

## 美债利率上行短期支撑美元，长期弱美元难言反转

- 近期十年期美债收益率迅速上行，作为全球资产定价的锚，牵动着全球各个大类资产的表现。美股中纳斯达克指数也经历了较大幅度的调整，A股中的“抱团股”也在此基础上有所反馈。未来美债利率会继续上涨吗？如果上涨的话，投资者关心的另一个定价基准，美元指数是否也会跟随相应的趋势呢？长周期来看，十年期美债名义利率与美元指数相关性约0.47。即十年期美债利率对于美元指数有相关性，但与投资者所设想的仍有差距。
- 本轮十年期美债名义利率的上行，实际上经历了两阶段不同的逻辑。因为名义利率=实际利率+预期通胀。在春节前夕，基本是由通胀预期的上涨所驱动的；而春节后至今主要是由实际利率迅速上涨所驱动的。近期的美债利率上升，体现为实际利率的震荡与通胀预期的进一步上行。实际利率与通胀预期虽然二者在一定程度上互有因果，但还是有较大的逻辑差异。
- 美元短期走势主要看美欧强弱对比：疫情方面，美国疫苗接种速度快过欧洲，美国与欧洲新增确认人数差距快速缩小。经济方面，美国经济数据显示的经济基本面修复速度快于欧洲，在1.9万亿财政刺激和货币政策依旧宽松的环境下，美国经济复苏的预期强于欧洲。利差方面，美国十年期国债利率的上行推动了美德利差迅速走阔，并且大概率仍将持续一段时间。因此以上方面都显示了对美元的短期支撑。
- 长期来看，一国的汇率更多体现在其经济实力上，本质上是劳动生产率水平的一种外化体现。而美元作为全球中心货币，美联储作为全球央行的“央行”，其价格的决定更为特殊。其币值的强弱对于全球范围的信用扩张和收缩具有显著影响。所以长周期美元除了经济本身的角度外，更重要的是从金融周期的视角看待。全球经济共振复苏下，长期美元仍处于弱势周期。
- 结论：受益于美国目前抗疫工作、经济基本面修复以及利率走高均在短期内强过欧洲，所以美元指数短期内是有支撑因素的。具体而言，这种情况可能会持续至二季度甚至三季度，但进入下半年，这些差异收敛的概率较大，届时美元指数的短期支撑因素将逐步消失。当然值得注意的是，疫情的防控仍面临较大的不确定性，若病毒变异或疫苗失效等因素，可能反过来影响经济恢复进程，这些差异仍可能继续扩大。当然，不论短期走势如何，长期内我们仍倾向于一个全球经济复苏带来的弱势美元长周期。在这种长期维度下，我们认为大宗商品和新兴市场都将在长期内受益。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

近期十年期美债收益率迅速上行，作为全球资产定价的锚，牵动着全球各个大类资产的表现。美股中纳斯达克指数也经历了较大幅度的调整，A股中的“抱团股”也在此基础上也经历了较大的回调。未来美债利率会继续上涨吗？如果上涨的话，投资者关心的另一个定价基准，美元指数是否也会跟随相应的趋势呢？长周期来看，十年期美债名义利率与美元指数相关性约 0.47，即十年期美债利率对于美元指数有相关性，但与投资者所设想的仍有差距。那么决定美债利率以及美元指数走势的主要因素是什么呢？本篇专题对未来美债利率与美元指数作以展望。

图 1：美元指数走势与美国国债利率相关性仅为 0.47 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 美债利率上行的原因之一：通胀预期持续上升

本轮十年期美债名义利率的上行，实际上经历了两阶段不同的逻辑。因为名义利率=实际利率+预期通胀。在春节前夕，基本是由通胀预期的上涨所驱动的；而春节后至今主要是由实际利率迅速上涨所驱动的。近期的美债利率上升，体现为实际利率的震荡与通胀预期的进一步上行。实际利率与通胀预期虽然二者在一定程度上互有因果，比如经济基本面复苏共同推升实际利率与通胀预期，但通常二者还是有较大的逻辑差异。

