

宏观点评 20210924

美债收益率急涨，后续怎么看？

2021年09月24日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20210915：MLF 重回等量续作释放了什么信号？》2021-09-15
- 2、《宏观点评 20210914：新框架看中国消费动能》2021-09-15
- 3、《宏观点评 20210915：8月经济增长放缓的惯性与韧性》2021-09-15
- 4、《宏观点评 20210913：一文尽览拜登对华政策新变化》2021-09-13
- 5、《宏观点评 20210912：通胀会影响基建发力吗？》2021-09-12

■ 美联储9月议息会议暗示更快的 taper 和更早的加息，我们在之前的报告中（《美联储9月会议：taper 和加息信号的新变化》20210923）也提示在这样的背景下可能要警惕美元和美债收益率的上涨风险，周四（9月23日）晚间10年期美债收益率在震荡了1个多月后快速上涨、突破1.40%，不过周四欧美主要经济体公布的 PMI 数据均不及预期，其中美国9月 Markit 制造业 PMI 录得2021年5月以来的最低值。我们认为美债收益率上涨可能更多反映的是市场对美联储提前加息的再定价，而对于美债收益率后续上涨的空间我们依旧保持谨慎。

■ 实际利率上涨幅度更大，背后反映的是更鹰派的加息信号。周四10年期美债收益率上涨更多的是受实际利率的驱动，10年期 TIPS（通胀保值债券）收益率的日度涨幅刷新今年6月16日以来的新高。而之前的高点（6月16日）正好对应美联储6月议息会议，那次会议的点阵图同样透露了超预期鹰派的加息信号——2023年加息的次数由0次变为2次（图1和2）。

■ 回头看，2021年9月市场对于美联储加息提速准备不足。如图3和4，我们用联邦基金利率期货和 OIS（隔夜利率互换）来衡量市场对于未来美联储政策利率的预期。9月市场对于首次加息时点提前至2022年有所准备，但明显低估了2023年和2024年的加息节奏，这与今年6月市场的超前反映形成鲜明的对比，这可能也意味着这一次美债收益率不会再现6月议息会议后急涨急跌的“过山车”式行情。

■ 市场预期还需调整，短期内继续支持美债收益率。自6月议息会议以来，10年期美债利率的走势基本跟随市场预期美联储在首次加息后的1年内的加息次数（图5），当前市场预期对于“2020年开启加息、2023年加息3次”的调整还有空间，考虑到市场短线往往存在过度定价的倾向，美债收益率短期仍有上涨的动力。

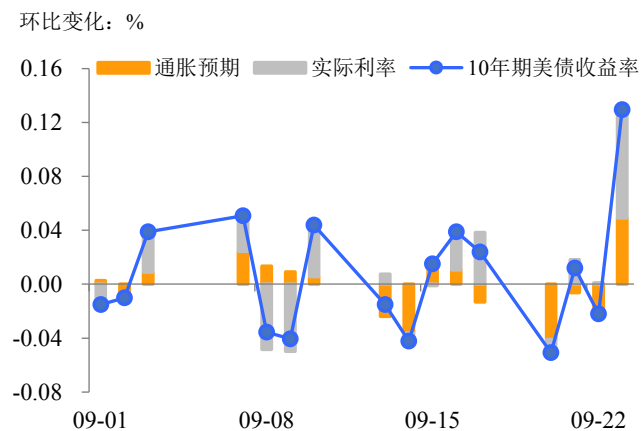
■ 往后看，我们认为需要更加关注美欧经济的边际变化。今年我们提出了从全球经济的角度看待美债收益率的框架，尤其要关注美欧经济的变化。由于经济解封和低基数的影响，第三季度欧元区的经济表现可能要好于美国，欧美经济边际收敛，叠加近期欧央行 taper 的预期也有所升温，10年期德债收益率已从8月初-0.5%的低点上涨至-0.26%，这些都是第三季度美债收益率表现坚挺的重要因素。

