的同时，助力存量水电价值升级优化。

宏观专栏

外资企业如何布局中国？——产业系列研究之一

近期中国国际收支平衡表（BoP）口径的外商直接投资（FDI）出现较大波动，可能主要反映外部周期性因素的影响（比如美国货币紧缩）而非中国投资环境的变化，因为与外部周期性因素关系不大的口径下的FDI变化没有那么显著。中国直接投资管理口径的FDI规模近年来趋势上行，其中欧美经济体对华直接投资规模仍然较大，以电子、汽车、化学品等制造业领域为主。中国的超大规模市场及其增长潜力仍然是外资看重的主要变量。从1980年代初开始的情况似乎表明，外资企业决定是进入中国还是外迁可能一定程度上取决于中外企业相对竞争力的变化。布局中国态势方面，外资企业有从传统制造领域退出，向高技术、高利润的领域集中的态势。比如，在半导体、汽车、生物医药等领域，外企在华营收和对华投资依然保持了增长势头。

中国直接投资管理口径的FDI规模近年来趋势上行，处于历史较高水平。根据联合国贸易和发展会议（UNCTAD）数据，2020年中国FDI规模占全球比重突破10%，2021-2022年连续两年突破1800亿美元，居全球第二位。1H23直接投资管理口径的FDI同比降幅为个位数，金额为历史同期的次高值，远小于BoP口径FDI的波动，我们认为一个主要原因可能是在美联储政策收紧的背景下，BoP口径FDI受海外融资环境变化影响较大。截至1Q23，我国FDI存量约3.54万亿美元，比2019年底增长了7413亿美元；存量FDI规模占全球的6.4%，比2019年底高0.7个百分点。

微观数据方面，fDi Markets数据显示，2022-1H23，德国和美国对华FDI规模分别占同期样本统计总额的26.4%和20.5%，其他东亚和西欧经济体对我国FDI规模也较为可观。投资的行业主要集中在电子、汽车、化学品等领域。美国商务部数据显示，2022年美国对华直接投资头寸1261亿美元，为历史新高，占美国海外直接投资的比重为历史次高值。且美国在华直接投资中，制造业占

比高达47%。

中国的超大规模市场可能是外资看重的重要因素。大市场为产业发展提供需求，有利于创新增长和海外投资。中国的“大国需求”，可以带来规模经济、范围经济、财富效应等经济优势。2022年，海外上市公司在华营收规模比2017年增长了50%，占全球营收比重升至7.5%，仅次于2021年的7.8%。其中，约22%的美国企业在中国营收占比超过5%，12%的美国企业在中国营收占比超过10%。中国本土市场已成为在华外资企业的主要收入来源，外资工企的营业收入中，内销额占比已从十几年前的50%左右升至70%以上，出现了从in China for world向in China for China转变的态势。

外资的进入和退出，一定程度上反映了中外企业相对竞争力的变化，似乎呈现“优胜劣汰”的特征。在华外资企业从传统制造领域退出，行业分布向高技术、高利润的领域集中。以美国为例，2018年以来，美国在华投资占比下降的主要是机械、化工、汽车等中国占据相对优势领域。而在科技、信息、电子等高科技领域，以及银行、批发等服务领域，中国占美国海外直接投资的比重是进一步上升的。在华外企优胜劣汰的过程中，其行业分布的集中度相应提升。

一些外资半导体企业对中国市场的依赖度比较高，相关领域对华投资也在快速增长。根据美国商务部数据，2018-2022年间，美国在计算机和电子领域对华直接投资增长了55亿美元（增幅达47%），而同期美国总体制造业的对华净投资增量为48亿美元。如今计算机电子行业已成为美国对华直接投资中占比最高的制造业。其主要半导体企业超过30%的营收来自于中国。2018年以来，在华营收占比上升超过10个百分点的几家企业，均实现了50%以上的全球营收增幅。

欧美国家在汽车、生物医药等增长较快的领域，在华营收和对华投资也在持续增长。汽车领域，2018年以来，500强车企里面，德、美、日、韩在华营收占比均有所提升，尤其是德国、美国上升幅度较大。他们积极在华扩大投资，