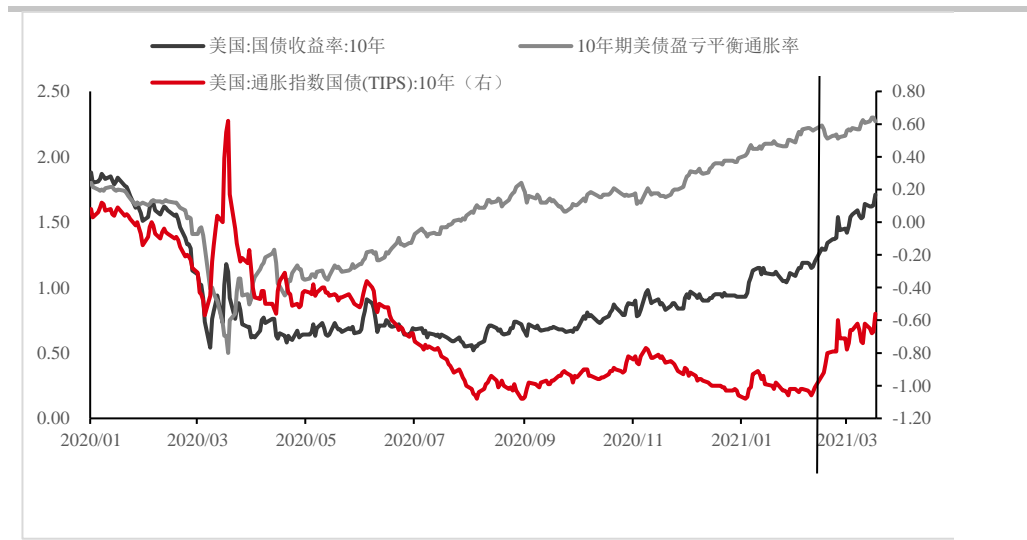
### 大宗商品价格推升通胀预期

首先需要明确的是，因为十年期国债是在市场交易的，其对应的到期收益率为 10 年期国债的名义收益率，十年期的通胀保值债券 (TIPs) 也是可以交易的，其收益率不受通货膨胀的影响，可以理解为实际收益率。所以二者之差就是市场隐含的通胀预期。它只是市场对未来通胀的预判而不是通胀本身。根据我们的研究，油价是与通胀预期高度相关的。**值得注**

意的是，通胀预期与通胀本身并不是很匹配，同时油价与实际发生的通胀也不完全匹配。所以市场的主线逻辑普遍高估了油价对于实际通胀的作用。

图 2：美债名义利率的驱动分为两个阶段

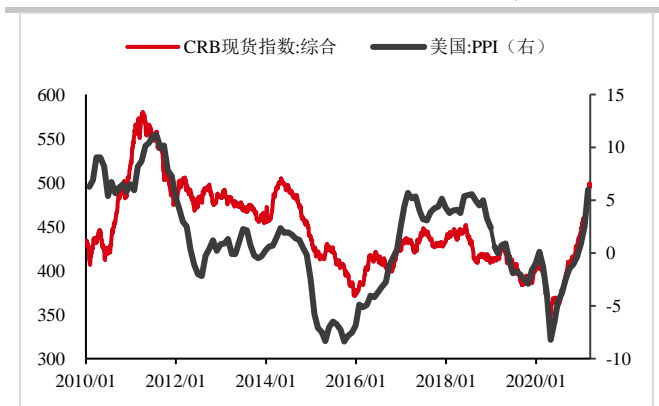
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：全球商品价格推升美国 PPI

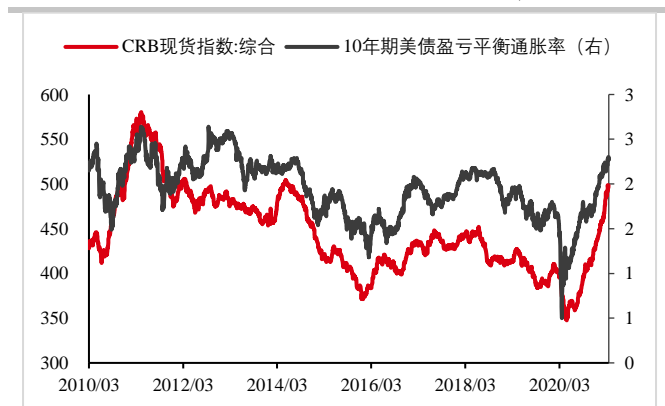
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：全球商品价格推升美国通胀预期