■ 第四季度欧美经济可能重回分化。第四季度欧元区解封带来的经济加速红利将减弱，受中国经济放缓的拖累会更加明显，能源供给瓶颈也更加突出。而美国方面，消费的韧性依旧存在，尽管财政补助减少，但是就业增加和工资上涨使得家庭收入继续改善，第四季度消费较第三季度可能出现明显反弹。美欧经济重回边际分化将限制美债收益率后续上涨的空间。

■ 另一个值得关注的风险是美国债务上限问题。当前美国债务上限问题进入关键阶段，美国国会面临将债务上限问题延期至今年12月还是政府进入停摆的抉择。如果后者发生，对金融市场的冲击往往会带来美债收益率的下行。但即使通过暂缓方案，今年第四季度美国政府债务上限问题依旧会成为市场挥之不去的阴影。

■ 风险提示：病毒变异导致疫情控制难度加大、政策变化超出预期

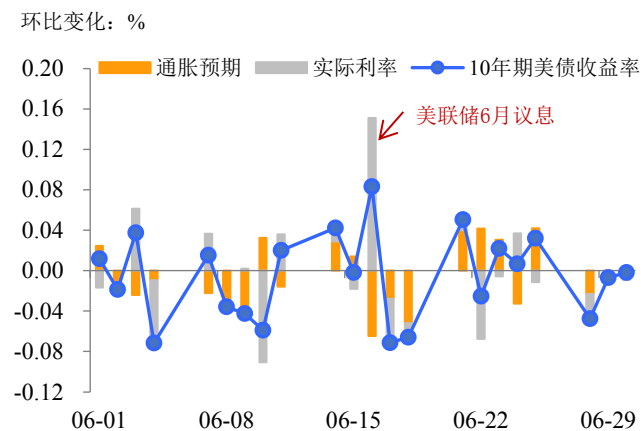
图 1：2021 年 9 月 10 年期美债收益率变化分解



注：环比变化指的是收益率环比的变动，用当日收益率减去前一日收益率计算得到，不是环比变化率。

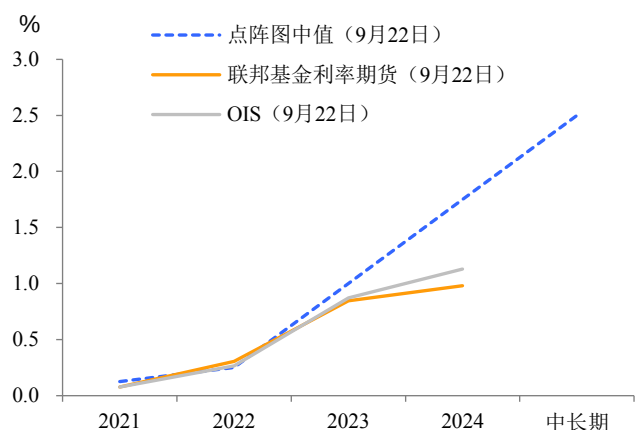
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021 年 6 月 10 年期美债收益率变化分解



