

2021 年 02 月 06 日

10Y 美债破 2% 风险之再论

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

作为全球资产定价的锚，10Y 美债利率的走势影响重大。在率先提示 10Y 美债利率上行通道已打开后，本篇报告基于通胀演绎路径，重申 10Y 美债破 2% 风险。

● 以史为鉴，历次美国 CPI 同比升至 2% 以上阶段，10Y 美债利率均破 2%

历次美国 CPI 同比升至 2% 以上阶段，10Y 美债利率均破 2%。1990 年至今，美债已历经多轮熊市。经验显示，历轮美债熊市的开启，均早于货币政策的转向，与美国经济景气改善及通胀抬升等密切相关。其中，10Y 美债利率和美国 CPI 的节奏走势相近；历次美国 CPI 同比升至 2% 以上阶段，10Y 美债利率均破 2%。

2020 年 6 月以来，美国经济复苏的结构差异，导致通胀反弹力度偏弱。美国 CPI 中，服务项权重高、影响大，商品项权重低、影响小。2020 年 6 月以来，虽然与“宅经济”相关的商品消费快速修复、价格同比涨至 3% 以上，但由于服务消费受疫情反弹压制、修复缓慢，服务项价格同比持续负增，拖累 CPI 同比远低 2%。

● 伴随疫苗推广、疫情改善，美国经济修复不断加快，通胀压力加速累积

伴随防控措施实施及疫苗大规模推广，美国疫情持续改善，经济修复不断加快。拜登实施强制佩戴口罩令后，美国疫情开始持续改善。同时，随着疫苗供应充足及接种速度持续提升，美国年中前后接近全民免疫目标的问题不大。最新数据显示，疫情改善下，美国工业生产修复加快，餐饮消费及服务业 PMI 等止跌反弹。

经济修复加快及油价等的上涨，可能使美国 CPI 同比 2 季度前后开始升至 2% 以上、悲观情景下甚至 4% 以上。美国经济、尤其是服务消费修复加快，将带动 CPI 服务项价格加速上涨。同时，由于美国是最大原油消费国，叠加 OPEC+ 控制增产节奏，油价或将进入快速上涨通道。综合来看，美国通胀压力趋大幅抬升。

● 通胀压力推动下，10Y 美债破 2% 风险较大，主要资产市场估值承压

通胀压力大幅抬升下，10Y 美债利率破 2% 的风险较大。由于 10Y 美债利率和通胀走势相近，随着美国 CPI 同比升至 2% 以上、悲观情景下甚至 4% 以上，10Y 美债利率破 2% 风险较大。10Y 利率的走势节奏，容易受美联储政策倾向变化影响。参照 2013 年政策退出经验，美联储转向越早，10Y 美债破 2% 速度可能越快。

作为全球资产定价的锚，10Y 美债利率的上行，将使高估值资产的估值承压。前期低利率环境下，美股等资产的估值大幅提升、带动资产价格大涨。最新数据来看，美股估值已高达 38.4 倍，处于历史 100% 分位数附近。随着 10Y 美债利率上行通道打开，美股等高估值资产的估值或将开始承压，资产价格波动趋于加大。

● 风险提示：因疫苗效果不佳，疫情频频反弹。

相关研究报告

目 录

1、 周度专题：10Y 美债破 2% 风险之再论	4
1.1、 历次美国 CPI 同比升至 2% 以上阶段，10Y 美债利率均破 2%	4
1.2、 伴随防控措施实施、疫苗接种加快，美国经济、尤其是服务业修复开始加速	7
1.3、 经济修复加速带动下，美国通胀压力趋大幅抬升，10Y 美债破 2% 风险较大	9
2、 大类资产回溯：全球主要股指普遍上涨	12
3、 重点关注：美国 1 月 CPI 数据	14
4、 数据跟踪：美国 1 月非制造业 PMI 继续上升	14
4.1、 美国数据	14
4.1.1、 美国 1 月制造业 PMI 小幅回落，非制造业 PMI 继续上升	14
4.1.2、 美国 1 月新增非农就业人口、失业率有所改善，周薪同比增速上升	15
4.1.3、 当周 EIA 原油库存意外减少，当周初请失业金人数继续回落	16
5、 风险提示	16