德国是中国汽车领域FDI的主要来源国。生物医药领域，2022年，全球500强企业中的美国和欧洲医药企业在华营收分别为近10年的新高和次高值。与此同时，中国生物医药行业FDI占比自2018年以来趋于抬升，其中欧美国家是对华生物医药投资的主力。2018-1H23，美国、欧洲、亚太经济体分别贡献了中国生物医药FDI的32%、41%和25%。



以上观点来自：2023年8月23日中金公司研究部已发布的《外资企业如何布局中国？——产业系列研究之一》

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

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

艾泽文 分析员 SAC 执证编号：S0080523070012 SFC CE Ref: BTK165

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

宏观专栏

LPR少降或为稳息差、支持存量调息

LPR调降幅度小于MLF、5年期首次未跟随调降，或因LPR更多影响的新增贷款利率已降至历史低位，部分对公国企贷款利率或出现过度竞争低价，而目前更需要调整的是存量城投和按揭利率，后者更多通过协议重定价而非调降LPR实现。LPR降幅小于MLF或有助于对冲银行息差收窄风险，以更好支持实体，我们预期存款利率有望下调。而隐债流动性风险的缓释有助于修复债市风险偏好，也有助于增强地方政府逆周期调节能力，发挥货币与财政协同作用。

8月21日1年期LPR调降10bp，5年期LPR没有下调¹，调降幅度低于市场预期，尤其是5年期。8月15日，央行年内二度下调1年期MLF基准利率15bp至2.5%²。这是2019年LPR改革以来首次1年和5年LPR下调幅度均低于MLF降幅、首次5年LPR未跟随基准利率下调，也是自2022年5月以来首次5年期LPR调降幅度小于1年期LPR。

LPR调降少，或是为支持存量利率调整节省空间。LPR更多影响新增贷款利率，但目前更需调整的或是存量按揭和城投信贷利率，后者更多通过协议重定价而非调降LPR实现。8月18日央行、金融监管总局、证监会联合电视会议³中表示要“规范贷款利率定价秩序，统筹考虑增量、存量及其他金融产品价格关系”、“价格要可持续”。目前新增贷款加权平均利率已经降至4.19%的有数据以来低位附近，新增按揭利率也创了4.11%的历史最低，新发放贷款利率已经较低，且今年来部分对公国企贷款利率存在过度竞争低价甚至套利的现象，与金融支持实体初衷或不相符。但根据中金银行组的测算，存量按揭与新增按揭利差仍在70bp左右，同时新一轮城投债“一揽子化债方案”中仍强调属地原则，各省或主导点对点与金融机构开展高风险区域城投债务重整，展期降息，如遵义、潍坊、兰州等化债方案。（参考8月21日报告 [《本轮化债有何不同？》](#)）

¹ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202308/content_6899265.htm

² https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202308/content_6898845.htm

³ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202308/content_6899177.htm

LPR降幅小于MLF或有助于对冲银行息差收窄风险，以更好支持实体。 2021年四季度以来贷款利率下行80bp，但中小行和大行存款自律机制只进行了1-2次调整，银行净息差收窄至1.74%为2011年6月以来的历史低位，与不良贷款率1.62%已较接近，而净息差高于不良贷款率或是防范银行运营风险的重要保证。央行在《二季度货币政策执行报告》⁴专栏中表示要合理看待商业银行利润，由于A股上市银行的平均市净率（P/B）为0.58，通过增发补充资本金能力有限，我们认为一定的息差可以为金融周期下行期可能的风险暴露提供财力准备，也能更好地支持银行服务实体。**基准利率下行有助于降低银行成本。**6月和8月MLF两次调降25bp后，银行同业存单发行利率已经下行20bp左右。而参考10年期国债利率和1年期LPR利率（2021年底以来下降48和40bp）的存款利率自律机制（存款利率仅调整了10-20bp）仍有进一步下调空间。

隐债流动性风险的缓释有助于修复债市风险偏好，也有助于地方政府发挥逆周期调节的作用，发挥货币与财政协同作用。从2014年隐债置换、到2018年隐债化解、再到当前的“一揽子方案”，化债越发呈现“属地化”、“市场化”、“点状化”的特征。随之而来的就是城投债券的发行呈现顺周期性，在经济压力增大时发行放缓、信用利差走阔、流动性风险升温。地方政府为缓解城投流动性风险而可能挤占财政资金，制约了地方财政逆周期调节的能力。我们认为如果通过金融机构市场化重组（展期降息）和信贷支持（并购贷助力国企收购城投资产）、央地协同（如特别再融资债及央行定向流动性支持）来缓释城投债的流动性风险，可以增加地方财政逆周期政策的空间，更好实现稳增长。