数据来源：Wind，东吴证券研究所

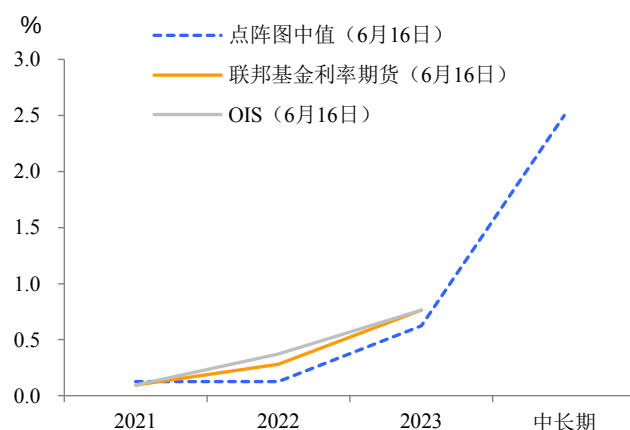
图 3：2021 年 9 月美联储点阵图和市场预期



注：OIS 是隔夜利率互换，是衡量市场利率预期的重要工具。

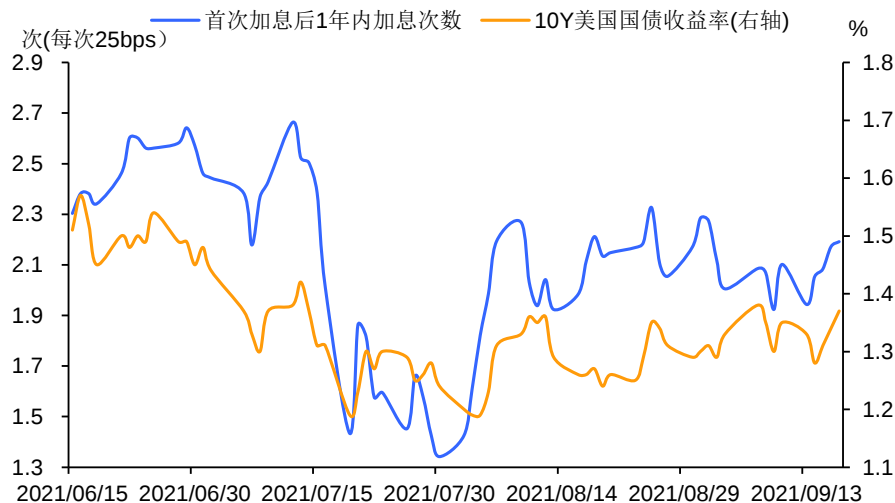
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021 年 6 月美联储点阵图和市场预期



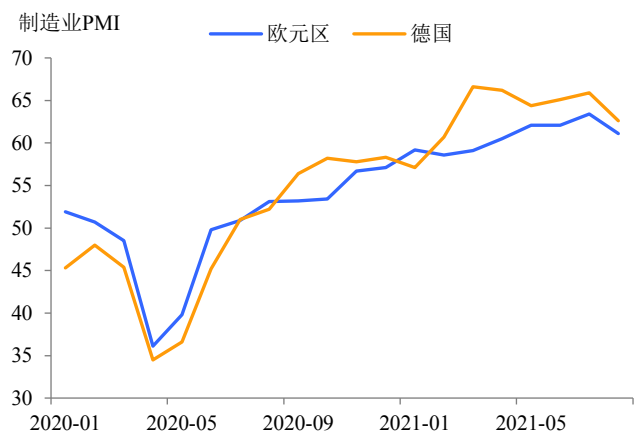
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5: 加息速度对于美债利率有引导作用



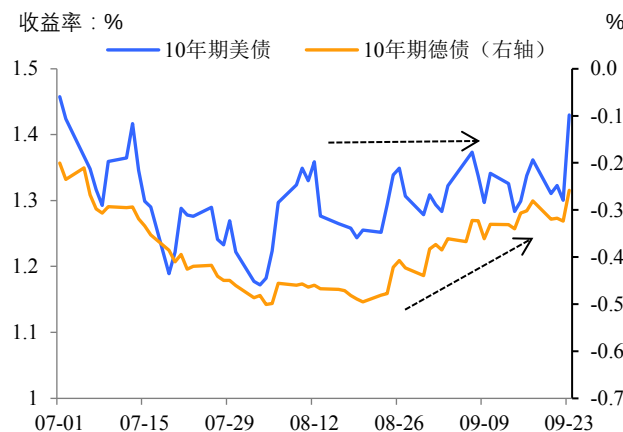
数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图 6: 欧元区第三季度经济表现可能好于美国



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2021 年第三季度美债和德债收益率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

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_26904

