

## 议息会议后，为什么美元涨，美债跌？

证券研究报告

2021年06月22日

### 作者

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

**向静姝** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520070002  
xiangjingshu@tfzq.com

### 相关报告

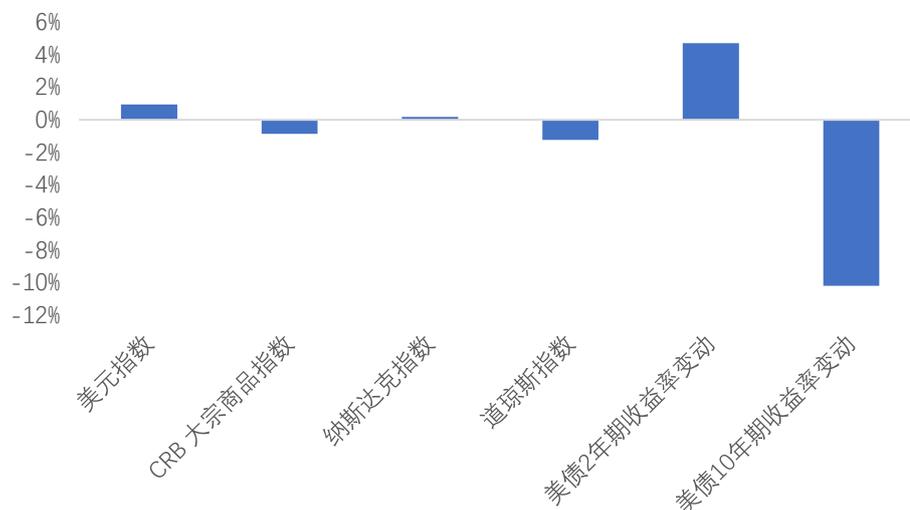
- 1 《风险定价-内外流动性依然宽松但出现预期变化》 2021-06-08
- 2 《风险定价-美元流动性外溢推高 A 股情绪》 2021-06-1
- 3 《宏观报告：汇率双边市》 2021-05-31

六月 FOMC 议息会议后，资产表现出现分化：美元涨主要因为美联储正通过隔夜逆回购回收市场过量流动性，风险情绪回落，大宗商品价格下跌。短端美债收益率上行，长端美债收益率下行，因为反映的流动性预期变化的期限不同。风险情绪恶化令美股整体承压，而短端加息预期抬升，通胀预期回落导致美股分化，纳斯达克（成长）受益于长端利率回落明显跑赢道琼斯（价值周期）。

**风险提示：【美联储货币政策收紧超预期，疫情超预期，美国财政刺激超预期】**

六月 FOMC 议息会议后，资产表现出现分化：美元上涨 0.9%，CRB 商品指数下跌 0.9%，美股微跌（其中纳斯达克小幅上涨，道琼斯下跌 1.2%），美债短端（2-5 年）收益率上行，长端（10 年）下行达 10bp。背离主要体现在长端美债和美元指数上。

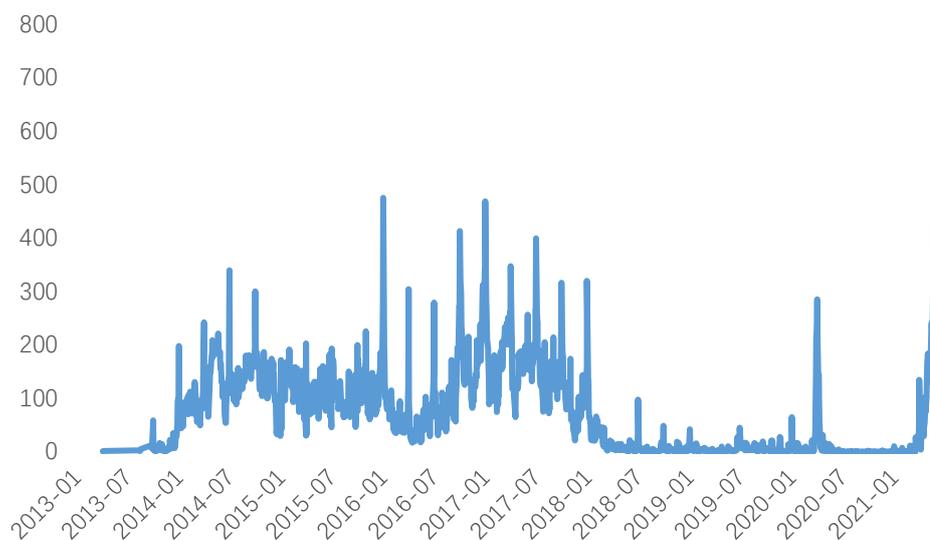
图 1：6 月 FOMC 议息后各类资产收益(到 6 月 21 日)