图表目录

图 1： 美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2% 阶段，10Y 美债利率均上行至 2% 以上	4
图 2： 2008 年后，通胀上行推动美债期限利差走扩	4
图 3： 2008 年后，经济景气改善推动美债期限利差走扩	4
图 4： 2020 年 6 月起，美国 CPI 同比开始反弹	5
图 5： 美国食品饮料、家具等商品价格上涨速度较快	5
图 6： 美国交通运输、娱乐等服务价格反弹速度较慢	5
图 7： 交通运输项价格反弹慢，拖累了 CPI 上涨速度	5
图 8： 财政刺激政策支持下，美国居民收入出现大幅提升	6
图 9： 美国餐饮消费的变化，与疫情发展形势负相关	6
图 10： 疫情出现后，美国交通运输类服务修复缓慢	6
图 11： 疫情出现后，美国餐饮酒店类服务修复缓慢	6
图 12： 美国商品消费修复速度远超服务消费	6
图 13： 美国商品消费修复速度领先投资、出口等	6
图 14： 疫情出现后，美国食品饮料消费大幅增长	7
图 15： 家具、电子音像设备等消费自低点快速反弹	7
图 16： 美国大部分州响应拜登号召、实施强制口罩令	8
图 17： 拜登上任以来，美国新增确诊病例加速下滑	8
图 18： 截至 2 月 2 日，美国每日疫苗接种量领跑全球	8
图 19： 拜登上任后，美国疫苗发放、接种速度持续提升	8
图 20： 美国疫苗发放、接种量已分别达 5594、3388 万剂	8
图 21： 美国有望在年中前后、甚至更早实现群体免疫	8
图 22： 伴随疫情改善，美国工业生产的修复开始加速	9
图 23： 伴随疫情改善，美国批发零售商补库开始加快	9
图 24： 1 月中旬以来，美国餐饮消费结束前期下跌态势	9
图 25： 美国 12 月服务业 PMI 已较上月反弹	9
图 26： 美国服务消费修复加快，将带动油价上涨	10
图 27： 美国 CPI 同比可能在 2 季度前后升破 2%	10

图 28: 就业恢复进程, 会影响美联储调整政策时点	10
图 29: 美国目前与线下活动相关性高的行业就业恢复慢.....	10
图 30: 2013 年, 因美联储提及的收紧政策的时点早于市场预期, 10Y 美债利率 3 个月内上行了 100bp	11
图 31: 历史经验显示, 长端美债利率的上行易导致美股等高估值风险资产波动加大	11
图 32: 当周, 美元、英镑上涨, 欧元、日元下跌	12
图 33: 当周, 美元走势强于欧元	12
图 34: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率多数上行.....	13
图 35: 当周, 10Y 美债收益率继续上行	13
图 36: 当周, 全球主要股指普遍上涨	13
图 37: 当周, 纳斯达克、恒指双双上涨	13
图 38: 当周, WTI、Brent 原油价格大涨.....	13
图 39: 当周, COMEX 黄金价格下跌.....	13
图 40: 美国 1 月制造业 PMI 小幅回落	14
图 41: 制造业 PMI 中, 新订单、产出指数显著回落	14
图 42: 美国 1 月非制造业 PMI 继续上升	14
图 43: 非制造业 PMI 中, 就业、新订单指数表现亮眼	14
图 44: 美国 1 月新增非农就业人口、失业率有所改善.....	15
图 45: 休闲和酒店业就业人数降幅明显收窄	15
图 46: 美国 1 月时薪增速基本持平, 周薪增速继续回升.....	15
图 47: 平均每周工时上升, 平均每周加班工时持平	15
图 48: 美国当周 EIA 原油库存意外减少	16
图 49: 美国当周初请失业金人数继续回落	16
表 1: 上任 10 天内, 拜登已颁布至少 15 条与防疫相关的行政命令	7
表 2: 海外重点数据发布日期情况	14

