美债收益率缘何走低？

分析师：陈兴
执业证书编号：S0740521020001
邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 宏观专题 20210322：政府杠杆率从何处降？
2 宏观专题 20210329：补库存要靠哪些行业？
3 宏观专题 20210405：修路能否致富？——拜登计划的现实与影响
4 宏观专题 20210419：比特币带来“安全感”？——比特币资产系列研究之一
5 宏观专题 20210426：全球疫情反弹，经济迎来拐点？
6 宏观专题 20210509：假期服务恢复，因何被低估？
7 宏观专题 20210524：“未富先老”还是“未富先降”？——从经济发展视角看我国人口变化
8 宏观专题 20210531：成本压力来袭，哪些行业堪忧？
9 宏观专题 20210620：消费下半场，中国将接棒？
10 宏观专题 20210705：猪价要见底了么？

投资要点

- **专题：美债收益率缘何走低？**
- **短端美债利率走势主要受美联储政策与资金供求关系影响。**美联储政策调整是六月中旬短期美债利率骤升的重要推手。而在美联储不断放水的背景下，美国金融市场上过剩的流动性寻求安全资产。尽管隔夜逆回购利率的上升为过剩流动性提供了另一处“避险港湾”，一定程度上缓解了对于短期国债的需求，但“供不应求”的局面并没有出现根本性改变。
- **长端美债收益率走势与上次 TAPER 前颇为相似。**在上次 taper 的讨论评估期前后，美债收益率先升再降。但在美联储向市场释放 Taper 信号后，美债收益率持续上升。而本次美债收益率同样先升后降，年初美债长端利率上升主要受通胀和经济增长预期推动。
- **近期长端美债收益率下降主要受到短期市场资金面情况、通胀和经济复苏预期转变的影响。**首先，资金面相对宽松是收益率下行的重要原因之一。美国财政部 TGA 账户资金余额的释放给市场带来相对充裕的流动性，而政府债券供给速度并未赶上“财政泄洪”的放水速度，使得长期限美债也有所上涨。其次，通胀预期也有见顶回落。最后，美国经济复苏态势略有放缓，就业情况改善并不显著。但若美联储 Taper 信号释放，我们预计，美债收益率或将会有短期冲高。
- **一周扫描：**
- **疫情：Delta 病毒令全球疫情抬头。**上周全球新增确诊与死亡病例数录得 290.65 万与 5.54 万，上周新增确诊较前一周上升 11.3%、死亡病例上升 1.93%。根据 CDC 发布的数据，高传染性的 Delta 变种现在是美国新冠感染的主要毒株，超过了 Alpha 变种。而受制于民众疫苗接种意愿不强，上周美国疫苗覆盖率继续落后于部分欧洲国家。
- **海外：欧央行采用 2%对称通胀目标标。**美联储认为经济恢复暂未达到转变政策条件，通胀主因暂时性因素。纽约联储本周宣布计划出售二级市场公司信贷工具中的公司债券。欧央行将采用 2%的对称通胀目标，日央行将继续宽松政策直至经济恢复。
- **物价：生猪价格反弹，国际油价高位震荡。**本周食品价格跌幅放缓，其中，商务部食用农产品价格指数回升，农产品批发价格指数下降，猪价周度环比下降 0.3%。7 月以来商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比下跌。国际油价、煤价继续走高，钢价高位回落。
- **流动性：资金利率多数下行，美元指数走高。**本周 DR001 周度均值环比上行 13.1bp，DR007 周度均值环比下行 19.3bp。R001 周度均值环比下行 15.2bp，R007 周度均值环比下行 61.3bp。本周美元指数继续上升，均值回升至 92.4；美元兑人民币汇率略升，在岸与离岸人民币周均值分别略升至 6.5、6.5。
- **大类资产表现：创业板和中小盘领涨，债券收益率继续下行。**全球权益板块里创业板指、中证 500 和中小板指领涨，涨幅分别为 2.3%、2.2%以及 1.5%。黑色系继续引领全球大宗。回顾 2021 上半年整体表现，大宗板块表现最佳。十年期国债和国开债收益率继续下行。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 专题思考：美债收益率缘何走低？ ..... - 4 -
2. 疫情：Delta 病毒令全球疫情抬头 ..... - 6 -
3. 海外：欧央行采用 2%对称通胀目标 ..... - 8 -
4. 物价：生猪价格反弹，国际油价高位震荡 ..... - 9 -
5. 流动性：资金利率多数下行，美元指数走高 ..... - 11 -
6. 大类资产表现：创业板和中小盘领涨，债券收益率继续下行 ..... - 13 -

图表目录

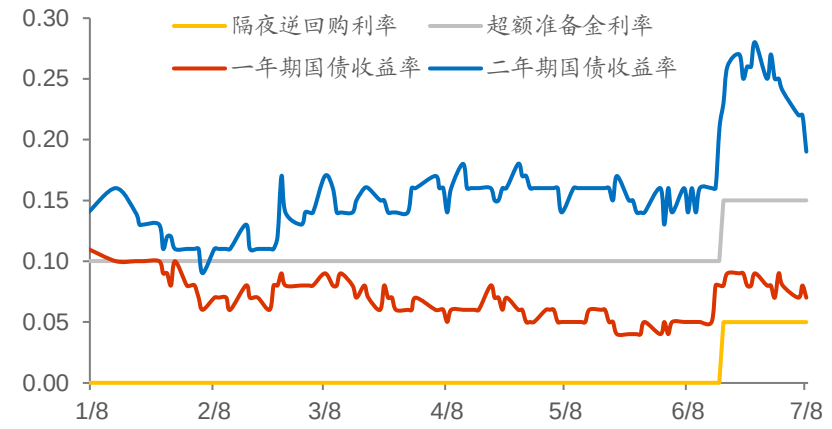
图表 1：美债短端利率与政策工具利率（%）.....- 4 -
图表 2：美国短期国库券的存量规模（十亿美元）.....- 5 -
图表 3：美国十年期国债收益率走势（%）.....- 5 -
图表 4：大宗商品价格走势.....- 6 -
图表 5：全球每日新增病例数量（七日移动平均，万例）.....- 7 -
图表 6：各国每日疫苗接种量（七日移动平均，万剂）.....- 7 -
图表 7：各经济体疫苗覆盖率（%）.....- 8 -
图表 8：美国非农职位空缺数据.....- 9 -
图表 9：农产品批发价格 200 指数.....- 9 -
图表 10：食用农产品价格指数.....- 9 -
图表 11：猪肉批发价格（元/公斤）.....- 10 -
图表 12：牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格（元/公斤）.....- 10 -
图表 13：布伦特和 WTI 原油价格（美元/桶）.....- 11 -
图表 14：螺纹钢价格（元/吨）.....- 11 -
图表 15：动力煤及焦煤价格（元/吨）.....- 11 -
图表 16：R001 和 DR001 利率（%）.....- 12 -
图表 17：R007 和 DR007 利率（%）.....- 12 -
图表 18：央行公开市场操作（亿元）.....- 12 -
图表 19：CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率.....- 13 -
图表 20：美元指数.....- 13 -
图表 21：大类资产表现（%）.....- 13 -
图表 22：申万行业表现（%）.....- 14 -
图表 23：10Y 国债和国开债收益率（%）.....- 14 -
图表 24：10Y-1Y 国债和国开债期限利差（%）.....- 14 -

1. 专题思考：美债收益率缘何走低？

近期美债收益率有所下降，引发市场关注，那么，美债收益率缘何走低？究竟是受到哪些因素的影响？本报告对此进行展开分析。

美债短端利率：政策利率上调后有所上扬。六月美联储议息会议期间，二年期美债利率由 0.16%骤升至 0.26%，一年期利率由 0.05%上行至 0.08%。六月美联储议息会议宣布将法定、超额准备金利率与隔夜逆回购利率均上调 5 个基点。作为美联储联邦基金利率下限，超额准备金利率与隔夜逆回购利率的上调一定程度上意味着美联储决定部分回收市场上过剩流动性，短期名义利率随之上升。在 6 月 17 日议息会议宣布上调部分政策工具利率之后，美债短端利率（一年期&二年期）旋即出现“骤升”，说明政策工具利率上调拉动美债短期利率上扬。

图表 1：美债短端利率与政策工具利率（%）

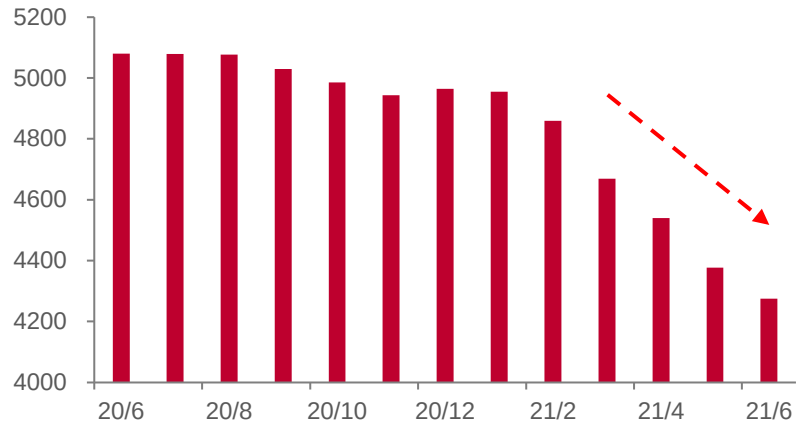


来源：Wind，中泰证券研究所

短期利率于 6 月中旬越过高点后至今，二年期利率逐渐呈现下行态势，一年期利率则在 0.08%水平上下浮动，截至 7 月 7 日，二年期利率录得 0.22%、一年期利率录得 0.08%。在美联储不断放水的背景下，美国金融市场上过剩的流动性不断寻求安全资产，而作为具有高流动性的优质资产，短期美债则被市场争相追逐。

需求旺盛的同时，短期美债供应量并没有随之上升。尽管隔夜逆回购利率的上升为过剩流动性提供了另一处“避险港湾”，一定程度上缓解了对于短期国债的需求，但“供不应求”的局面并没有出现根本性改变，于是短期国债价格上升，收益率下降。

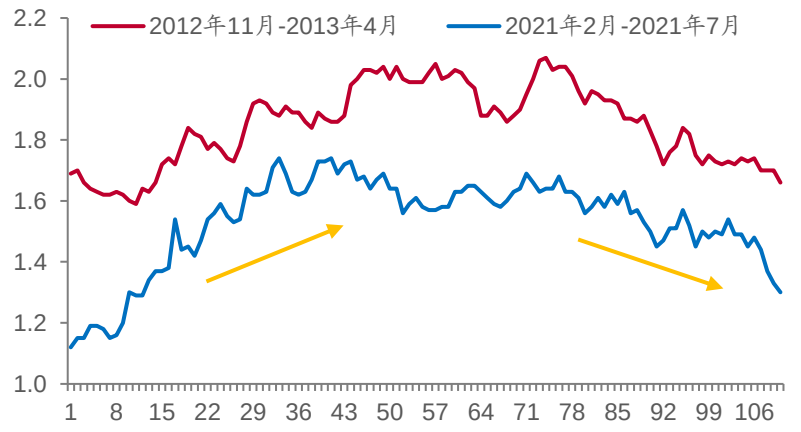
图表 2：美国短期国库券的存量规模（十亿美元）



来源：美国财政部，中泰证券研究所

长端美债收益率走势与上次 TAPER 前颇为相似。在上次 taper 的讨论评估期前后，美债收益率先升再降。2013 年 1 月，美国失业率由高点降至 8%，经济的进一步复苏推升美国国债收益率升高。而收益率自 3 月开始下跌，原因主要是 2013 年 3 月制造业 PMI、服务业 PMI 以及 4 月密歇根大学消费者信心指数初值均低于前值，投资者对经济增长前景有所悲观。但在美联储向市场释放 Taper 信号后，宽松政策转向，市场对缩减购债规模的预期导致美债收益率持续上升。

图表 3：美国十年期国债收益率走势（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

本次美债收益率同样先升后降，年初美债长端利率上升主要受通胀和经济增长预期推动。今年年初从一月末至三月中下旬，长期利率出现了明显上行，涨幅约在 0.7 个百分点。同一时期，以十年期国债收益率与十年期通胀指数国债收益率（TIPS）之差衡量的通胀预期不断上行。而通胀预期上升的主要原因在于大宗商品价格持续上涨。

除通胀预期外，经济增长预期同样有所上升。根据美联储 3 月公布的经济预测显示，今年 GDP 预期增速由去年年末的 4.2%上升为 6.5%，经济预期明显好转；失业率由 5%降至 4.5%，表明就业预期愈加乐观。

近期长端美债收益率下降主要受到短期市场资金面情况、通胀和经济复

苏预期转变的影响。

首先，资金面相对宽松是收益率下行的重要原因之一。美国财政部 TGA 账户资金余额的释放给市场带来相对充裕的流动性，而政府债券供给速度并未赶上“财政泄洪”的放水速度，使得长期限美债也有所上涨。

其次，通胀预期见顶回落。自去年 10 月起，隐含通胀率一路上升，与大宗商品价格上升情况较为一致。但到今年 5 月，隐含通胀率达到最高点后开始下降，带动十年期国债收益率持续下跌。铁矿石、铜、铝、石油等大宗商品期货价格自 4 月以来上行态势有所放缓，部分大宗商品价格稳定后有所回调。

图表 4：大宗商品价格走势

来源：WIND，中泰证券研究所

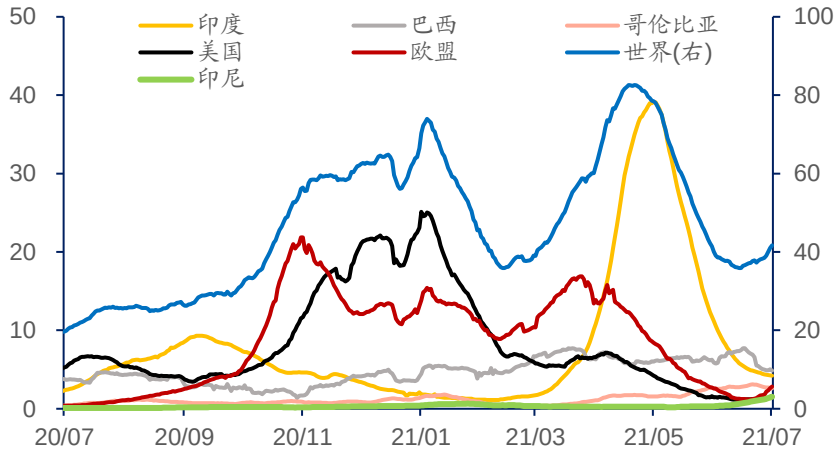
最后，美国经济复苏态势略有放缓，就业情况改善并不显著。6 月美国制造业与非制造业 PMI 指数双双走低。考虑到近期 Delta 变异病毒席卷全球，美国经济增长不确定性或有所增加。劳动力市场改善也并不显著，6 月美国劳动力参与率持平在 61.6%，但较去年 2 月疫情前仍低了 1.7 个百分点，失业率不降反升。

总之，资金面的宽松叠加通胀和经济预期回落，共同推动了美债收益率的下行，但若美联储 Taper 信号释放，我们预计，美债收益率或将会有短期冲高。

2. 疫情：Delta 病毒令全球疫情抬头

受 Delta 变种病毒影响，上周全球新增确诊病例与新增死亡病例均上升。上周全球新增确诊与死亡病例数录得 290.65 万与 5.54 万，上周新增确诊较前一周上升 11.3%、死亡病例上升 1.93%；全球每日新增病例数最多的三个国家分别为巴西（5.4 万）、印度（4.34 万）和印尼（3.81 万），其中印度尼西亚新增病例出现明显增长。相较于其他病毒变种，Delta 病毒传染性更强，根据 CDC 发布的最新数据，高传染性的 Delta 变种现在是美国新冠感染的主要毒株，超过了 Alpha 变种。

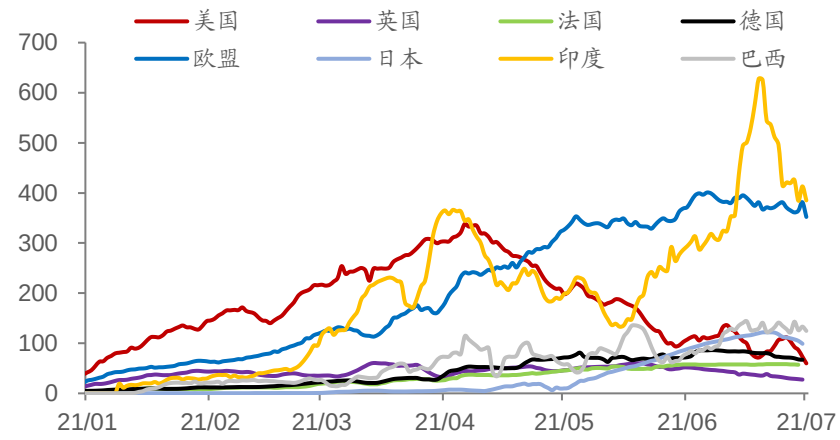
图表 5：全球每日新增病例数量（七日移动平均，万例）



来源：Our World in Data，中泰证券研究所

从日均疫苗接种绝对量上来看，上周印度疫苗接种量显著回落，欧洲、巴西稳中有进，美国疫苗接种量进一步放缓。上周欧洲、巴西疫苗接种步伐基本保持稳定，但印度、美国疫苗注射量继续回落。

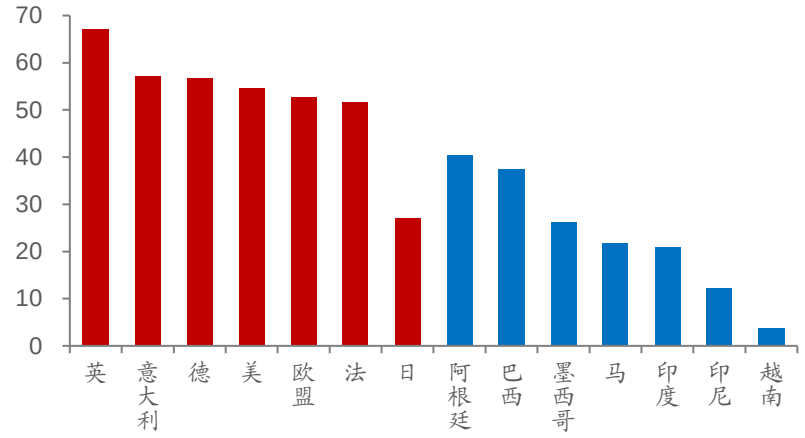
图表 6：各国每日疫苗接种量（七日移动平均，万剂）



来源：Our World in Data，中泰证券研究所

从疫苗覆盖率角度看，上周美国疫苗覆盖率继续落后于部分欧洲国家。上周英国疫苗覆盖率已上升至 67%左右，处于领先地位，而美国继续落后于德国、意大利；发展中经济体内疫苗接种进程相对较快，已取得一定进展：上周阿根廷（40.37%）已达 40%、印度（20.93%）已突破 20%水平。目前美国疫苗覆盖率呈现明显的地域差异，城市接种率远高于乡村地区。

图表 7：各经济体疫苗覆盖率（%）



来源：Our World in Data，中泰证券研究所，红色为发达国家或地区，蓝色为发展中国家

3. 海外：欧央行采用 2%对称通胀目标

美联储认为经济恢复暂未达到转变政策条件，通胀主因暂时性因素。6 月美联储会议纪要显示，委员会认为经济尚未达到美联储需要转变政策的“实质性进一步进展”，同时多位与会者预计开始降低资产购买速度的时间将比之前会议上预期的要早一些。本次通胀上升幅度虽超过预期，但被视为主要反映了暂时性因素，与会者预计通胀将朝着委员会 2%的长期目标下降。联储委员戴利认为今年末或明年初考虑缩减购债规模较为合适。博斯蒂克提出目前正在接近缩减购债的合适时机。**纽约联储本周宣布计划出售二级市场公司信贷工具中的公司债券。**

欧央行将采用 2%的对称通胀目标，日央行将继续宽松政策直至经济恢复。欧洲央行认为应谨慎对待通胀，必须确保通胀上升不会是永久性的，多数委员认为欧元区经济将稳步增长，通胀风险也将上升。日本央行黑田东彦认为日本经济有回暖的趋势，金融体系整体保持稳定，核心消费通胀可能逐步加速。

美国劳工部近期公布了 5 月职位空缺及劳动力流动调查(JOLTS)结果。相关数据显示，5 月份职位空缺从上个月的 919 万上升到了创纪录的 921 万，

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_20695