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：原油价格与通胀预期高度相关



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：预期通胀与实际通胀并不完全相关



数据来源：Wind 华泰期货研究院

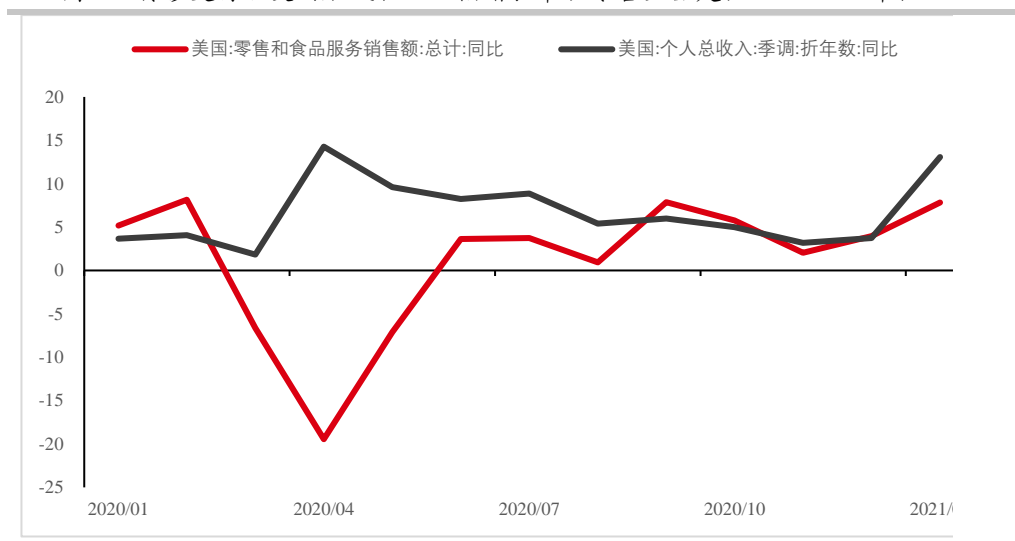
### 持续宽松的货币政策以及拜登法案落地推升通胀预期

除了商品以外，美国宽松的货币政策、拜登法案落地之后的刺激效果都推升了大家的通胀预期。1.9 万亿拜登法案的刺激力度是远超 09 年次贷危机。此次刺激方案 1.9 万亿，连同疫情之初的 3 万亿与去年年底落地的 9000 亿，将美国疫情刺激支出推升至 5.8 万亿，占去年美国名义 GDP 的 27%。

依照美国国会预算办公室 (CBO) 的测算，2021 年美国名义产出的缺口约为 4200 亿美元。按照预计，拜登 1.9 万亿刺激计划中有 1.2 万亿的资金会在今年使用，加上去年年底通过的 9000 亿美元。可以估算刺激资金与产出缺口的倍数为 5 倍。同样根据美国国会预算办公室的测算，十年前奥巴马政府应对次贷危机时推出财政刺激计划时，2009 年美国潜在产出缺口为 7980 亿美元，当时国会最终批准的刺激方案为 7870 亿美元，分配给当年指出的规模仅有 3600 亿美元，是不到产出缺口的二分之一。因此从这个角度讲，现任美国政府的刺激规模是 09 年时期的 10 倍。

此次法案不光是支出数额巨大，且有明显通过财政调节收入分配的意图。耶伦上任财长时表示，美国的经济复苏为 K-shape，即中高收入人群的收入不降低反而增加，而底层人民的生活越来越糟糕。此次财政资金的用途主要针对个人，每人 1400 美元的直接补贴、以及每周 300 美元的失业补充将开始发放直到 9 月初，对劳动者更有利。2009 年的 ARRA 中，约有 16% 的钱花在了基建上，仅有 30% 的资金用于个人救助和个人税收减免。与之相对，今年拜登的刺激计划中仅有 5% 的钱用于基建，近一半的钱都用在了个人救助和税收减免上。可以说，拜登倾向于通过直接发钱救济个人，其财政刺激具有明显的“普惠性”特征。此外，拜登还希望能在未来几年将联邦最低工资标准从当前的 7.5 美元/小时提高到 15 美元/小时，以此希望帮助中低收入者。这种直接发钱的“直升机撒钱”模式一方面显著推升通胀预期，另一方面也会带来需求的直接改善。

图 7：转移支付后美国居民收入大幅增长带动零售数据走强 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