以上观点来自：2023年8月21日中金公司研究部已发布的《LPR少降或为稳息差、支持存量调息》

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

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

⁴ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202308/content_6898823.htm

专题聚焦

美国主权债务：现状与前景

2023年8月1日，国际三大信用评级机构之一的惠誉（Fitch）宣布将美国的长期发行人违约评级自“AAA”下调至“AA+”。截至2023年8月15日，除穆迪（Moody's）仍维持美国主权债务的“Aaa”顶级评级外，惠誉（Fitch）和标普（Standard & Poor's）都已将评级调为次一级的“AA+”评级。惠誉本次降级是美国历史上第二次被降级，上一次为标普2011年的降级。目前，根据惠誉的评定，美国主权债务评级低于德国、丹麦、瑞典、瑞士、卢森堡、新加坡、澳大利亚等国。

不同于2011年标普首次降级时美国股市大跌、金价上涨、美国金融市场剧烈波动的情况，本次惠誉降级对美国金融市场造成的冲击不大。但国际三大评级机构中的两家认为美债信誉已不再是顶级，引起了各方对美债安全性的新一轮关注。

一、美国长期主权信用两次被降级的原因

2011年8月5日，标普（Standard & Poor's）公司决定首次下调美国主权债务评级，将评级下调一级至“AA+”，并维持自2011年4月以来的负面展望。标普下调评级的主要原因有两点：1）一是不断攀升的债务负担，标普认为政府和国会近期达成的赤字削减/财政整顿计划并不足以稳定美国的债务前景；2）二是政治风险，在一个财政和经济上挑战不断的时期，美国的政策制定和治理能力的有效性、稳定性和可预测性却在降低，弥合两党在财政政策上的分歧比标普此前预计的更加困难，使得标普对国会和政府执行财政整顿、逐步稳定政府债务的能力持悲观态度⁵。

美国财政部随即对标普的降级表示反对，认为标普在估算未来十年的赤字时存在2万亿美元的高估，以致错误地评估了美国财政的稳定性与可持续性⁶。标普则称考虑的是未来3-5年的时间范围，在这个时间范围内即使使用美国财

⁵ <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/6802837>.

⁶ <https://www.wsj.com/articles/SB10001424053111903366504576490841235575386>.

政部的方法，差异也只有数千亿美元，不会影响标普本次的降级判定⁷。

在对美债降级后，标普遇到了一些麻烦。另外两家评级巨头，穆迪和惠誉，没有跟进标普的降级，《纽约时报》评论道：“穆迪和惠誉表现出更大的耐心，称偿还债务的进展不需要立即开始。这很重要，因为单一评级机构的降级不如共识的影响大”⁸。摩根士丹利的主权战略主管 **Arnaud Mares** 则表示：“我们认为这将加速在监管和投资授权中减少对评级依赖的趋势。因此，更大的影响不在于市场，而在于评级的使用上”⁹。此后，标普被一些美国地方政府机构解雇：在下调美债评级的一周后，标普将洛杉矶、佛罗里达州海牛县和加利福尼亚州圣马特奥县政府的投资组合评级从“AAA”下调至“AA”，因为这些地方政府的投资组合中有“重大的美国国债和美国政府机构债券的敞口，占比超过投资组合总额的50%”。这三个地方政府称对标普的判断力失去信心，决定不再聘请标普进行对其投资组合的评级工作¹⁰。不过，标普坚持降级的决定，直至今日也没有回调美国主权债务评级¹¹。

此后，在2012至2023的11年间，另一评级巨头，惠誉，曾两次向美国主权债务发出过降级警告，分别是2013年10月围绕提高联邦债务上限的政治较量¹²以及2019年对于美国政府停摆的警告¹³，但最终都并没有进行降级。

2023年8月1日，惠誉正式宣布下调美国的长期发行人违约评级，表示评级下调反映了惠誉对该国未来三年的财政状况趋于恶化的预期、联邦政府债务高居不下且不断攀升、过去二十年来政府治理水平下降三大因素；多次出现的债务上限政治博弈和最后一刻达成的决议削弱了民众对政府财政管理的信心¹⁴。

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2011-08-06/s-p-s-analysis-was-flawed-by-2-trillion-error-treasury-says>.

