

为什么市场对美债的判断连续出错？

证券研究报告

2021年08月05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

流动性结构的闭环结构主导了美债长端收益率在 4、5 月的下滑。财政扩张发债，美联储购债扩表，财政投放成为居民和企业存款，转化为银行准备金和货币市场基金，通过隔夜逆回购又流回联储。

未来美债利率的回升，除了经济和通胀以外，最重要的还是闭环的流动性结构如何打破。资产端，美联储还没有开始 QE taper，信用派生依然疲弱，利率还会保持向下的动力；负债端，TGA 压降和发债计划取决于财政政策，近期债务上限谈判停滞可能引起 TGA 进一步压降，加剧利率向下的动力。当以上状态发生变化，利率才会走出流动性闭环，重拾向上的动力。

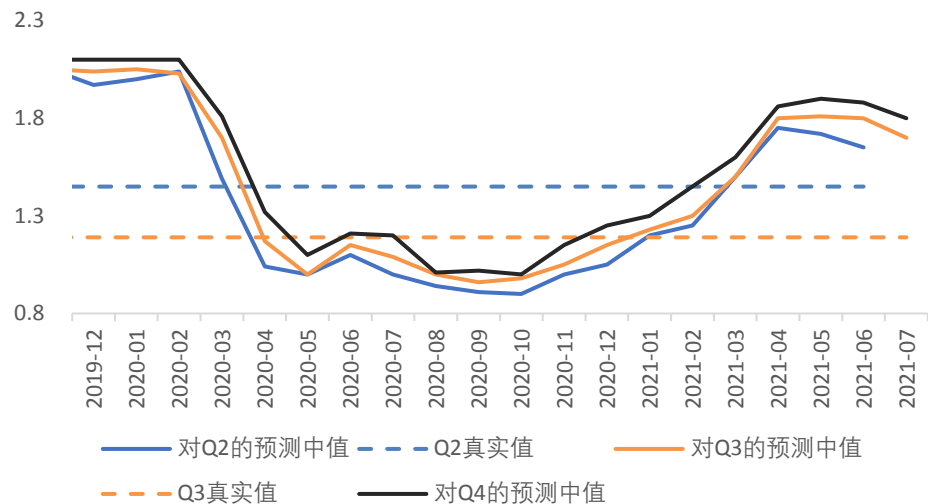
风险提示：货币宽松超预期,财政宽松超预期,美国通胀超预期

相关报告

- 1 《这次 taper 会有多大影响？》
2021-07-29
- 2 《下半年没有“财政后置”》
2021-07-27
- 3 《如何看待高景气行业的景气走势？》 2021-07-22

3月美债10年期收益率突破1.7%，从2月初到3月中的短短一个半月，利率上升了70bp。当时市场担忧美国通胀超预期、货币提前收紧，普遍预期二、三季度美债收益率将维持在1.8%。然而，结果与市场预测完全相反，美债收益率在3月两次突破1.7%之后，并没有继续向上，反而一路回落，在7月份回落到了1.2%以下。

图1：10年期美债收益率 预期 vs 真实

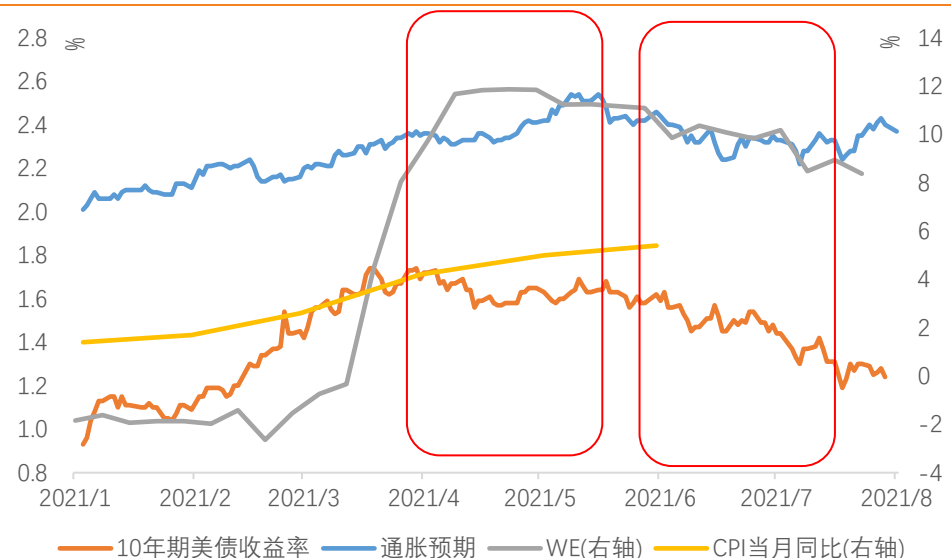


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

不少观察者把美债利率的超预期回落归因于经济复苏持续性的担忧和通胀预期的回落。但事实上，美债利率高位回落的4-5月，恰恰是美国CPI和通胀预期快速上升、PMI和WEI等经济领先或同步指标处于高位的阶段。

