

美债的几个关键位置

证券研究报告

2021年03月17日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-震荡格局中的资产配置机会》 2021-03-16
- 2 《宏观报告：宏观-开年经济为何走弱？》 2021-03-16
- 3 《宏观报告：风险定价 | 价值因子继续修复-3月第3周资产配置报告》 2021-03-15

第一个关键位置是 1.3%-1.5%，对应美股价值股的结构性情，高估值成长股震荡，低估值价值股修复，利率上升利好金融。

第二个关键位置是 1.7%-1.8%，这个位置对于低估值价值股可能转向震荡，高估值成长股可能进入下跌。一旦突破，波动率将明显上升。

第三个关键位置是 2.0%-2.1%，对应了我们前面预测的本轮美债利率上行的顶部区间。这个位置以上对于财政偿付和信用市场都是压力测试，对于美股可能触发更大的波动率释放。

在利率上升到更高水平之前，美联储可能只会做点鸽派喊话，甚至不太可能对延长放松 SLR（银行补充杠杆率）进行表态。当美债上升至 1.7%-1.8%，联储可能通过 SPV 扩大购债或进行扭曲操作来减缓利率上升的速度。如果利率上升到 2.0%-2.1%，届时联储可能会考虑推迟 QE 缩减，甚至承诺收益率曲线（YCC）。

风险提示：美联储超预期收紧，疫情出现反复，通胀超预期

2月以来，美债10Y利率从1.0%-1.1%上行到1.5%-1.6%，1个半月（2月-3月中）的上升幅度（~50bp）相当于之前6个月（去年8月-今年1月）的总和。实际利率的上升起了主要作用：2月以来美债10Y实际利率上升了40bp，而（盈亏平衡）通胀预期只上升了13bp，维持在2.2%附近。

图1：实际利率与通胀预期



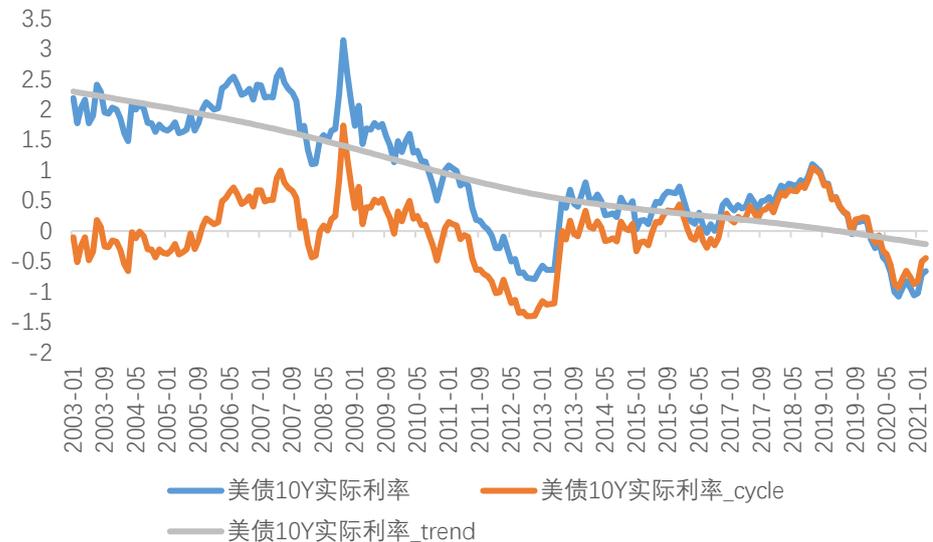
资料来源：Wind，天风证券研究所

实际利率的回升反映了经济和政策两个方面的预期定价。经济方面是美国疫苗加速接种，经济和就业加速改善。根据美国疾控中心（CDC）的数据，美国已经接种超过1亿剂。2月非农就业失业率继续下降至6.2%。政策方面是1.9万亿财政计划增加供给，联储对利率回升仍然保持“淡定”。去年8月以来，美联储每月国债购买量基本没有变化，维持在800亿美元上下。3月4日鲍威尔接受采访时也说“金融市场波动还没有到影响联储目标（长期就业和平均通胀）的程度”。

从以上两方面来看，实际利率的回升还会继续。在经济复苏的斜率和联储对于利率回升的态度没有发生变化之前，实际利率回升的趋势不会改变。但如果把时间拉长到过去20年，实际利率的长期趋势是向下的。2008年之前，实际利率的水平是2%；而2008年之后，实际利率长期位于0%-1%之间；疫情前，实际利率已经在0%附近。

剥离长期趋势后，当前实际利率（-0.66%左右）仍然处在历史较低水平（17.4%分位）。考虑到经济K型复苏和央行长时间宽松的趋势难以逆转，**预计实际利率的反弹高点大约在0.2%-0.3%左右**，对应70%-80%历史分位，约等于2019年的平均水平。