⁸ http://www.nytimes.com/2011/07/31/business/economy/taking-a-closer-look-at-a-downgrades-effects.html?_r=1&pagewanted=all.

⁹ <https://www.pbs.org/newshour/economy/sp-downgrades-us-credit-rating-from-aaa-for-first-time>.

¹⁰ <https://www.cnbc.com/id/44202687>. <https://www.latimes.com/local/la-xpm-2011-aug-18-la-me-0817-sp-city-20110818-story.html>.

¹¹ <https://edition.cnn.com/2023/05/24/business/fitch-places-us-on-rating-watch-negative/index.html>.

¹² <https://www.reuters.com/article/us-usa-fitch-idUSBRE99E12H20131016>.

¹³ <https://www.washingtonpost.com/business/2019/01/09/fitch-warns-an-extended-shutdown-could-hurt-us-credit-rating/>

¹⁴ <https://www.fitchratings.com/research/zh-cn/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-02-08-2023>.

中金公司研究部，海外宏观周报：美国评级下调，美债利率或结构性上升，2023年8月5日。

对此，美国财政部长耶伦表示强烈反对，称惠誉的判断忽视了美国经济的韧性，低失业率、通胀下降、经济持续增长和强劲的创新，而治理能力在拜登政府任内也有所改善，惠誉的下调决定是基于过时的信息¹⁵。对此，惠誉回应称，降级的决定并非基于未来几个月的经济形势¹⁶：惠誉越来越担心美国政治局势和美国政府治理能力的不断恶化，对美国政府能否应对诸如社会保险和医疗保险等长期财政挑战的信心较低。

可以看出，美国主权信用两次被降级的核心原因在于（1）逐渐攀升的赤字和债务螺旋，以及（2）财政和债务治理能力的下降，表现为近年来愈加频繁政府关门和债务上限危机。

这两点均可在数据中得到印证。回顾近三十年的美国财政赤字和政府债务历史，除克林顿政府后期财政出现盈余外，自小布什政府开始财政再次转为赤字并在此后逐渐扩大，政府负债也快速攀高。公众持有的联邦政府债务总额已从2001年末的31.4%的GDP占比上升至2022年末的95.2%，而美国政府开支仍在不断增加，根据美国国会预算办公室（CBO）2023年5月的预测，2023财年基本赤字或达GDP的3.3%，比去年预测的2.1%高出了1.2个百分点，考虑利息支出后的总财政赤字则比去年预测值高2.1个百分点，而政府负债率也相应比去年预测值高出2.2个百分点。

反复出现的政府关门和债务上限危机则在一定程度上反映了美国财政和债务治理能力的恶化。2013年，奥巴马政府因医疗改革相关的预算斗争而关门16天，造成的经济损失高达21亿美元¹⁷。特朗普政府于2018年和2019年初分别因是否终止“梦想者”（年幼时由父母非法带入、已在美国长大但无合法身份的青少年）移民政策和美墨边境隔离墙问题与民主党产生严重分歧，分别导致政府关门3天和35天¹⁸，后者成为美国史上最长的一次政府关门。除此之外，美国在2011年、2013年和2023年因两党之争出现债务上限危机，仅在距离违约只

¹⁵ <https://www.reuters.com/markets/us/yellen-says-fitch-downgrade-entirely-unwarranted-amid-us-economic-strength-2023-08-02/>.

¹⁶ <https://www.cnn.com/2023/08/02/business/fitch-defends-us-credit-downgrade/index.html>.

¹⁷ http://www.xinhuanet.com/world/2019-01/23/c_1210044932.htm.

¹⁸ <https://www.reuters.com/article/us-senate-deal-shutdown-end-0122-monday-idCNKBS1FB37P>.
<https://www.bbc.com/news/world-us-canada-47007081>.