当然，通胀预期回升本身也可以反应经济向好的趋势，这主要是基本面回暖后需求持续拉动的影响。这部分经济好转也同样会带来实际利率的抬升。

## 美债利率上行的原因之二：实际利率的抬升

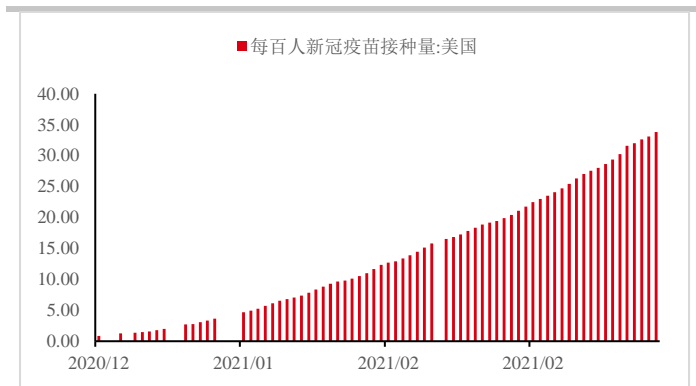
春节过后，美债利率的迅速上行，更多反映的是实际利率的迅速抬升。实际利率抬升同样有两个方面的原因。

### 拜登法案落地与疫情控制得力

一方面是因为美国经济复苏趋势向好：拜登法案刺激落地后的需求复苏，拜登上台后防疫管控加强，疫苗普及持续上升。这些都在近期美国的高频经济数据中得以体现，因此经济内生活力的复苏带动经济内生利率，也就是实际利率的反弹。

图 8: 美国疫苗接种人数大幅增加

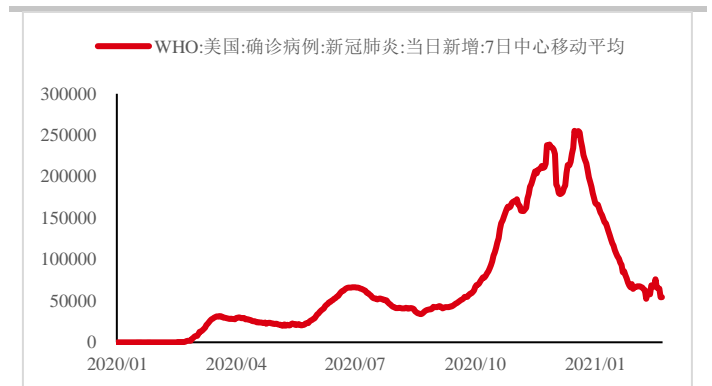
单位:剂次



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 美国当日新增新冠确诊七日均线

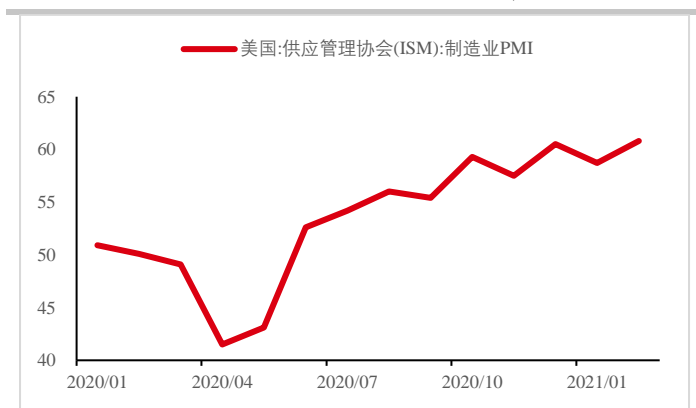
单位:例



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 美国制造业 PMI 持续复苏

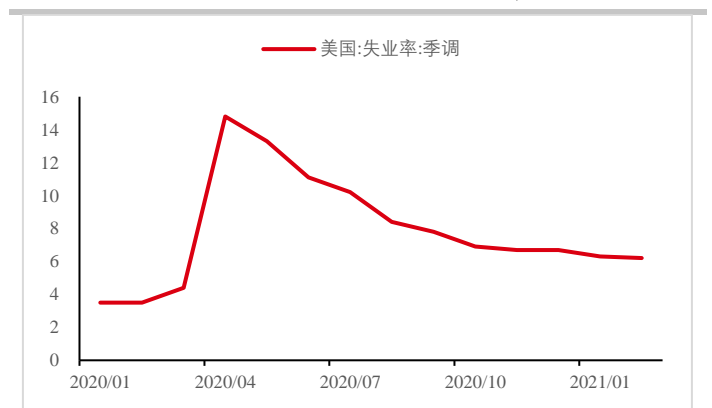
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 美国失业率持续下滑

