

缩表提前，美债收益率能站上 2% 吗？

2022 年 01 月 07 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

■ 美联储“提前缩表”，美债收益率这次上涨可能有点不一样。周四（2022 年 1 月 6 日）凌晨公布的美联储会议纪要对市场造成了不小的冲击，10 年期美债收益自 2021 年 10 月以来再次站上 1.70%。除了首次加息预期再次提前外（由 2022 年 5 月提前至 3 月，图 1），给市场冲击最大的是关于提前缩表的言论，“加息+缩表”可能给长端美债收益带来更大的影响：

“几乎所有的与会者同意在首次加息后的某个时点开始缩表是合适的……一些与会者表示在首次加息后相对更快地开始缩表是合适的。”

■ 这不禁让人想到 2021 年年初的情形——2021 年 1 月 6 日美联储的纪要中提及“Taper”也令市场措手不及，叠加之后美国通胀超预期，10 年期美债收益率以及美元指数都出现了持续一个季度的上涨行情，且创下年内高点（图 2）。对于后续美债收益率的走势，我们从政策和市场逻辑两个角度来分析：

■ 政策方面，美联储可能在第二季度开启加息，并且给出对于缩表的指引。纪要已经显示“部分与会者认为当前劳动市场的情况已经很大程度与就业最大化相符”，就业的变化对 2022 年美联储货币政策的影响权重下降，但在 3 月结束 Taper 的同时开启缩表可能过于激进，可能的节奏是 5 月或 6 月开始加息，并且给出缩表的指引，下半年选择某个不加息的月份开启缩表。（2017 年 6 月会议美联储给出了缩表的指引，9 月会议决定 10 月开始缩表）。

■ 美联储更早、更快缩表主要通过限制收益率曲线平坦化（期限利差收敛速度）来支持长端美债收益率。从效果来看，加息（预期）主要会导致短端利率上涨，但也会使得期限利差收窄，综合而言加息初期长端美债收益率的方向并不明确。但缩表会限制和减缓期限利差收敛的速度，与加息带来的短端利率上涨配合，将支持长端美债利率上涨（图 3 和 4）。

■ 10 年期美债收益率的上涨空间有多大？参考 2000 年以来的加息经验，以及美联储点阵图显示和市场预期的未来两年利率（1.685%和 1.3%），随着美联储开启加息，短端美债收益率（我们以 2 年期为代表）站上 1.1%是大概率事件。而根据历史测算，在缩表（预期）下，加息 3 次（联邦基金目标利率上涨 0.75%）期限利差（10 年期-2 年期）可能较高点收窄 30 到 40bp（图 5 和 6）。而期限利差高点的出现可能要关注阶段性的再通胀交易。

■ 2022 年初以来市场波动较大，除了美联储的因素外，可能还存在一个重要原因——走出奥密克戎变异病毒阴影之后，再通胀交易逻辑开始升温。背后的逻辑是疫情冲击后的经济阶段性复苏，典型的交易是期限利差变陡、实际利率上升，商品方面原油表现坚挺，权益方面则是银行和能源股表现较好，这在 2021 年 8 至 9 月市场摆脱 Delta 病毒担忧后的市场表现一致。后续怎么看？

■ 不过，在后疫情再通胀交易的加持下，市场对于 2022 年美联储货币的紧缩预期可能会阶段性走向极端，导致美债出现“超调”。参考 2021 年第一季度的行情，配合上美国通胀可能在 2022 年第一季度寻顶（图 9），加息预期带来短端利率上涨，缩表预期则可能阶段性限制利率曲线走平，进而导致长端美债收益率（名义和实际）可能出现类似 2021 年第一季度的震荡上涨的行情，10 年期美债收益率有可能阶段性站上 2%，美元指数表现相对偏强，这也符合历史上首次加息前美债和美元的表现（图 10 和 11）。在这种背景下权益市场波动会加大，而部分机构投资者也会在年初等待、寻求低位建仓的机会。