有几天的情况下才达成协议。自1960年以来，国会已进行78次债务上限的修改，包括永久提高、暂时延长或修订——在共和党总统任期内为49次，在民主党总统任期内为29次¹⁹。2012年险些出现的“财政悬崖”也体现了美国政府治理职能的紊乱，由于两党在征税和政府支出上无法达成一致，导致“自动削减赤字机制”的可能启动并将引发政府增加税收、减少开支，对经济造成负面冲击；CBO估算认为美国经济或将因此在此在2013财年减少6070亿美元的投入，并在2013年上半年陷入衰退²⁰。

可见，标普2011年对美债降级时给出的原因被后续美国财政赤字、政府债务的增长演变及围绕二者的政党间分歧和争斗印证，而本次惠誉的降级行动在一定程度上进一步加强了这一判断。

二、美债安全性前景展望

我们从两个大的维度分析美债的安全性，一是美债会否违约，二是美债的价值几何、从实际购买力的角度持有美债能否保值增值。

违约这一维度又可分为技术性违约和实质性违约两部分看。如果借款人只是错过还款日并可以在之后的短时间内完成还款，则为技术性违约；然而，如果借款人因资金不足而无法继续偿还其负债，则称实质性违约²¹。前者主要与美国政府的治理有效性相关，后者则是债务持续性问题。我们认为，美债技术性违约的可能性不大，但近年来不断升高。2011和2013年债务上限危机时期，虽然危机在违约的一两天前才告解决，但市场主流情绪是美国债务违约不太可能发生（unlikely）。而随着美国两党政治的愈加分裂、债务累积愈加严重和在赤字及债务问题上达成一致的愈加困难，2023年3月初的美债市场价格显示华尔街认为存在一个很小但不断增长的违约风险²²，而2023年6月初的美债市场价格已经反映出市场认为技术性违约的风险是真实存在的²³。

债务的可持续性分析则更为复杂。首先，理论界存在财政特里芬困境

¹⁹ <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-markets-financial-institutions-and-fiscal-service/debt-limit>.

²⁰ https://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/FiscalRestraint_0.pdf

²¹ <https://www.imf.org/-/media/Files/News/Seminars/2018/091318SovDebt-conference/chapter-7-sovereign-default.ashx>.

²² <https://edition.cnn.com/2023/03/31/economy/default-debt-ceiling/index.html>.

²³ <https://www.nytimes.com/2023/05/19/business/stock-markets-debt-ceiling-risks-default-bonds.html>.

(Fiscal Triffin Dilemma) 的讨论, 认为美元的储备货币地位和美国保持长期良好的财政状态间存在内在矛盾, 必然导致美国财政和债务的不可持续²⁴。由于美元是国际储备货币, 美国需要满足全球各地对安全资产, 即政府债务的需求, 这会导致财政赤字不断扩大, 因此美国无法保持财政的长期良好状态, 进而威胁美债的安全性。但是, 有学者认为财政特里芬困境假定了安全资产供给的僵化, 这与实际中存在非美元安全资产, 以及存在美国地方政府及其他美国机构发行的美元安全资产的情况不符²⁵, 美元的储备货币地位并非必然导致美国财政和债务的不可持续。

其次, 从目前美国实际的财政状况出发分析债务的可持续性, 则既要考虑政府赤字与债务的总量变化趋势, 更要考虑债务对GDP的比率能否稳定在一个合适的水平。关于第一点, 政府财政赤字的恶化直接与政府负债的上升相连, 而美国财政赤字前景不容乐观, 用于政府常规开支的初级赤字和用于偿还债务利息的利息支出都面临持续上升风险。从初级赤字的角度, CBO于2023年6月发布的长期预算预测报告中指出, 美国政府的社保和医保支出会持续走高, 于2053年将分别占到GDP的6.2%和5.5%; 现有的社保、医保和高速公路信托基金或将分别于2033、2031和2028年耗尽, 需要政府的进一步资金支持。从利息支出的角度, 随着美国债务率的升高, 付息负担也将进一步加重, CBO预测的净利息支出的GDP占比将于2028年超过国防支出, 2046年超过医保支出, 2051年超过社保支出。而这仍是基于CBO对美国通胀和美债利率前景较为乐观估计的基础上, 按照我们的测算, 在一个通胀和利率都更高的情景下, 净利息支出或将于2032年即达GDP的5%, 超过医保支出, 大幅早于CBO的预测。

而从债务的GDP占比能否保持稳定的角度, 如果政府债务利率低于经济增长率 ($r < g$), 则有望实现债务率的长期平稳²⁶。美国目前 r 与 g 相差不大, 基本满足这一条件。不过, 上述条件主要用于分析确定性条件下、或者说“风平浪静”时的债务可持续性, 短期来看则债务的动态变化更加复杂。以欧债危机时

²⁴ <https://www.nytimes.com/2023/05/19/business/stock-markets-debt-ceiling-risks-default-bonds.html>.

