

宏观点评

美债收益率上行会有多快？——兼评1月FOMC会议

事件：北京时间1月28日凌晨三点，美联储公布1月FOMC会议决议。

核心结论：

1、1月FOMC会议如期按兵不动，决议基调依然偏鸽，缩减购债为时尚早。

1月FOMC会议中，美联储维持联邦基金目标利率0-0.25%不变，维持购债规模不变，符合市场预期。FOMC会议声明的变化主要在经济方面，对近期经济表现的表述修改为“近几个月来，经济活动和就业的复苏步伐有所放缓，疲软集中在受疫情影响最严重的部门”；对经济前景的表述修改为“新冠病毒将继续（删掉了‘在短期内’）严重影响经济、就业和通胀，并（删掉了‘在中期内’）对经济前景构成相当大的风险”；此外，新增了“经济路径还取决于疫苗状况”的表述。

美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，经济前景仍充满不确定性，**距离实现就业和通胀目标还有很长的路要走**；实际失业率接近10%，在疫情过去后，仍需要帮助失业人群重返就业岗位；如果经济复苏放缓，前瞻指引将传达加码宽松的信号；财政政策是绝对必要的，如有必要，紧急借贷工具仍是可用的；**未来几个月的通胀回升将会是暂时性的**，现在看到的任何情况都不会导致令人不安的高通胀，美联储将保持耐心，对短期的通胀小幅回升不会做出反应；财政政策和疫苗预期推动了近期资产价格的上涨，货币政策并非推动资产价格上涨的主因；**现在讨论缩减购债还为时过早，决定缩减购债时将会与公众沟通，并且会是循序渐进的。**

总体来看，本次FOMC决议依然偏鸽。美联储自2020年7月以来首次表示经济复苏步伐放缓，对疫情持续时间和疫苗进度均保持谨慎，对通胀回升的信心也依然较弱。我们判断，美联储最快也要到年底开始缩减QE，若疫苗接种缓慢，则要到2022年才会开始缩减QE，加息最快也要到2023年底。

2、2021年美债收益率上行会有多快？

>美债收益率的中长期走势主要由经济表现、货币政策、通胀走势共同决定，短期内还会受避险情绪、财政扩张等因素扰动。需注意的是，**美债反映的是经济的边际变化**，而非同比增速，因此美债收益率与美国制造业PMI走势高度一致；此外，**美债反映的是市场对于未来通胀走势的预期**，因此美债收益率往往领先通胀变化。

>自2020年8月以来，10Y美债收益率由0.52%持续回升至1.1%左右，主要反映了经济基本面和通胀预期的变化：美国制造业PMI由2020年4月的41.5%持续反弹至2020年12月的60.7%，TIPS隐含的1年期通胀预期也由2020年7月底的1.0%反弹至当前的3.2%。往后看，当前美国制造业PMI几乎是1985年以来的最高值，未来大概率回落；而3.3%的预期通胀率处在2010年以来95%的历史分位数，即当前美债收益率已经很大程度上price-in了美国通胀的回升。**在经济边际改善速度趋于放缓、通胀很难明显超预期的情况下，美债收益率继续上行的动能将有所减弱。**

>当前美债所面临的宏观环境非常像2002-2003、2010-2011这两轮时期，即：经济反弹最快的时间已经过去，边际改善速度在放缓；通胀由于基数原因快速冲高，但随后持续回落；货币宽松力度在边际递减，并且货币宽松周期接近尾声。在这两轮时期中，美债收益率均表现为持续下行，而并未跟随通胀出现持续大幅反弹。但本轮周期有两大不同之处，一是受疫情影响，美国服务业复苏缓慢，若疫苗接种顺利，服务业仍有较大改善空间；二是在民主党控制国会两院的背景下，拜登新一轮1.9万亿财政刺激计划有望成功落地，从而美债发行将继续增加。因此，当前美债收益率仍趋上行，难以像2002-2003和2010-2011那样出现持续下行。

>综上分析，我们认为2021年美债收益率上行速度不会太快，10Y美债收益率在2021年底可能回升至1.5%-1.8%之间，仍低于疫情前的水平。

风险提示：美国疫情超预期好转；美国通胀超预期抬升。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《美国库存周期：框架、展望、对中国出口的影响》2021-1-22
- 2、《美联储对经济更乐观，但政策转向尚早——12月FOMC会议点评》2020-12-17
- 3、《大选未定，美联储将保持观望——11月FOMC会议点评》2020-11-6
- 4、《预期改善，鸽声不足——9月FOMC会议点评》2020-9-17
- 5、《美联储公布货币政策新框架，有何新意？》2020-8-28