1、周度专题：10Y 美债破 2% 风险之再论

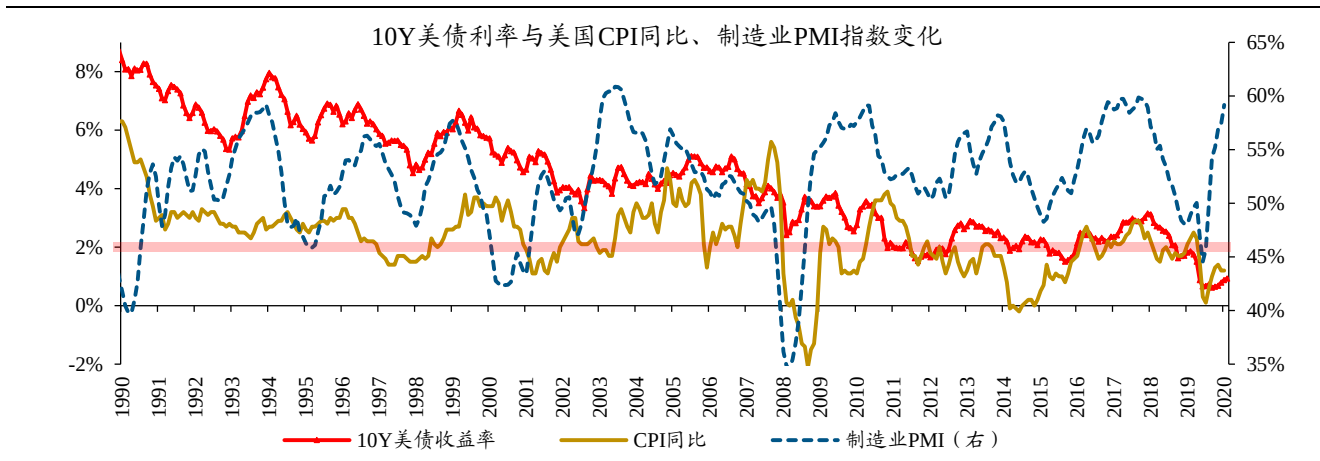
事件：1 月以来，10Y 美债利率快速上行，导致高估值资产波动持续加大。根据世界银行等多家权威机构的调查，市场对 10Y 美债利率走势的分歧较大。

资料来源：World Bank、Wind

1.1、历次美国 CPI 同比升至 2% 以上阶段，10Y 美债利率均破 2%

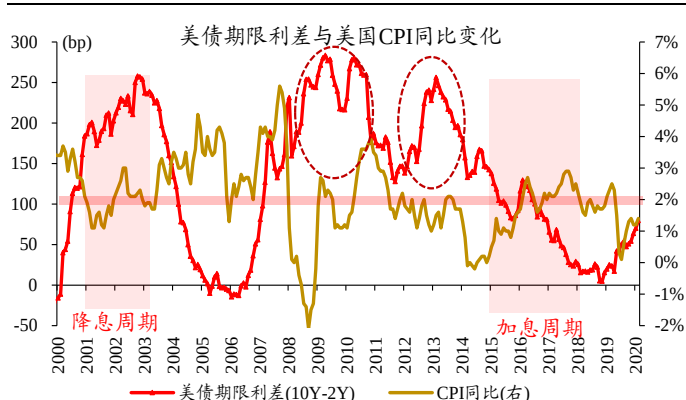
以史为鉴，历次美国 CPI 同比升至 2% 以上阶段，10Y 美债利率均破 2%。1990 年至今，美债已历经多轮熊市。历史经验显示，历轮美债熊市的开启，均早于货币政策的转向，与美国经济景气改善及通胀抬升等密切相关。其中，10Y 美债利率和美国 CPI 的节奏走势相近。其中，2008 年前，美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2% 阶段，10Y 美债利率均上行至 2%、甚至 4% 以上。2008 年后，虽然利率中枢有所下移，但在经济向好及 CPI 同比高于 2% 阶段，10Y 美债利率依然上行至 2% 以上。（更详细分析，请参考我们已发布报告《10Y 美债利率会否破 2%》）

图1：美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2% 阶段，10Y 美债利率均上行至 2% 以上



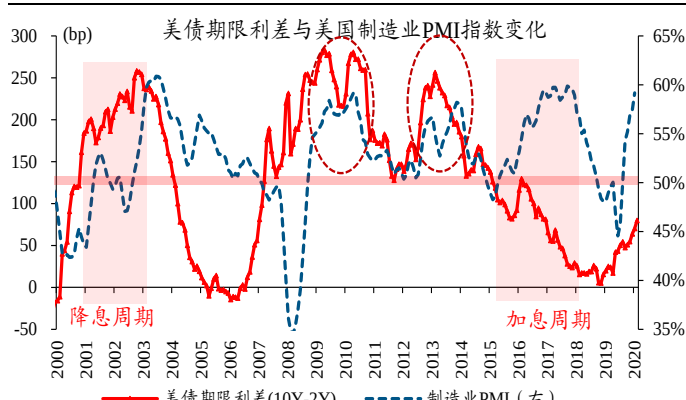
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2008 年后，通胀上行推动美债期限利差走扩