²⁵ Bordo, M. D., & McCauley, R. N. (2019). Triffin: dilemma or myth? IMF economic review, 67, 824-851.

²⁶ Mehrotra, N. R., & Sergeev, D. (2021). Debt sustainability in a low interest rate world. Journal of Monetary Economics, 124, S1-S18.

的西班牙为例，2008年以前西班牙政府债务率不高、 r 与 g 也大致相当，但其经济从2008年开始陷入衰退、政府债务扩张，投资者对西班牙经济前景失去信心，开始要求更高的风险补偿，导致政府偿债压力陡增，引发债务危机²⁷。CBO测算了在不同利率和劳动生产率下政府负债率，测算结果显示在比较悲观的情景中，政府债务率在2053年可达GDP的231%，比乐观情景中的137%高出近100个百分点²⁸。

安全性的另一个维度，是持有美债能否“保值增值”。这既涉及到美元购买力本身的稳定性，也涉及到美债的收益率或者说美债价格的稳定性。关于第一点，美元购买力的稳定性取决于美国的通胀率，从美联储过往的行为来看，美联储对控制通胀的决心比较强，出现长期的高通胀、美元购买力持续下降情景的可能性或较小。

关于第二点，从长期来看，美债价格取决于供求；如果市场对美债失去信心，则美债需求下降、市场要求的风险溢价上升，美债价格下跌。值得注意的是，2022年外国投资者持有的美国国债比例达30%²⁹，这意味着美债价格及收益率更易受到国际经济和政治因素的扰动。与此形成对比的是日本，尽管其经济增长疲软且财政赤字率较高，但日本国债的外国投资者持有比例显著低于美国（2022年：14%³⁰），受外部因素的扰动更小。

在可预见的未来，对美债的信心和需求仍有几大支撑因素：首先，能成为美债替代品的“安全资产”供给有限，英、德、法等其他主要发达国家的国债市场规模无法与美国相比，而日本国债市场规模虽然稍大但政府负债率比美国更高，很难说是比美债更好的安全资产。其次，美债的持有人结构多元，虽然中、日截至2022年末持有美债占美债总额的比例相比2021年末都有所下降，包括美联储持有美债的占比也在下降，但养老基金等长期投资人的持有占比大幅上升，金融机构、美国地方政府和其他美国投资人的持有比例保持稳定³¹。最

²⁷ 中金公司研究部，海外宏观专题报告：美国偿债压力或超预期，2022年6月19日。

²⁸ <https://www.cbo.gov/publication/59154>.

²⁹ <https://sgp.fas.org/crs/misc/RS22331.pdf>.

³⁰ <https://asia.nikkei.com/Business/Markets/Bonds/Foreign-investors-dumped-Japan-bonds-in-record-sell-off-in-2022>.

³¹ 文中所述为长期和宏观的视角；从短期来看，美债需求侧压力增大，美联储隔夜逆回购规模缩减导致金融市场流动性降低，依靠货币市场基金等金融机构来承接美国财政部新发国债的难度加大，详见

后，国外市场人士认为对美债的信心来自于美国仍是世界主导力量，将其国家信用评级为低于加拿大（根据标普和穆迪的评级）、卢森堡并不合理³²。不过，如果上述支持性因素逐渐消减，市场可能要求更高的利率和风险溢价，侵蚀美债价值。

总体而言，惠誉本次对美国主权信用的降级反映了美国实际存在的财政赤字和债务问题，以及在美国现有的政治经济环境下缓解以至解决这一问题的难度。我们认为，随着美国经济稳定发展的“大缓和”时代过去，美债的安全性或已不如从前，但也并非存在短期内实质性违约或者价值大跌的风险。往前看，随着美国财政赤字及债务问题的进一步累积，美债的安全性和波动性也会动态变化，需要市场更为密切的关注。



以上观点来自：2023年8月20日中金研究院已发布的《美国主权债务：现状与前景》
彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892
吴晓慧 联系人 SAC 执证编号：S0080122030036 SFC CE Ref: BTK904

中金公司研究部于2023年7月16日发布的研报《失去流动性“助力”的美股》。

³² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-02/us-ratings-downgrade-casts-spotlight-on-the-last-ones-standing>.