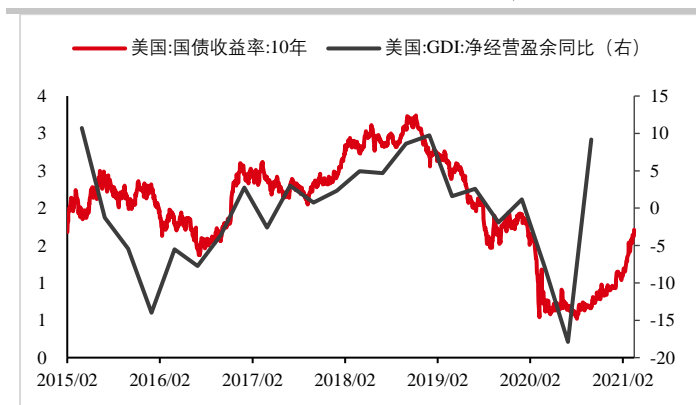
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 美国国债走势与企业利润高度相关

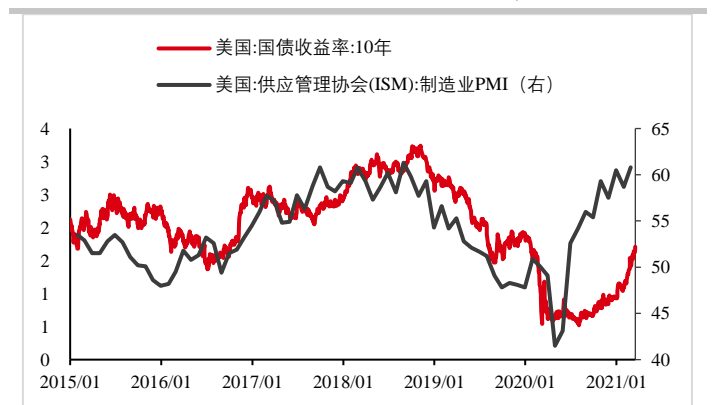
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 美国国债走势与制造业 PMI 高度相关

单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院



历史上看，美国国债十年期收益率与经济本身高度相关。不论是美国制造业 PMI 还是美国企业利润同比增速，都较好的反映了美国十年期国债走势。

### 货币政策收紧的“忧虑”

除了疫情防控得力与经济持续复苏外，另一方面实际利率上升主要反映了货币政策收紧的预期。因为 TIPS10 年期收益率本质上是反映了未来 10 年的平均实际利率。但随着 3 月 18 日联储议息会议宣布联邦基金利率将保持在 0%-0.25% 区间不变，同时维持每月 1200 亿美元（800 亿美元国债+400 亿美元 MBS）的资产购买规模不变，直至就业与通胀取得实质性进展。第一，鲍威尔表示美国经济仍旧存在较高的不确定性，现在不是讨论削减 QE 的时候，如果有此打算一定会提前沟通。第二，美联储对因通胀上行的利率上升表示欢迎，鲍威尔承认通胀上行既有低基数效应，也有财政刺激下的需求扩张。认为只有通胀回升到 2%，才会增强联储的可信度。第三，鲍威尔表示除非金融环境恶化，资产价格调整过快，否则美联储不会干预债券市场。此含义表示美联储认为当下的政策是合适的，短时间内不会采取 OT 或者 YCC。