图表1: 近3次FOMC会议声明对比

	2020年11月FOMC声明	2020年12月FOMC声明	2021年1月FOMC声明
利率	维持0-0.25%不变,直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到2%的目标。	维持0-0.25%不变,直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到2%的目标。	维持0-0.25%不变,直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到2%的目标。
QE	未来几个月,将至少以现在的规模购买国债和MBS。	每月继续购买至少 800亿美元国债、400亿MBS(与当前一致) ,直至 最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展 。	每月继续购买至少800亿美元国债、400亿MBS(与当前一致),直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展。
经济	经济活动和就业 继续 恢复,但仍远低于年初的水平。经济复苏的进展将很大程度上取决于疫情。经济路径很大程度上取决于疫情状况,新冠病毒将继续在短期内严重影响经济、就业和通胀,并在中期对经济前景构成相当大的风险。	经济活动和就业继续恢复,但仍远低于年初的水平。经济复苏的进展将很大程度上取决于疫情。经济路径很大程度上取决于疫情状况,新冠病毒将继续在短期内严重影响经济、就业和通胀,并在中期对经济前景构成相当大的风险。	近几个月来,经济活动和就业的 复苏步伐有所放缓,疲软集中在受疫情影响最严重的部门 。经济路径很大程度上取决于疫情 和疫苗 状况,新冠病毒将继续 (删掉了“在短期内”) 严重影响经济、就业和通胀,并 (删掉了“在中期内”) 对经济前景构成相当大的风险。
通胀	需求疲软和石油价格早先下跌一直压制了通胀 。美联储将允许一段时间内通胀适度高于2%,以便平均通胀和长期通胀预期达到2%。	需求疲软和石油价格早先下跌一直压制了通胀。美联储将允许一段时间内通胀适度高于2%,以便平均通胀和长期通胀预期达到2%。	需求疲软和石油价格早先下跌一直压制了通胀。美联储将允许一段时间内通胀适度高于2%,以便平均通胀和长期通胀预期达到2%。
金融市场	金融状况 保持宽松 ,部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动。	金融状况保持宽松,部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动。	金融状况保持宽松,部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动。

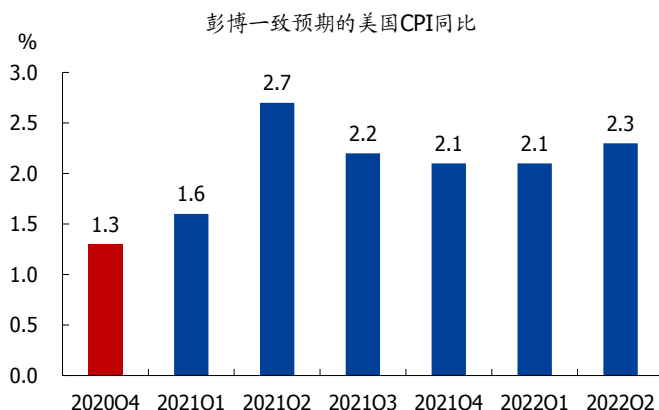
资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表2: 美债收益率与美国制造业PMI走势高度一致



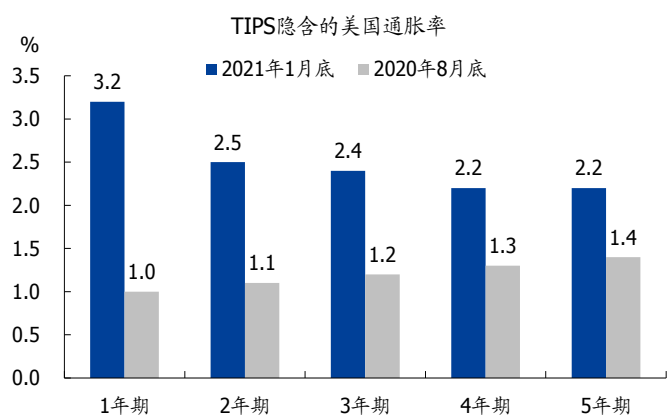
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 市场预期2021Q2之后美国通胀将再次回落



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表4: 过去几个月 TIPS 隐含的通胀率大幅抬升



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表5: 当前美债已经很大程度上 price-in 了通胀回升幅度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 当前美债所面临的宏观环境非常像 2002-2003 和 2010-2011 两轮时期



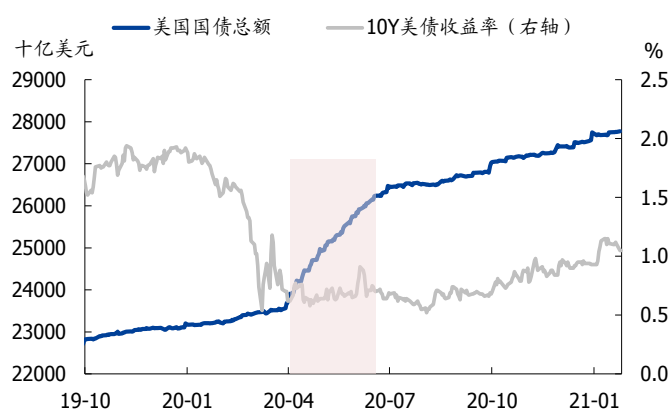
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 美国服务业仍有较大修复空间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 新一轮财政刺激将推动美债收益率上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

美国疫情超预期好转; 美国通胀超预期抬升。

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_18420