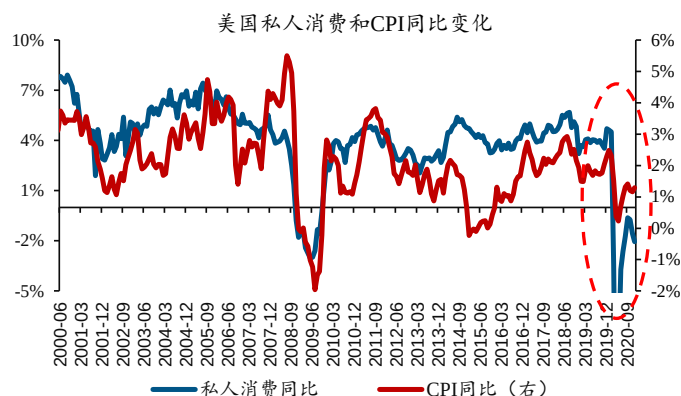
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2008 年后，经济景气改善推动美债期限利差走扩

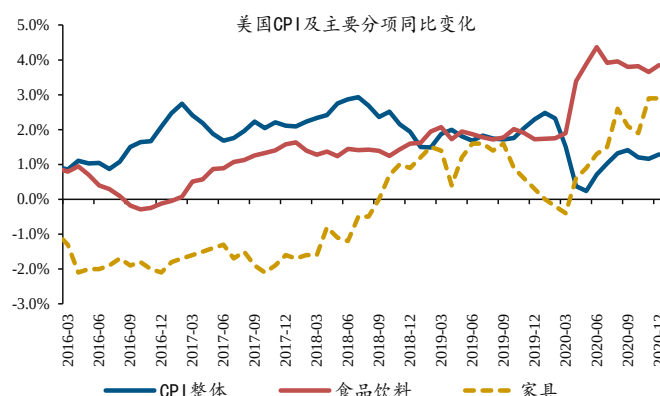


数据来源：Wind、开源证券研究所

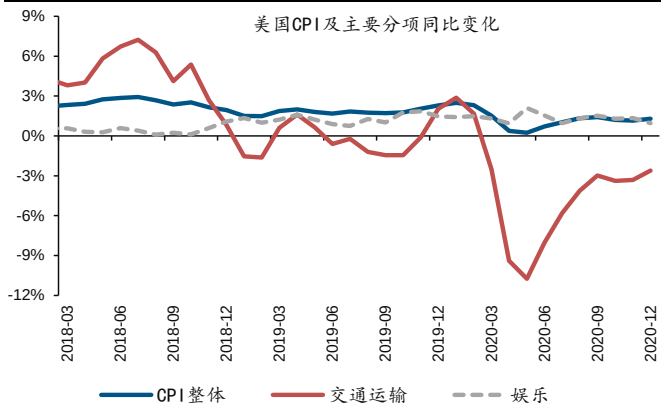
2020年6月以来，受服务项价格上涨速度较慢拖累，美国CPI同比反弹力度较弱。美国CPI同比在2020年5月降至低点0.2%，随后自6月起开始反弹。虽然美国CPI同比在2020年12月升至1.3%，但较疫情前依然差距较大。从美国CPI的结构来看，服务项的权重高、影响大，商品项的权重低、影响小。2020年6月以来，虽然食品饮料、家具等商品项价格大幅上涨，但交通运输、娱乐等服务项价格上涨速度较慢，持续拖累整体CPI的表现。尤其是对美国CPI走势影响最大的交通运输项（占比较高、波动最大），价格同比一直处于负增长状态，12月依然只达到-2.6%。