通胀预期的回落基本是在6月以后了，对经济复苏持续性的担忧也是在7月以后才开始上升，所以通胀预期和经济预期只是与6-7月美债回落的斜率有一定关系。

图2：WEI、通胀预期、CPI和10年期美债收益率



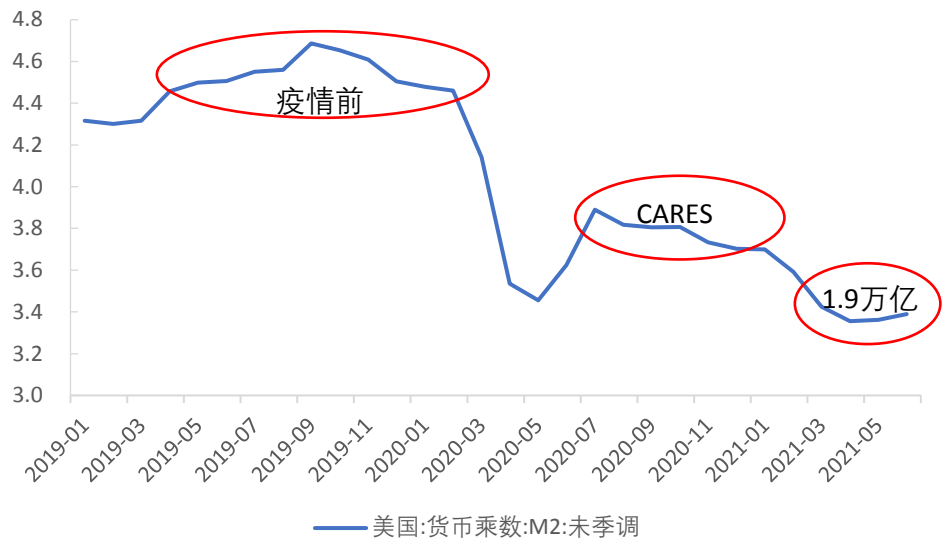
资料来源：Fred，天风证券研究所

那么导致美债利率回落的真正原因是什么呢？

是财政资金的闭环流动性结构——钱从联储来，回到联储去。

首先，财政刺激过度宽松了。3月拜登的1.9万亿美元财政刺激过度，居民消费和企业投资的意愿不足以承接巨量的财政投放，财政资金转化为消费和投资的比重越来越低，体现实体信用派生效应的货币乘数在疫情前为4.5-4.6，特朗普 CARES 法案时期下降到了3.8-3.9，拜登1.9万亿刺激时期进一步降到了3.3-3.4。

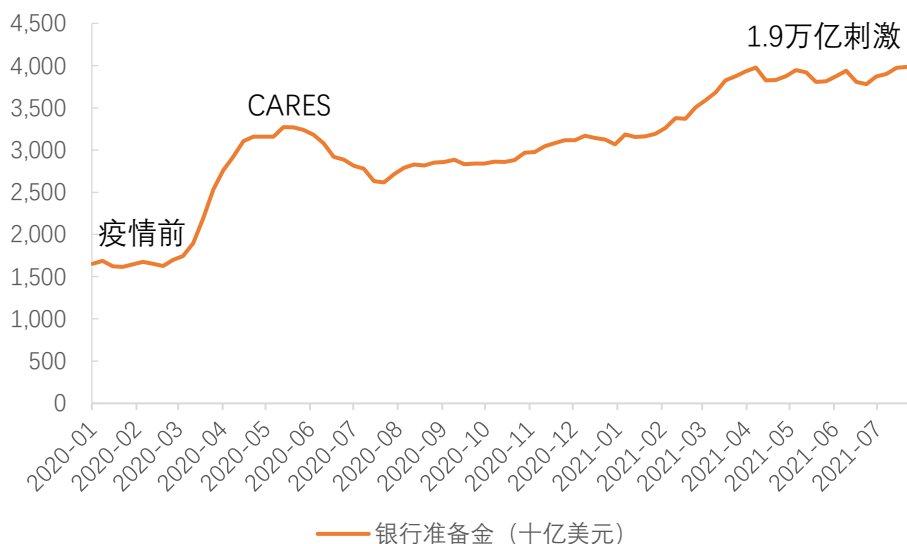
图3：美国货币乘数逐级下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

实体信用派生不足，财政投放大部分转为了存款，商业银行准备金从疫情前的1.6万亿美元直线上升到接近4万亿美元。今年3月31日，美联储对商业银行补充杠杆率（SLR）的豁免到期，限制了银行准备金进一步上升的规模，4-7月银行准备金保持在4万亿左右的水平。

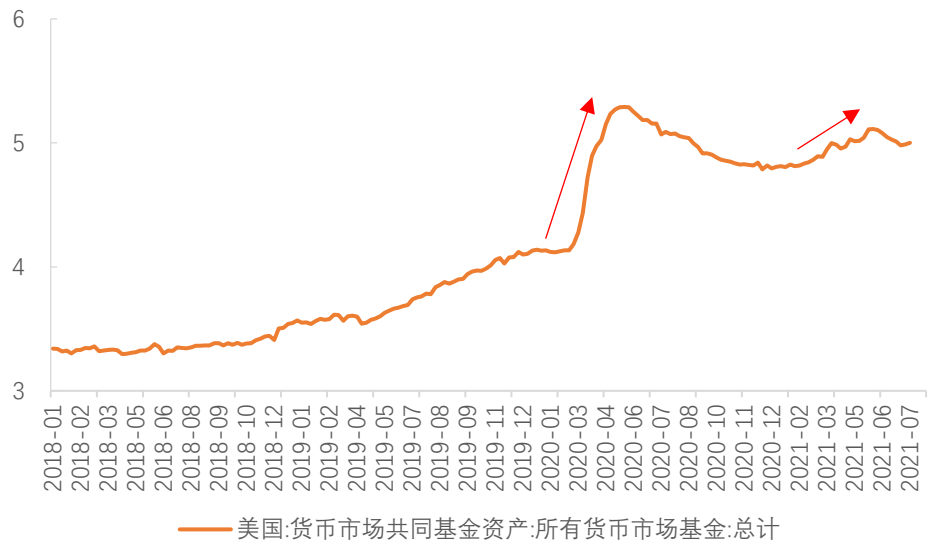
图4：银行准备金翻倍



资料来源：FRED，天风证券研究所

多余的流动性被挤到了货币基金。货币基金规模从疫情前的3.6万亿上升到4.8万亿。3月回落到了4.3万亿，银行SLR豁免到期后货基规模又升到了4.6万亿。

图 5：美国货币市场基金规模（万亿美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

货币基金的投资标的主要为短债和一些货币工具，这些短期利率被“消灭”为零后，安全资产的相对稀缺使得货基的资金大量涌入美联储的隔夜逆回购（RRP）。6月美联储议息会议上调了回购利率 5bp 后，其吸引力相比几乎零利率的短债更甚，货币基金不断把到期的国债转入 RRP，收益提高的同时也吸引更多存款转入货基，货基资金再进一步涌入 RRP。RRP 的规模已经从今年 3 月 2000 亿美元飙升到了 7 月底的 1.2 万亿美元。

图 6：美国隔夜逆回购规模从 2000 亿到 1.2 万亿



资料来源：FRED，天风证券研究所

这样就构成了一个闭环的流动性结构——钱从联储来，通过准备金、货币基金和隔夜逆回购的闭环，回到联储去。财政扩张发债，美联储购债扩表，财政投放成为居民和企业存款，转化为银行准备金和货币市场基金，通过隔夜逆回购又流回联储。

此外，财政融资结构的变化加剧了利率回落。

1.9 万亿财政刺激的主要资金来源是财政存款（TGA）压降，TGA 账户从最高时 1.8 万亿左右缩减到了 7000 亿以下，筹集了 1.1 万亿美元财政资金。二季度财政部发债净融资只有 4630 亿美元。同时美联储还要维持每月 800 亿美元的净购买计划。TGA 规模压降、QE 购

买、国债发行量减少——共同加剧了美债的供不应求和利率的加速回落。

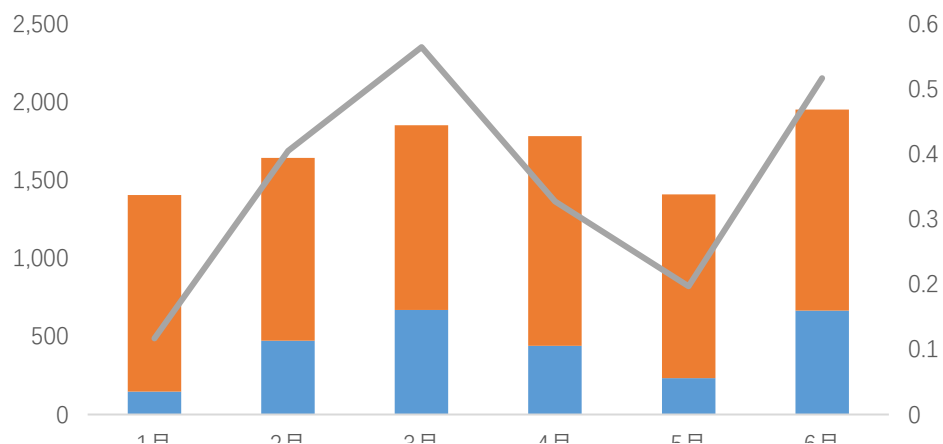
图 7: TGA 账户从 1.8 万亿压降到 7000 亿以下



资料来源: Wind, 天风证券研究所

同时, 二季度美债发债期限结构有所调整, 长债占比下降、短债占比上升, 进一步压平了利率曲线。

图 8: 财政部发债计划久期缩短加剧曲线平坦化



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_24889