专题聚焦

新型电力系统建设：激活水电的双重价值

2022年夏季，我国川渝等西南区域发生了持续数日的限电事件，其影响一定程度延续至今年上半年。然而，水电大省缺电并非巧合，有高耗能产业持续迁入推高用电负荷等多年问题积累的必然性，也存在极端高温天气等小概率事件的突发性，这恰恰反映出当前处于转型期的电力系统安全隐患增加。事实上，这种“灰犀牛”头顶上的“黑天鹅”最危险。对于以水电为基础电源的能源大省，如何发挥存量与增量水电的资源优势，从系统层面消除缺电隐患，对全国层面的新型电力系统建设有重要意义。

当前，我国正处于新型电力系统建设的加速转型期，面临“双高”特性给系统安全稳定运行带来的双重风险，系统对基础保障能力和灵活调节能力的需求大幅增加。水电是兼具保障性和灵活性的优质电源，具有绿色清洁、出力稳定、启停快捷等特点，可实现不同时间尺度的灵活调节，尤其是跨季节的长周期调节能力对于当前新型电力系统建设尤为紧迫和稀缺。

激活水电价值的主要挑战在于其现有的收益模式一方面难以满足增量水电不断升高的开发成本，另一方面也会限制存量水电的价值发挥，考虑未来水电降本的空间或有限，我们认为下一步水电发展的重点，可围绕基础保障和灵活调节双重价值，分别从开发、运行等环节打通物理堵点，并给予相应的市场激励，形成科学合理的良性发展模式。

从基础保障价值看，需着力减少来水对发电能力的影响，加大上游龙头水电开发力度，加强水电自身同流域与跨流域梯级联合调度；同时优化水电中长期合约与现货衔接机制，给予反映不同时间价值的电量相应的市场激励，并同步提高水电的环境收益。

从灵活调节价值看，需从开发和运行层面尽量贴近新能源，从而提高水电

提供灵活性服务的效率，并通过更合理的源网送出模式扩大服务范围；同时，积极探索水电参与现货及辅助服务市场的有效方式，全面释放水电多周期调节价值变现渠道。



以上观点来自：2023年8月23日中金研究院已发布的《新型电力系统建设：激活水电的双重价值》

郑宽 联系人 SAC 执证编号：S0080122080271

陈济 联系人 SAC 执证编号：S0080122080381

彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.8.21 中国图说中国宏观周报：本轮化债有何不同？
- 2023.8.21 中国宏观热点速评：LPR少降或为稳息差、支持存量调息
- 2023.8.22 海外宏观热点速评：再谈美债利率的顶：稳定机制受到挑战
- 2023.8.22 中国宏观热点速评：财力有望腾出空间助增长 一前7月财政收支数据点评
- 2023.8.23 中国宏观专题报告：外资企业如何布局中国？——产业系列研究之一
- 2023.8.26 海外宏观周报：鲍威尔在杰克逊霍尔会议讲话的解读

策略及大宗商品

- 2023.8.21 中国策略简评：哪些公司正在回购股票？
- 2023.8.22 大类资产观察：美债利率新高的风险与机会
- 2023.8.24 主题策略：AI创新周期的宏微观影响——海外映射系列研究
- 2023.8.24 主题策略：全球头部基金如何配置中国：2Q23配置降至低位，偏好资本品与汽车
- 2023.8.25 大宗商品：农产品：白糖：印度禁运担忧再起，内外盘糖价或联动上行
- 2023.8.26 全球资金流向监测：北向八月流出创历史新高
- 2023.8.27 海外中资股策略周报：港股何以跑赢A股？
- 2023.8.27 海外市场观察：美国6%的GDP意味着什么？ 2023年8月21日~27日
- 2023.8.27 A股策略周报：积极因素继续累积

固定收益

- 2023.8.21 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.8.21 简评：配置需求、信用事件交织下的津城建——津城建近期价格波动简评
- 2023.8.21 简评：富仕转债投资价值分析
- 2023.8.21 简评：宇瞳转债投资定价分析
- 2023.8.21 招投标备忘录：国开债23年第6、7、8期增发——利率债招标分析
- 2023.8.21 中资美元债周报：长端美债利率上行较大，地产和AMC板块下跌
- 2023.8.22 简评：力诺转债投资价值分析
- 2023.8.23 招投标备忘录：农发债23年第9、10、11期增发——利率债招标分析
- 2023.8.23 简评：科数转债投资价值分析
- 2023.8.23 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