图4：2020年6月起，美国CPI同比开始反弹


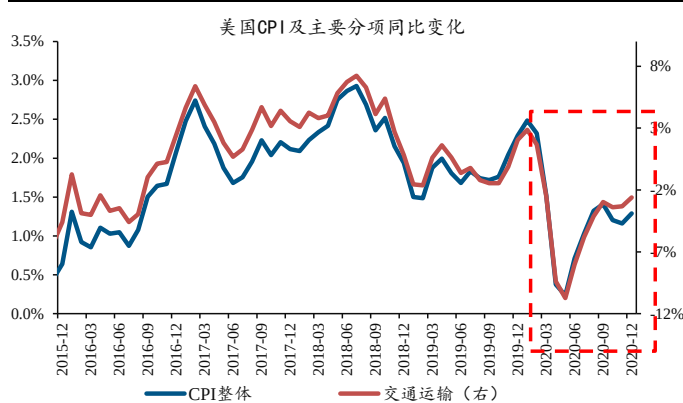
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：美国食品饮料、家具等商品价格上涨速度较快


数据来源：Wind、开源证券研究所

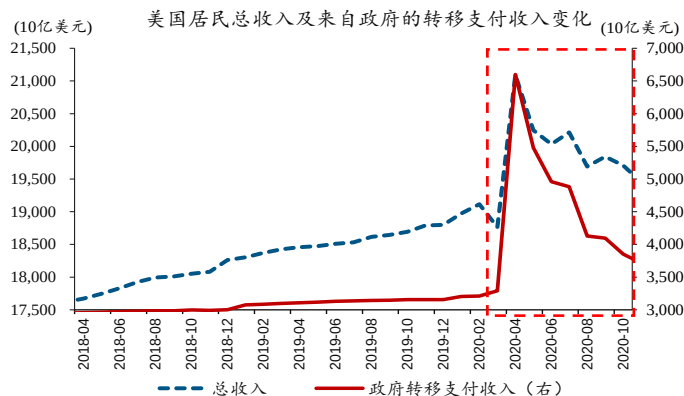
图6：美国交通运输、娱乐等服务价格反弹速度较慢


数据来源：Wind、开源证券研究所

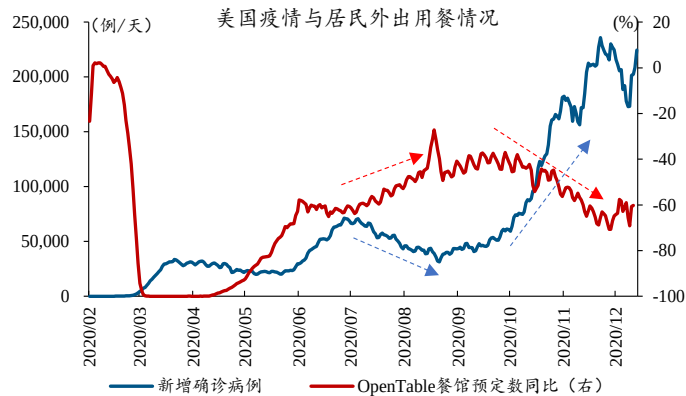
图7：交通运输项价格反弹慢，拖累了CPI上涨速度


数据来源：Wind、开源证券研究所

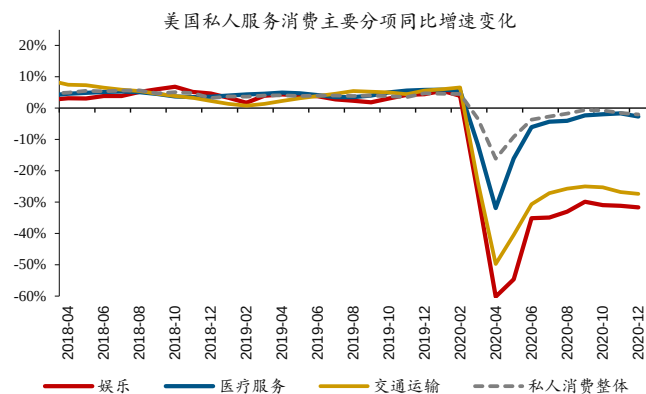
美国CPI服务项价格上涨速度慢，与疫情反复下、各类线下服务活动持续受到压制有关。美国CPI服务项价格上涨较慢背后，是对应的服务消费修复缓慢。2020年6月以来，无论是交通运输，还是娱乐、餐饮酒店等服务消费的增速均一直为负，并且修复进程远慢于美国私人整体消费。居民收入端不是制约美国服务消费修复的核心因素，前者在财政刺激政策支撑下、较疫情前大幅提升。由于大部分服务消费均以线下活动为主，疫情的反复持续压制了服务消费的修复。例如，美国餐饮消费的变化与疫情发展形势高度负相关。