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

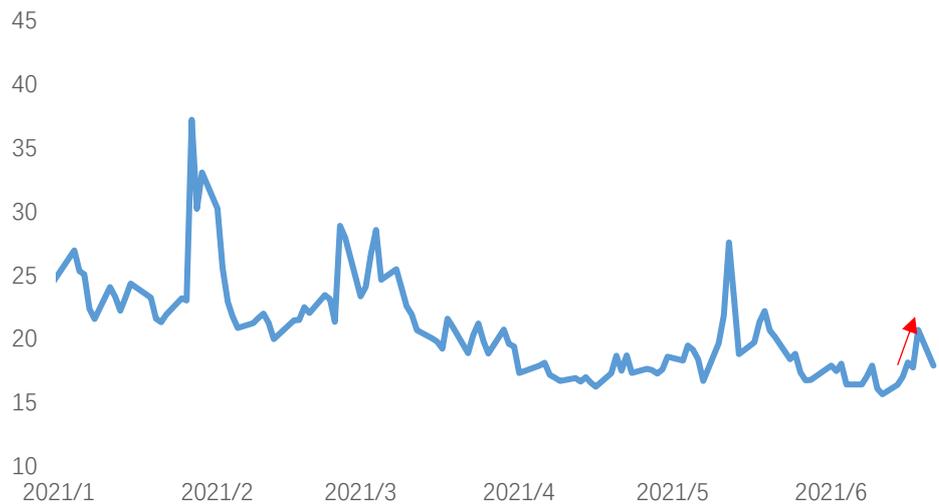
第一，美元涨主要因为美联储正通过隔夜逆回购回收市场过量流动性。美联储在 FOMC 会议上宣布，将作为联邦基金利率区间上限的超额准备金利率（IOER）和下限的隔夜逆回购利率（ON RRP）技术性上调 5 个基点。此前，隔夜逆回购工具的利率 ON RRP 尽管只有零，仍然吸引了大批资金。上调 5 个基点后，隔夜逆回购工具创造的无风险收益已经超过了短期美国国债，美联储逆回购工具上周四的单日用量较周三（议息会议当天）的 5029 亿美元增加 2531 亿美元，增幅高达 45%，再创历史新高。短期美元流动性边际收紧的情况下，风险情绪回落，美元指数反弹，大宗商品价格下跌。

图 2：隔夜逆回购工具交易量（十亿美元）



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 3：风险情绪回落：CBOE VIX 波动率在 FOMC 会议后上行



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 4：US Swap rate 显示短期美元流动性边际收紧



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

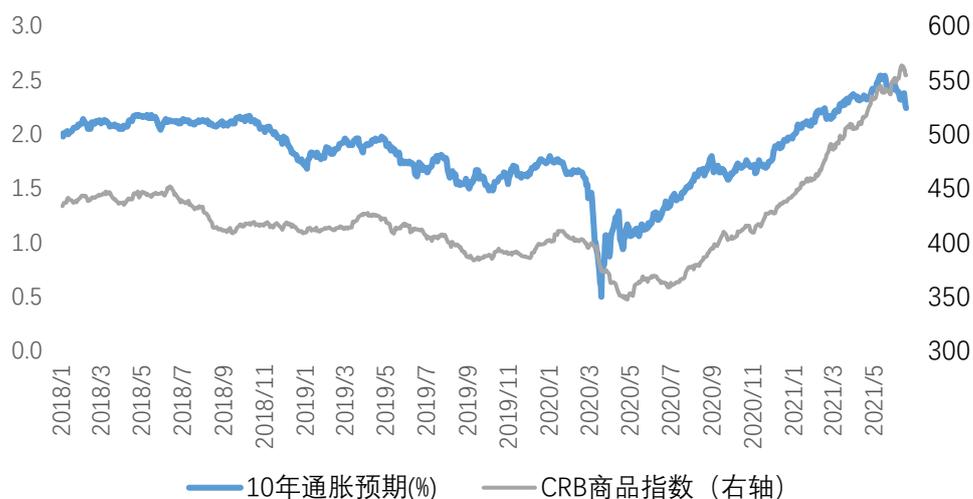
第二，短端美债收益率上行，长端美债收益率下行，因为反映的流动性预期变化的期限不同。

短端方面，加息预期提前，中短期美债利率上行。点阵图显示，首次加息的时间被提前，到 2023 年底，美联储将加息两次（50 个基点）。其中，7 名委员（今年 3 月为 4 名委员）预计在 2022 年开始加息，13 名委员（今年 3 月为 7 名委员）预计在 2023 年开始加息。

长端方面，商品价格下跌主导通胀预期回落，10 年盈亏平衡利率显示的通胀预期自 5 月高位回落至 2.24%，同时 Risk off 情绪下资金避险逐利美债。另一方面，近期美债发行期限结构相对有利于长端，同时 TGA 账户持续释放流动性，长端美债供小于求，流动性主导长端美债利率（以及 TIPS 流动性溢价）回落。