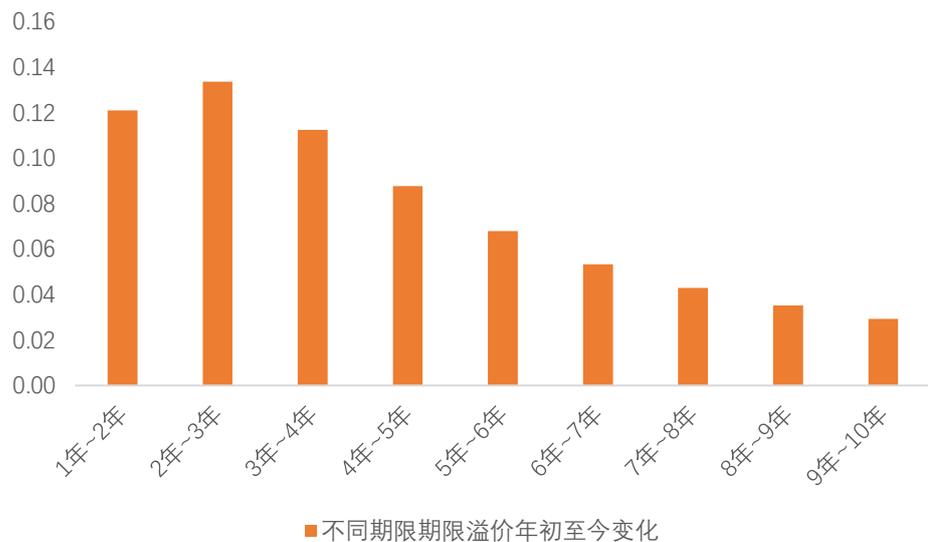
图2：美债10年期实际利率、周期项和趋势项



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资者对于长期增长和通胀超预期的担忧并不深刻。年初至今，美债期限溢价上升幅度最大的久期阶段是 1~2 年和 2~3 年，之后依次递减，反映市场对于短期复苏和货币宽松收敛的预期定价超过了中长期。

图 3：年初至今各阶段期限溢价变动幅度



资料来源：纽约联储，天风证券研究所

当前通胀预期已经处在历史高位（99.5%分位）。美国页岩油产能恢复不及预期给了 OPEC 继续减产维持高油价的空间，上半年油价可能在高位剧烈震荡，但下半年通胀预期可能随油价回落。

从之前几轮历史经验来看，通胀预期领先实际利率半年左右，实际利率见顶时，通胀预期已经回落至中位数附近。预计本轮实际利率见顶时，通胀预期将回落至 1.7%-1.8% 左右，对应本轮美债 10Y 利率的高点大约为 1.9%-2.1%。

图 4：盈亏平衡通胀预期、周期项和趋势项



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们 2 月 11 日在《美债利率上行空间有多少》中用三因子模型测算发现：（1）到今年年底，美债 10Y 利率的波动区间为 1.38%-1.71%；（2）美债利率年内高点在 1.8%左右，通胀超预期和联储提前缩减 QE（或传递信号）是主要上行风险；（3）3-5 月是利率上升最快的阶段，5 月之后进入高位震荡。

实际上美债 10Y 利率在 3 月 5 日升至 1.5%-1.6%，上升速度超出了我们当时预期。目前来看，利率上行的时间和空间尚不充分，年内上升空间预计仍有 20-30bp，5 月后运行区间将位于 1.5%-1.8%（低期限溢价情形）。但是利率回升最快的阶段可能已经经历，后续上升斜率将放缓，震荡将加大。

图 5：三因子模型预测年内美债走势



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

对于股票而言，实际利率上升意味着实际融资成本抬升，压力大于通胀预期回升。2003 年以来的实证结果显示，美债 10Y 实际利率与标普 500 市盈率的相关系数为-0.41。因此 2 月以来美债实际利率快速回升后，特别是美债 10Y 利率迅速突破 1.3%后，美股的高估值板块出现明显调整。2 月 1 日-3 月 12 日，道琼斯和纳斯达克的涨幅分别是 9.3%和 1.9%，MSCI

价值和成长的涨幅分别是 10.3%和 1.0%。

图 6：美股估值水平时间序列及 10 年期国债实际利率



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

从美股的风险定价水平来看，美债有几个关键位置对应了美股市场不同等级的风险状态。

第一个关键位置是 1.3%-1.5%，对应了标普 500 的静态风险溢价低于历史分位数 1.5 个标准差。这个位置是纳斯达克的压力位，对应的是美股价值股的结构性情行，高估值成长股震荡下跌，低估值价值股修复，利率上升利好金融。

第二个关键位置是 1.7%-1.8%，对应了标普 500 的动态风险溢价低于历史分位数 1.5 个标准差，同时道琼斯工业指数的静态风险溢价低于历史分位数 1.0 个标准差。这个位置是标普的压力位，一旦突破波动率将明显上升，此时联储可能出手干预美债长端利率的上升速度。

第三个关键位置是 2.0%-2.1%，对应了我们前面预测的本轮美债利率上行的顶部区间。这个位置以上对于财政偿付和信用市场都是压力测试，对于美股可能触发更大的波动率释放，道琼斯可能转向震荡下跌，届时联储的工具选择将对市场走势至关重要。

表 1：美债长端利率对应的美股风险溢价（采用 PE_ttm 计算）位置

	标普 500	道琼斯
--	--------	-----

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17390