图8: 财政刺激政策支持下, 美国居民收入出现大幅提升


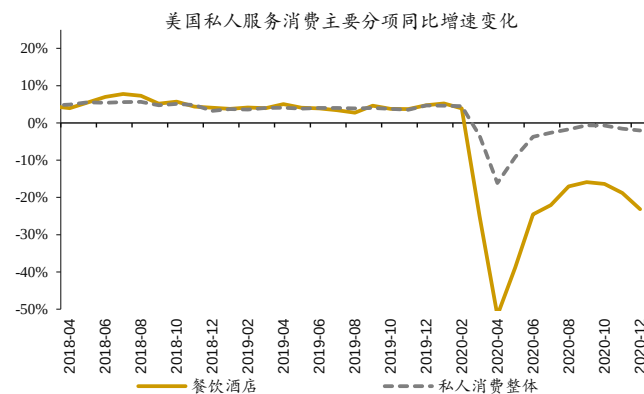
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 美国餐饮消费的变化, 与疫情发展形势负相关


数据来源: Wind、开源证券研究所

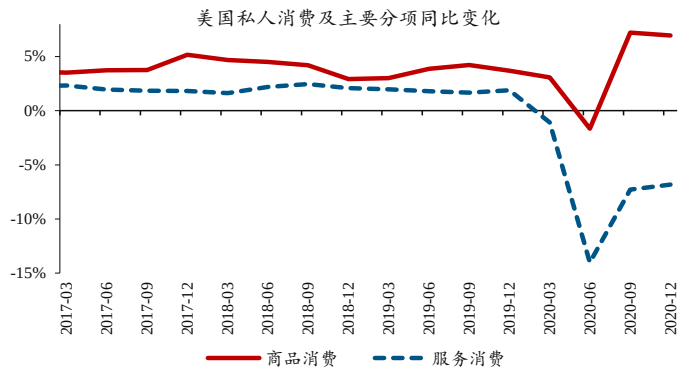
图10: 疫情出现后, 美国交通运输类服务修复缓慢


数据来源: Wind、开源证券研究所

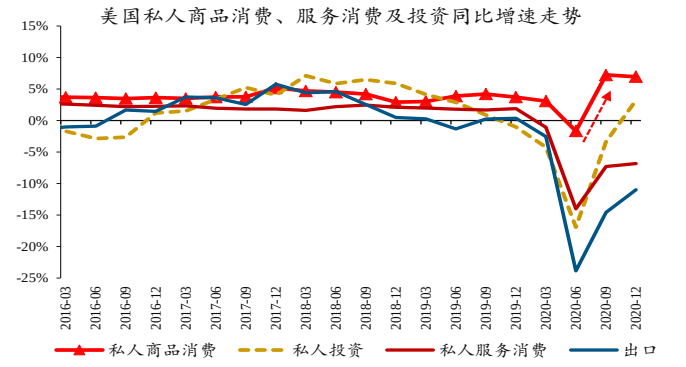
图11: 疫情出现后, 美国餐饮酒店类服务修复缓慢


数据来源: Wind、开源证券研究所

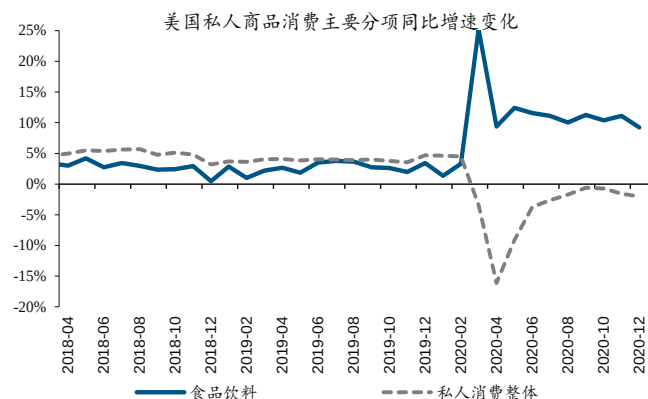
不同于服务消费, 美国食品饮料、家具等“宅经济”相关商品消费, 持续受到疫情反弹提振, 快速修复、增速率先转正。与服务消费的疲软表现不同, 美国商品消费增速在2020年6月便已率先转正, 并在2020年9月升至8.4%、刷新近10年新高。商品消费的快速增长, 与疫情反复、持续提振“宅经济”相关消费紧密相关。数据来看, 疫情出现后, 食品饮料类消费大幅增长、且增速一直位于10%以上的高位; 同时, 家具、杂项制品及各类娱乐产品的消费自低点快速反弹, 修复速度远超私人整体消费。

图12: 美国商品消费修复速度远超服务消费


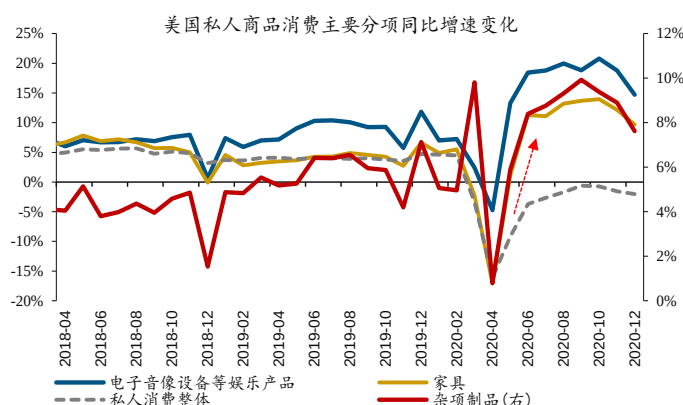
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 美国商品消费修复速度领先投资、出口等


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 疫情出现后, 美国食品饮料消费大幅增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 家具、电子音像设备等消费自低点快速反弹


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、伴随防控措施实施、疫苗接种加快, 美国经济、尤其是服务业修复开始加速

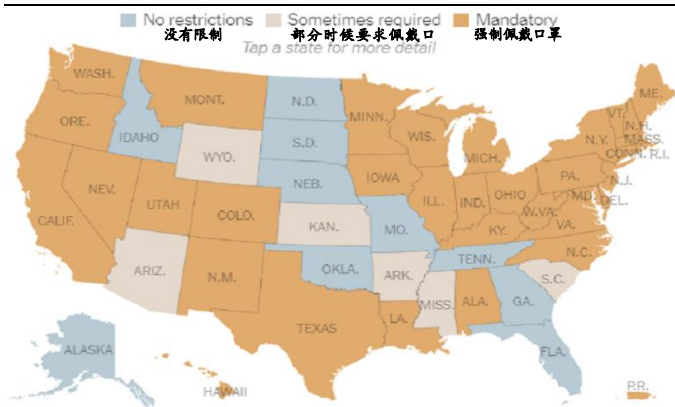
拜登上任后, 颁布、实施强制佩戴口罩令, 使美国疫情形势开始加速改善。与前任总统特朗普完全不同, 拜登就任总统后, 将“抗疫”作为政府的首要工作。为了抑制疫情扩散, 拜登于1月21日颁布“强制佩戴口罩令”, 要求所有美国居民在联邦政府管辖区域内佩戴口罩。纽约、加利福尼亚、德克萨斯等美国大部分州随后纷纷响应拜登号召, 在州内全面实施强制佩戴口罩令。从美国疫情发展形势来看, 强制佩戴口罩令的效果“立竿见影”。1月20日以来, 美国当周新增确诊病例均值从20万例/天快速回落至15万例/天以下。

表1: 上任10天内, 拜登已颁布至少15条与防疫相关的行政命令

日期	行政命令
	上任100天内, 强制要求居民在联邦政府管辖区域内佩戴口罩, 并保持物理距离
1/20	重新加入 WHO, 指定安东尼·富奇博士为世界卫生组织代表团团长
	设立 Covid-19 协调员 (直接向拜登负责) 一职, 负责管理生产、分销疫苗及医疗设备的工作
	加快疫苗、注射器、口罩等医疗用品的制造及交付速度
	指示联邦紧急事务管理局将报销范围扩大到各州, 以覆盖国民警卫队与紧急物资的成本
	建立流行病检测局, 扩大美国冠状病毒检测能力
	建立临床前计划, 以促进大流行病治疗方法的发展
	增强国家对冠状病毒数据的收集, 生产, 共享和分析
1/21	指示联邦紧急事务管理局创建联邦政府支持的社区疫苗接种中心
	指导教育部和卫生部为托儿所和大学等提供指导, 确保安全地重新开放和运营学校
	呼吁美国职业安全与健康管理局发布有关 Covid-19 的明确指南, 并强制执行工人健康与安全要求
	在火车、飞机、船、公交车上, 需要戴口罩; 国际旅客入境前需提供 Covid-19 阴性测试的证明
	成立 Covid-19 健康公平工作组, 以帮助确保公平的大流行应对和康复
	恢复美国的领导地位, 支持国际大流行应对工作, 增强抵御未来威胁的能力, 并促进全球卫生安全
1/25	恢复对申根区、英国、爱尔兰、南非的入境限制