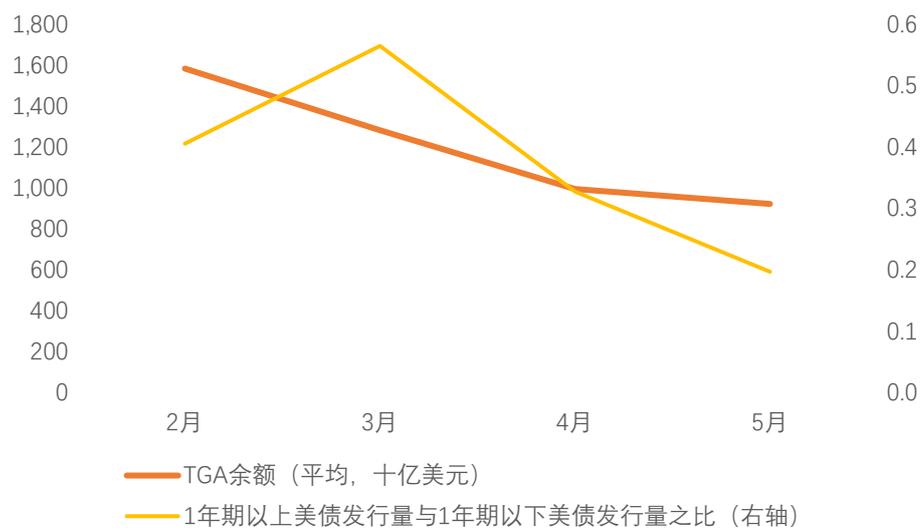
因此利率曲线呈现平坦化特征。

图 5: CRB 大宗商品指数和 10 年通胀预期回落



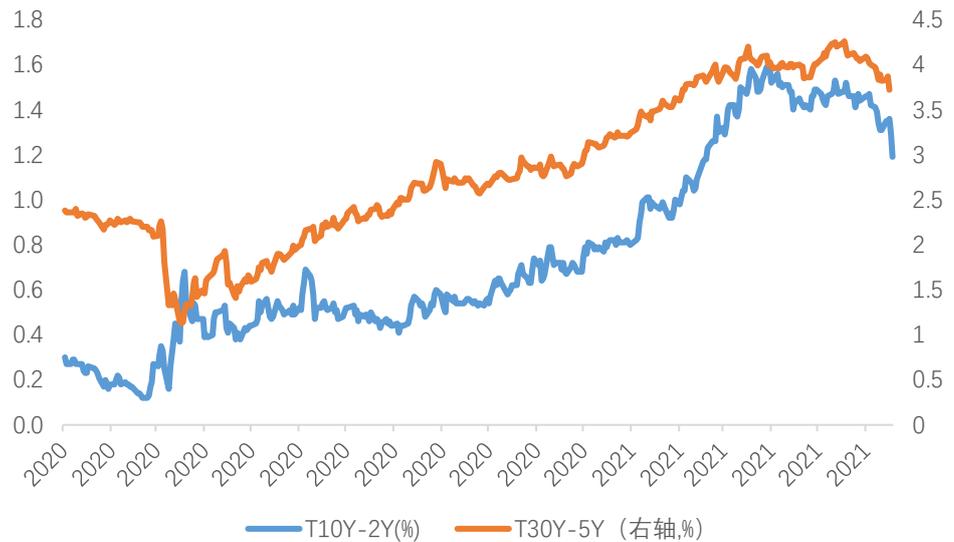
资料来源: FRED, Bloomberg, 天风证券研究所

图 6: 近期美国 1 年期以上国债发行量和 TGA 账户余额



资料来源: US treasury, FRED, 天风证券研究所

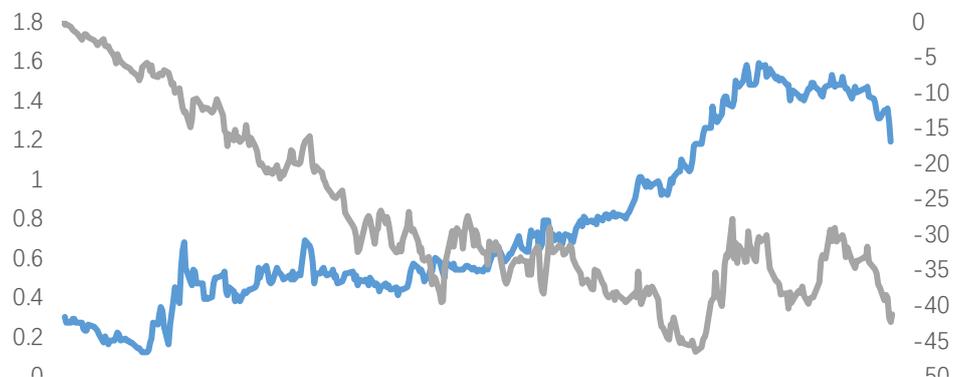
图 7: 美债利率曲线平坦化 (10-2 年利率, 30 年-5 年)



资料来源: FRED, 天风证券研究所

风险情绪恶化令美股整体承压, 而短端加息预期抬升, 通胀预期回落导致美股分化, 纳斯达克 (成长) 受益于长端利率回落明显跑赢道琼斯 (价值周期)。我们在三月的报告《美股价值风格还能持续多久》中判断, 名义利率、实际利率、CPI、通胀预期触顶回落大致是风格拐点 (价值转向成长) 的同步或领先指标。利率和通胀快速上行的阶段在今年 5 月结束, 因此, 下半年美股风格转向为成长。

图 8: 美债 10 年期收益率、10 年通胀预期和道琼斯相对纳斯达克超额收益



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\\_20314](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20314)