- 2023.8.23 简评：银行与基金大幅增持，境外机构转为减持——2023年7月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2023.8.23 招投标备忘录：付息国债23年第18期新发、第16期续发，国开债23年第10、13期增发 ——利率债招标分析
- 2023.8.24 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.8.25 招投标备忘录：贴现国债23年第51、52期新发——利率债招标分析
- 2023.8.25 中国可转债策略周报：底部的层次
- 2023.8.25 简评：如何看待商品和股债市场的背离？
- 2023.8.26 信用债收益率跟踪周报：收益率低位波动、城投债再受追捧
- 2023.8.26 简评：地产仍弱，等待观察政策效果 ——中金固收高频数据跟踪
- 2023.8.26 中国利率策略周报：从产业链格局变迁看出口和贸易顺差变化

行业

- 2023.8.21 银行：货币政策的新线索
- 2023.8.21 交通运输物流：7月快递业务量同比+11.7%，单价整体微降
- 2023.8.21 纺织服装珠宝：纺服聚焦：纺织板块中报表现稳健，优秀服饰公司显现业绩弹性
- 2023.8.21 农业：宠物行业：亚宠展需求向荣，国货人气较高
- 2023.8.21 科技：全球观察-鸿海：持续发力AI服务器
- 2023.8.21 机械：中金通用自动化周报：2023世界机器人大会召开，大模型赋能运控引关注
- 2023.8.21 石油天然气：城市燃气：回归公用事业本质，消费属性正在增强
- 2023.8.21 交通运输物流：集运市场走向何方——龙头2Q23业绩及指引
- 2023.8.22 银行：为何5年LPR未下调？
- 2023.8.22 不动产与空间服务：周评#354：上周推盘回升，新房增约一成
- 2023.8.22 汽车及零部件：重卡跟踪月报：7月销量淡季，出口创新高
- 2023.8.22 电力电气设备：2Q23全球动力电池回顾：龙头营收维持强势，持续加码产能扩张
- 2023.8.22 农业：宠物双周报：7月出口环比改善，国内刚需食品增速领先
- 2023.8.23 电力电气设备：FERC改革加速美国储能并网，下半年大储并网量预计超30GWh
- 2023.8.23 日常消费：零研月报：7月多数品类销售额同比承压，关注饮品类较高增速
- 2023.8.24 博彩及奢侈品：2023年7月瑞士表全球出口额同比下滑0.9%
- 2023.8.24 科技：全球观察-英伟达：二季度收入超出市场预期，三季度指引强势延续
- 2023.8.25 软件及服务：全球观察-Snowflake：二季度业绩超预期，持续深化AI领域布局
- 2023.8.25 传媒互联网：OTA和网约车月报：暑期旅游热度走高
- 2023.8.26 医疗健康：反腐为短期市场主要关注，静待风险出清迎接下一轮成长

- 2023.8.26 机械：关注制造业复苏与行业技术变革
- 2023.8.27 公用事业：风光公用环保周报：新政引导风光发展，行业景气度边际上行
- 2023.8.27 科技硬件：科技硬件周报（8/25）：消费类需求持续复苏，手机产业链或现底部信号
- 2023.8.27 传媒互联网：互联网周思考：也无风雨也无晴
- 2023.8.27 传媒互联网：周报：业绩确认盈利能力，估值彰显布局机会
- 2023.8.27 有色金属：钼价本周小幅回升，稳增长刺激下钛白粉重启涨价
- 2023.8.27 电力电气设备：电新周报：多省发布碳中和方案，新能源车下游需求环比回暖
- 2023.8.27 科技硬件：AI半月报（08/25）：AI算力有望维持高景气；人形机器人国产厂商表现活跃
- 2023.8.27 金融：政策框架全面性超我们预期，重申保险布局机会
- 2023.8.27 有色金属：美国PMI数据降低加息预期，美元金价触底反弹
- 2023.8.27 农业：农业周报：生物育种产业化试点有序推进，国产猫三联疫苗通过应急评价



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：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn