

海外市场跟踪系列

美债收益率“急下”之谜

核心摘要

10年美债收益率在7月份回落至今年2月水平，这与美国经济的持续修复和通胀数据的蹿升相悖，亦与市场年初的主流预测明显偏离。市场无疑在对美国经济前景以及资产价格走势的主观判断上发生了明显变化。我们认为，现阶段正处于一个特殊节点：美国经济刚结束前期持续增长态势，拜登财政计划推行受阻，再加上前期市场风险偏好与资产价格站上历史高位，以及美国“群体免疫”与经济彻底重启的前景突现不确定性，多重力量驱动下，大量资金涌入债市，美债“意外”走牛。

1、美国经济数据遇“拐点”。3月31日至7月19日，10年美债收益率由1.74%降至1.19%，其中10年TIPS（实际）利率下降了42bp至-1.05%、隐含通胀预期下降了13bp至2.24%。在此期间，10年美债收益率的走势可大致分为三个关键阶段：第一阶段是“通胀恐慌”（3月31日至5月17日），通胀预期上涨、实际利率大幅下降。第二阶段是“美联储转向恐慌”（5月17日至6月18日），实际利率回升、通胀预期大幅下跌。第三阶段是“美联储会议后”（6月18日至7月19日），实际利率大幅回落、通胀预期走平。这一阶段的关键触发因素是，6月18日之后公布的美国经济数据（如房地产销售、耐用品生产、个人消费支出、PMI、贸易帐、就业数据等）显示经济增长边际放缓，继而市场交易美国经济和通胀“见顶”。

2、拜登财政计划“打折”。5月下旬以来，美债市场交易的通胀预期回落，这与居民短期通胀预期以及即期通胀指标走势背离。我们认为，主要原因是拜登基建计划推行不顺，显著抑制了市场对于美国中长期的通胀预期。3月31日，拜登宣布的“基建+增税”组合计划涉及2.35万亿美元支出，10年美债利率的年内高点在此时达到，且此后10年TIPS隐含通胀预期继续上升并破2.5%，达到2013年以来最高水平。然而，共和党在此后多个节点释放反对信号，拜登政府不得不进一步压缩财政计划规模，6月24日宣布支持的基建计划规模缩水约40%。

3、美国“群体免疫”前景堪忧。今年4月中旬以后，疫苗接种速率的转折点与美债收益率结束上行趋势的拐点（4月初）较为接近，疫苗接种进度放缓可能影响市场对经济和通胀前景的判断。据美国调查网站，美国人群中一直存在约20-30%的受访者（多为共和党支持者）表示不会接种新冠疫苗。此外，美国12岁以下的儿童占比约15%，而预计今年儿童疫苗正式问世比较困难。综合来看，至少在今年美国实现真正意义上的“群体免疫”（75%的免疫人口）可能性较小。此外，Delta变种病毒的出现使以色列、英国等“疫苗优生”遭遇疫情反扑，市场可能正在price in美国疫情反扑风险。

4、“再通胀交易”遇冷。6月以来，美国资本市场正处于再通胀交易的“冷却期”。随着美股道指与纳指的比值在7月初“倒退”回3月初水平，10年美债收益率加快了下行步伐。本轮市场反应更加强烈，或由于资产价格在前期上涨过快、升得过高。美国三大股指自今年5月以来屡创新高，科技股的表现显著优于过去美股“十年牛市”时的涨势；近期美国高收益企业债收益率已经降至过去二十年的最低水平。这些都可能引发市场对前期极度乐观情绪的“纠偏”，甚至激发“避险情绪”。

往后看，本轮市场情绪自我发酵到何种程度仍需观察，不排除未来一段时间10y美债利率维持低位震荡的可能。但随着美国经济继续走完复苏的下半场，美债实际利率终将触底回升，进而推动美债利率重新上行。只不过，目前看来今年年底美债利率的高点达到华尔街一季度预测的1.9%以上的高位，可能变得更加困难了。但这恰符合我们中期年报的观点——下半年美债收益率上行的节奏可能较为温和，从而对于新兴市场的冲击、尤其对于中国市场以及宏观政策的压力，都将更为有限。

风险提示：全球疫情风险超预期，美国就业和服务业复苏不及预期，美国通胀水平超预期回落，美联储行动超预期等。

2021年美国长端国债收益率走势屡次创下“意外”：先是在今年2月中旬后出现了一波陡峭上行，2月10日至3月19日，10年美债收益率由1.15%蹿升至1.74%；后是自二季度开始调头下行，3月31日至7月19日，10年美债收益率由1.74%降至1.19%，其中10年TIPS（实际）利率下降了42bp至-1.05%、隐含通胀预期下降了13bp至2.24%。

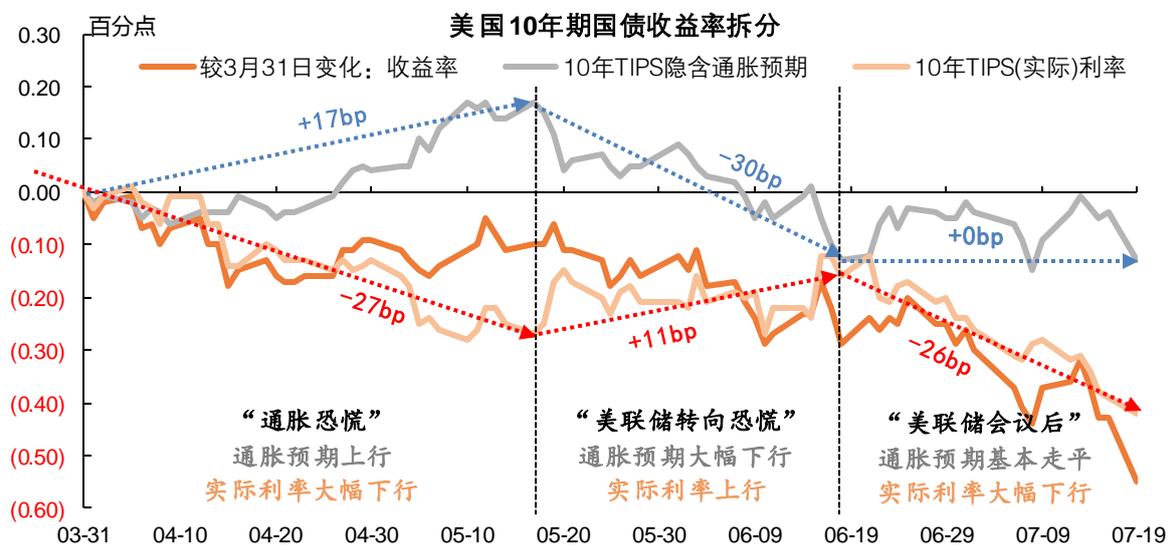
10年美债收益率在7月份回落至2月水平，这与美国经济的持续修复和通胀数据的蹿升相悖，亦与市场年初的主流预测明显偏离。不排除有一些技术性因素对美债利率产生短暂压制（如美国夏季流动性短缺等），但我们认为，市场在美国经济前景以及资产价格走势的主观判断上发生了明显变化，是更为核心的因素。

我们认为，现阶段正处于一个特殊节点：美国经济数据刚开始结束前期持续增长的态势，叠加拜登财政计划推行受阻，本身市场信心就面临转折；再加上今年上半年美国复苏极快背景下，市场风险偏好与资产价格站上历史高位，以及美国“群体免疫”与经济彻底重启的前景突现不确定性，多重力量驱动下，大量资金涌入债市，令美债“意外”走牛。

一、美国经济数据“见顶”

今年二季度以来，10年美债收益率的走势大致分为三个关键阶段（图表1）：**第一阶段是“通胀恐慌”（3月31日至5月17日）**。期间铜、铝、木材、大豆等国际原材料价格显著上涨，5月12-13日公布的美国4月CPI和PPI同比“爆表”。大宗商品价格上涨与美国通胀指标蹿升进一步抬升了通胀预期，10年TIPS美国国债隐含通胀预期上涨17bp，至2.54%，创2013年以来新高。但市场担心过高通胀可能抑制美国经济复苏，造成“滞胀”风险，因而10年TIPS（实际）利率大幅下降27bp，至-0.90%，一度倒退回2月中旬水平。**第二阶段是“美联储转向恐慌”（5月17日至6月18日）**。即在6月17-18日举行的美联储FOMC会议前的一个月里，市场很大程度上price in美联储政策取向“转鹰”，实际利率回升11bp，而通胀预期大幅下跌30bp。**第三阶段是“美联储会议后”（6月18日至7月19日）**。市场仿佛逐渐“消化”了美联储释放的偏鹰信号，通胀预期变化不明显，但实际利率却持续回落26bp并驱动10年美债收益率进一步下行。

图表1 2021年二季度以来，10年美债收益率走势的三个阶段

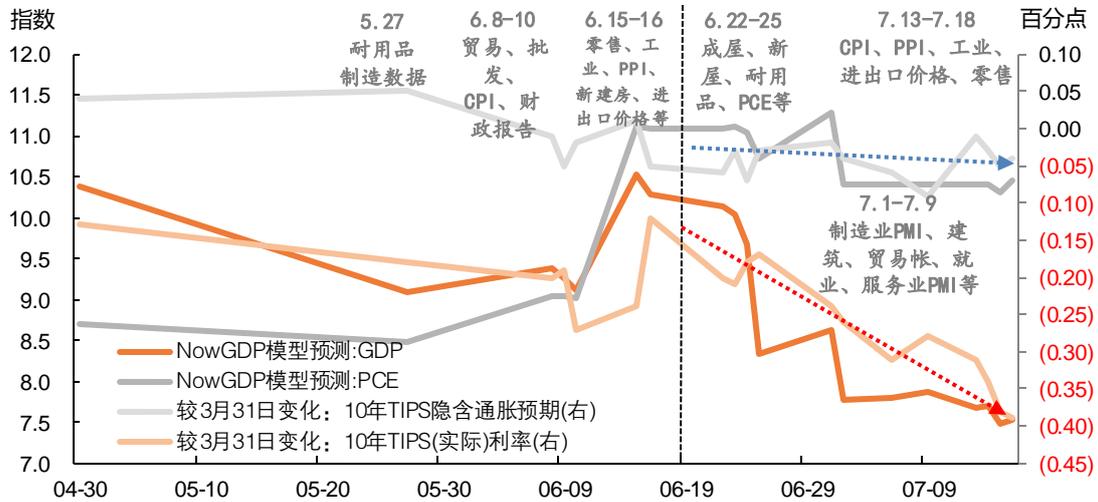


资料来源: Wind, 平安证券研究所

为什么市场能够在美联储议息会议后立即“消化”偏鹰信号、10年美债实际利率持续下行？我们认为，一个关键原因是6月18日之后公布的美国经济数据显示，美国经济增长速度边际放缓，驱使市场交易美国经济和通胀“见顶”。我们参考亚特兰大联储网站公布的NowGDP模型预测结果（该模型将实时公布的关键经济数据转化为对实际GDP增长和PCE通胀的即期预测，预测结果仅是基于模型的数学结果）。基于6月22日至7月16日期间公布的美国经济数据（如房地产销售、耐用品生产、PCE、制造业PMI、建筑支出、贸易帐、就业数据以及服务业PMI等）的即期预测结果显示，

美国通胀水平先走平后小幅回落，实际经济增速则持续显著地回落。这意味着，仅基于 6 月下旬以来公布的经济数据，美国经济增长和通胀水平有可能“见顶”，这与债券市场交易结果大致相符（图表 2）。

图表2 NowGDP 模型预测美国经济增长和通胀水平有可能“见顶”，这与这一时期债券市场交易结果相符



资料来源: 美国亚特兰大联储官网, Wind, 平安证券研究所

注: NowGDP 模型是美国亚特兰大联储官方公布的模型, 可以将其视为基于当季可用经济数据对美国实际 GDP 增速以及 PCE 通胀等经济指标的即期预测, 预测结果仅是基于模型的数学结果。详情可参考网站: <https://www.atlantafed.org/cqer/research/gdpnow?>

二、 拜登财政计划“打折”

自 5 月下旬以来, 美债市场交易的通胀预期回落, 这与居民短期通胀预期以及即期通胀指标走势背离。如我们在报告《再通胀交易仍可期》中所述, 目前债券市场对通胀预期的交易 (TIPS 隐含通胀预期) 显著低于美国居民的实际通胀预期 (密歇根大学调查的居民对未来一年的通胀率预期)。7 月 13 日公布的美国 6 月 CPI 增速 (环比 0.9%、同比 5.4%) 继续超预期, 数据公布后 10 年美债收益率仅上升 6bp 至 1.42% (隐含通胀预期仅升 3bp 至 2.36%), 这样的反应仍是相对麻木的。若将美国 6 月 CPI 同比增速与 10 年 TIPS 通胀预期月均值 (2.34%) 进行比较, 二者的差值为 2008 年 9 月以来的最高 (图表 3)。从这两条线索看, 美债市场对于通胀及通胀预期的交易十分克制。

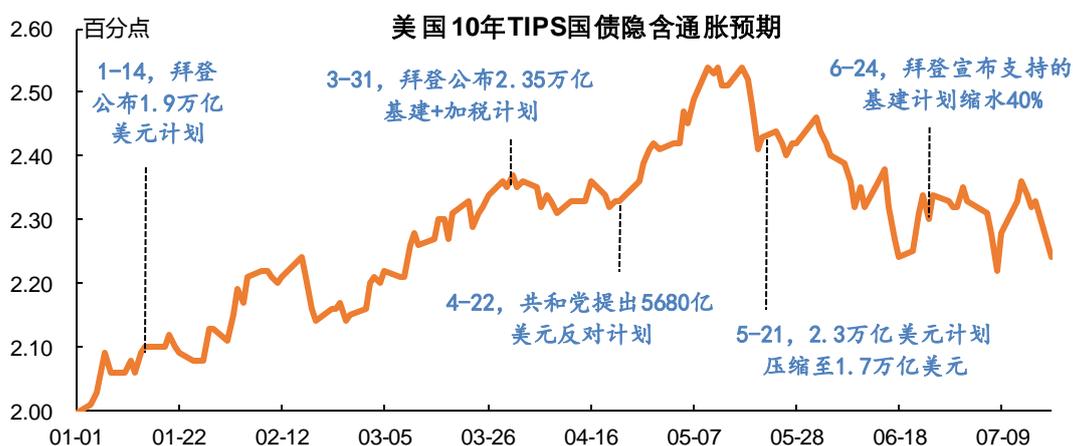
为何美债市场交易的通胀预期未能走高? 我们认为, 主要原因在于拜登基建计划推行不顺, 显著抑制了市场对于美国中长期的通胀预期。3 月 31 日, 拜登宣布的“基建+增税”组合计划涉及 2.35 万亿美元支出, 10 年美债利率的年内高点在此时达到, 且此后 10 年 TIPS 隐含通胀预期继续上升并破 2.5%, 达到 2013 年以来最高水平。然而, 共和党在此后多个节点释放反对信号, 拜登政府迫于压力先于 5 月 21 日将原 2.35 万亿美元计划的规模压缩至 1.7 万亿美元, 后于 6 月 24 日宣布支持的基建计划规模缩水约 40%。“拜登基建”缩水, 加上美联储的“通胀暂时论”, 对市场中长期通胀预期形成明显打压, 进一步压低了中长端美债收益率 (图表 4)。

图表3 2021年6月，美债市场交易的通胀预期与美国实际通胀指标的差距为2008年9月以来最大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 拜登基建计划不断缩水，对美债交易的通胀预期形成抑制

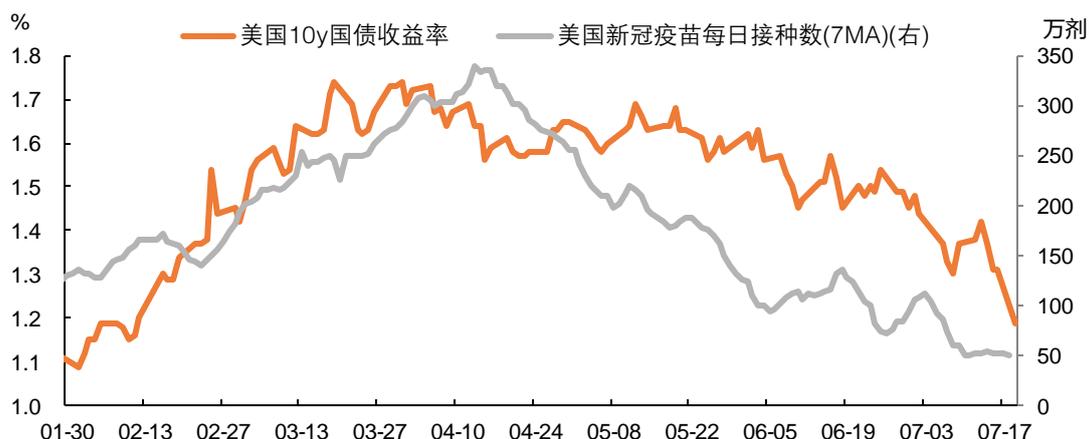


资料来源: wind, 平安证券研究所

三、美国“群体免疫”前景堪忧

疫苗接种进度放缓可能影响市场对美国经济和通胀前景的判断，对美债利率形成一定压制。今年4月中旬以后，美国新冠疫苗接种速度开始持续下滑，一度从每日接种超过300万剂降至6月份的不足100万剂。疫苗接种速率的转折点与美债收益率上行趋势的拐点（4月初）较为接近（错误未找到引用源）。我们测算，假设至少接种1剂的人群和已经确诊的人群都获得免疫（不考虑疫苗接种有效率），则截至7月中旬，美国获得免疫的人口比例为60%。若以当前接种速度进行线性估算，则至少到11月底美国才能实现75%人群获得免疫；以免疫人口比例在过去14天的动态复合增长率进行“保守估计”，则美国在今年年底的免疫人口比例仅为66%。

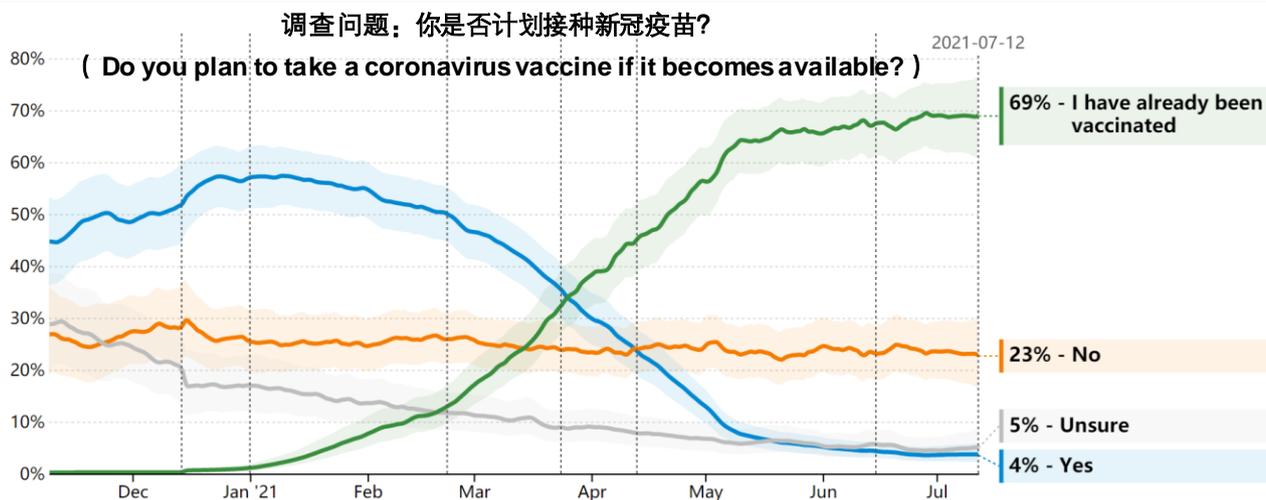
图表5 美国新冠疫苗接种速率的转折点与美债收益率上行趋势的拐点接近



资料来源: Wind, 平安证券研究所

“疫苗政治化”与儿童疫苗尚未问世，使美国在今年或难实现“群体免疫”。7月6日美国 VOX 网站发表的题为《党派分化如何打破美国的疫苗接种运动 (How political polarization broke America’s vaccine campaign)》的文章指出，根据 Civiqs 的调查，美国人群中一直存在约 20-30% 的受访者表示不会接种新冠疫苗 (图表 6)。这包括了超过 40% 的共和党支持者明确表示不会接种疫苗，而这一数字在民主党支持者中仅为 4%。共和党人士接种意愿不足，一方面是认为新冠病毒的威胁被拜登政府夸大了，另一方面是认为疫苗运动是民主党的“阴谋”、疫苗的安全性不能得到保证。但无论如何，这部分“拒绝疫苗人群”的态度可能不太容易转变。此外，据 CDC 数据，美国 12 岁以下的儿童占比约 15%，而目前辉瑞疫苗刚刚开始儿童疫苗的实验，最早 9-10 月才能获得第一批实验数据，预计今年儿童疫苗正式问世比较困难。综合来看，至少在今年美国实现真正意义上的“群体免疫” (75% 免疫人口比例) 可能性较小。

图表6 美国人群中一直存在约 20-30% 的受访者表示不会接种新冠疫苗



资料来源: Civiqs, 平安证券研究所

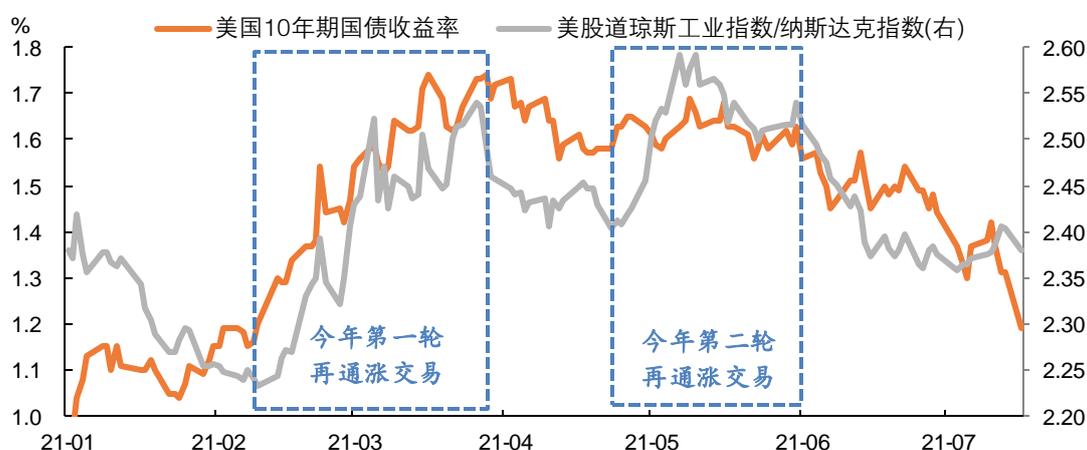
即使疫苗推广顺利，Delta 变种病毒的出现使以色列、英国等“疫苗优生”遭遇疫情反扑，或进一步挫伤市场对美国疫情防控的信心。截至 6 月中旬，以色列已经接种至少 1 剂疫苗的人口比例达到 63%，而每日新增病例一直保持个位数，但 6 月下旬 Delta 病毒的扩散使以色列每日新增确诊数重新破百。英国 6 月初已经接种至少 1 剂疫苗的人口比例达到 60%，但是 6 月下旬英国单日新增确诊数由此前的 2 千人以增加至上万人，7 月以后升破 2 万人。美国近期已经接种至少 1 剂疫苗的人口比例约为 55%，单日新增确诊约 2 万人，仍为 5 月下旬以来的较低水平，但已经有一些抬头迹象。因此，6

月以来尤其 6 月下旬以来，美债市场很可能开始 price in 未来美国可能出现类似以色列和英国的疫情反扑，继而强化了美债收益率的下行趋势。

四、“再通胀交易”遇冷

今年上半年，美国经济复苏势头格外强劲，加上流动性充裕、财政刺激大手笔、疫苗接种进度一度领先全球等，资本市场完成了两轮“再通胀交易”：第一轮为 2 月中旬至 3 月底。期间 10 年美债收益率快速跃升，美国道琼斯指数在整个 3 月上涨了 6.6%，而同期纳斯达克指数仅上涨 0.4%。第二轮为 4 月底至 5 月底，伴随大宗商品的新一轮上涨与美国通胀指标“爆表”，5 月道指跑赢纳指 3.5 个百分点，而美债收益率在震荡中走平。6 月以来，美国资本市场正处于再通胀交易的“冷却期”。7 月初，道指与纳指的比值已经“倒退”回 3 月初的水平，10 年美债收益率亦加快下行步伐（图表 7）。

图表7 今年两轮“再通胀交易”后，市场正处于一段“冷却期”



资料来源: Wind, 平安证券研究所

与今年 4 月的“冷却期”相比，本轮市场的反应更加强烈。前期上涨过快、以及当前水位过高的资产价格，可能正在引发市场对于资产定价是否合理的强烈反思。

一方面，资产价格上涨速度可能显著快于实体经济的修复。美国上半年经济快速复苏的同时，很多资产价格以更快的速度恢复并超过疫情前水平。美国 ECRI 领先指标（涵盖美国股票、债券、房地产等金融指标以及初请失业金人数等实体经济指标）在 2021 年 2 月已回到新冠疫情前水平，此后继续攀升并显著高于疫情前水平。但这背后可能更多是资产价

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_22324