市场对于短期内紧缩货币政策的情绪有较大缓解，一定程度上压制紧缩恐慌。若实际利率再度攀升，更多的还是反应美国经济的持续修复。

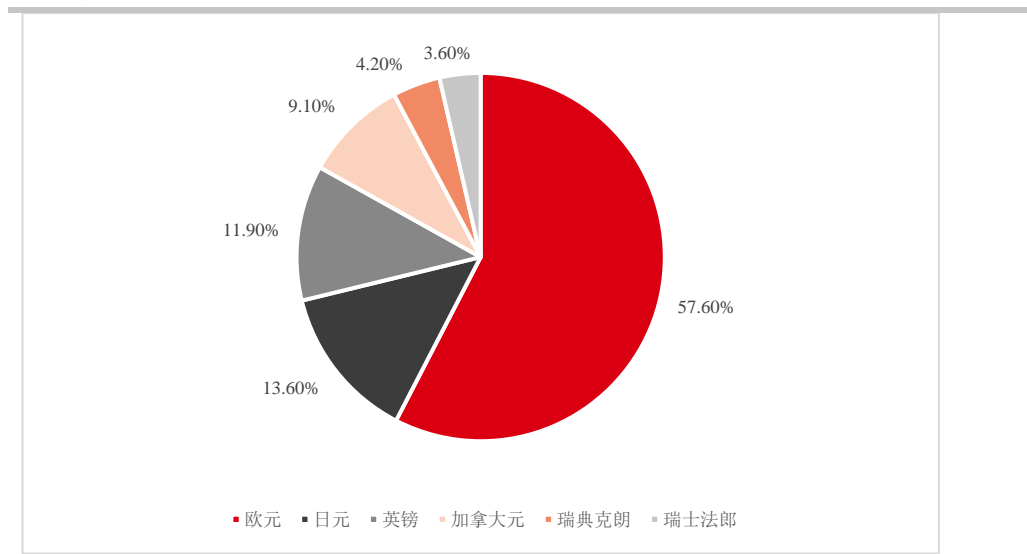
我们预计，伴随疫苗推广带来的全球经济复苏，拜登 1.9 万亿刺激计划的落地，需求回暖将继续拉动大宗商品价格上涨，从而继续维持通胀预期，提振风险偏好。经济基本面的持续修复将支持实际利率的回升，预计未来利率将继续震荡上行。

### 美元指数：短期看美欧强弱对比

市场上，我们常常使用的美元指数是 ICE 美元指数，其名称是因为对应的美元指数期货合约在美洲国际交易所（ICE）交易，是全球广泛使用，交易量最大的货币指数。

美元指数是一种加权指数，包含了若干货币对和权重，历史上其货币篮子和权重经历了数次修改。欧元区成立后，该美元指数仅考虑日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎 6 种货币兑美元汇率，权重则根据当时美国与这些货币所属国家或地区贸易量确定。此后，其组成货币和权重没有再发生变化，即使它们已不再是对美元交易量最大的货币。但是以此为基础美元指数衍生品发展迅猛，成为了国际外汇市场和外汇衍生品市场上最重要的基石。虽然可能该美元指数与美国目前经贸关系反应的汇率并不完全匹配，但因为其交易的广泛性和衍生品定价的基础性，它可以反映更多交易层面的信息。

图 14: ICE 美元指数的构成

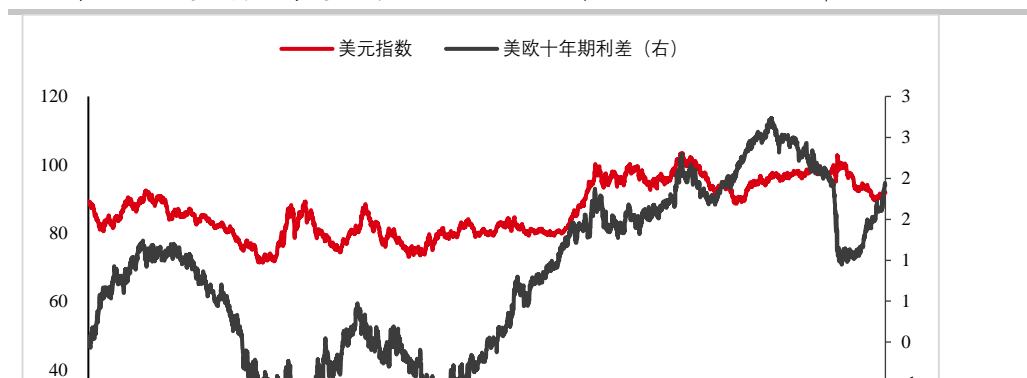


数据来源: ICE 华泰期货研究院

从权重可以看出,该美元指数中欧元占比高达 57.6%,因此短期决定美元指数表现的关键因素实际上是美国与欧洲的强弱对比,体现在经济基本面修复,疫情控制情况,以及利率差异上。

图 15: 美元指数与美欧实际利差的历史关系

单位: %



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\\_18838](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18838)