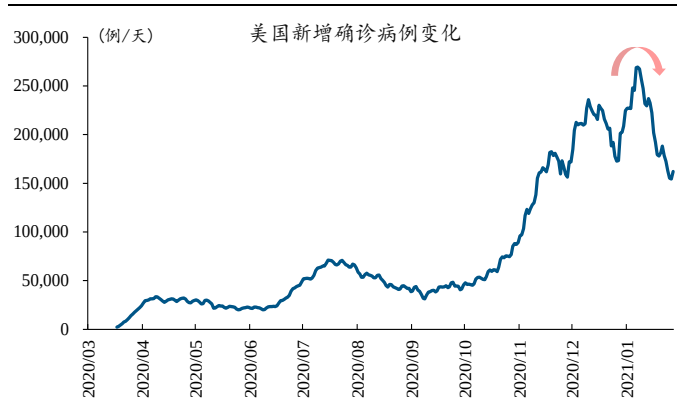
资料来源: White House、开源证券研究所

图16: 美国大部分州响应拜登号召、实施强制口罩令



资料来源: NY Times

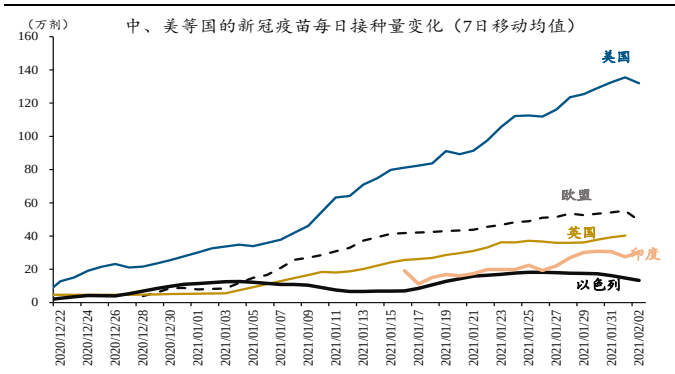
图17: 拜登上任以来, 美国新增确诊病例加速下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

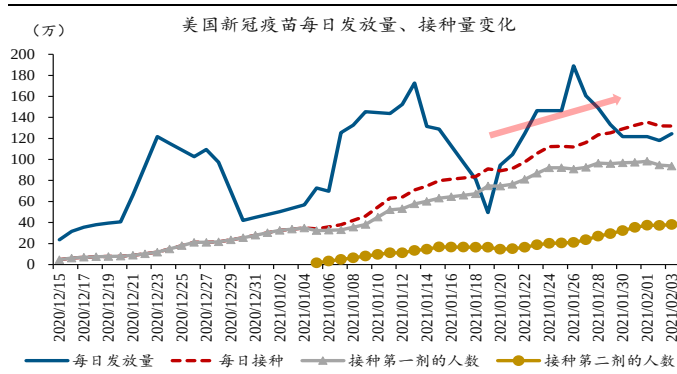
伴随疫苗接种开启、且接种节奏不断加快, 美国控制住疫情的时点有望进一步提前。除了实施口罩令外, 拜登上任后, 通过雇佣更多公共卫生生、增加疫苗接种站及加快疫苗运输分配工作等, 全力推进疫苗接种。最新数据显示, 截至2月3日, 美国新冠疫苗总发放量、接种量分别达到5594、3388万剂。美国疫苗每日接种量, 也从2020年12月底的30万例/天左右升至130万剂/天以上, 并且仍在加速提升。结合美国政府强大的动员能力, 以及最新疫苗产能情况来看, 美国有望在年中前后、甚至更早实现群体免疫目标。

图18: 截至2月2日, 美国每日疫苗接种量领跑全球



数据来源: Our World in Data、开源证券研究所

图19: 拜登上任后, 美国疫苗发放、接种速度持续提升



数据来源: US CDC、开源证券研究所

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_18191