■ 但阶段性预期可能不足以支持 10 年期美债收益率持续处于高位。一旦预期出现矫正回摆，市场可能会向美债收益率下跌、成长风格受青睐扭转，可以参考 2021 年第二季度的情况，触发因素可能是新变种毒株的扩散、美国通胀触底回落的速度超预期以及加息充分预期后、缩表预期开始降温等。在流动性环境开始边际变化时，这种切换可能会更加频繁、波动会更加剧烈。

■ 风险提示：疫情扩散超预期，国内外政策超预期

相关研究

1、《宏观周报 20220104：地方政府调整专项债用途透露了什么信号？》2022-01-04

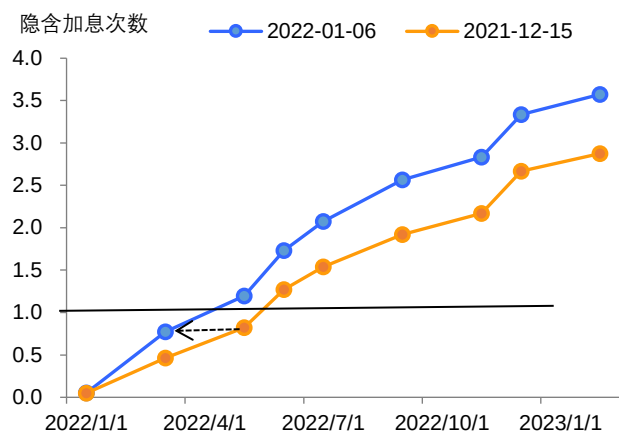
2、《宏观月报 20211230：拜登基建不及市场预期如何影响全球碳中和？》2021-12-30

3、《宏观周报 20211228：2022 年财政和货币将如何配合？》2021-12-28

4、《宏观月报 20211227：基建股会在 2022 年一季度跑赢大盘吗？》2021-12-27

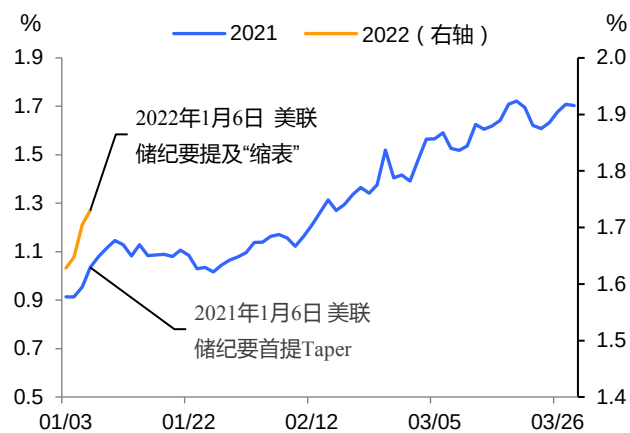
5、《宏观周报 20211223：2022 年美股面临的两大风险》2021-12-23

图 1：联邦基金利率期货预期 2022 年首次加息时点可能提前至 3 月



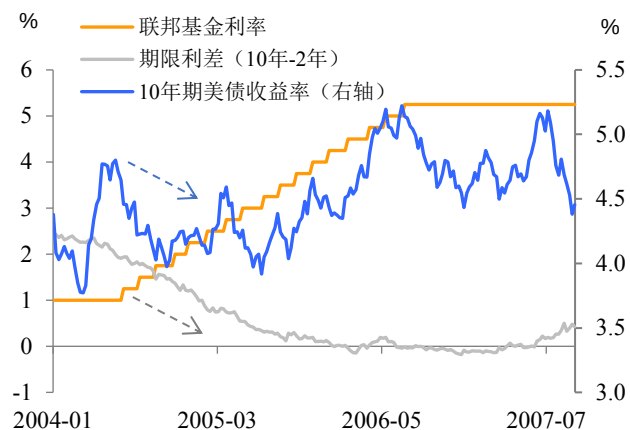
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：10 年期美债收益率：2021 VS 2022



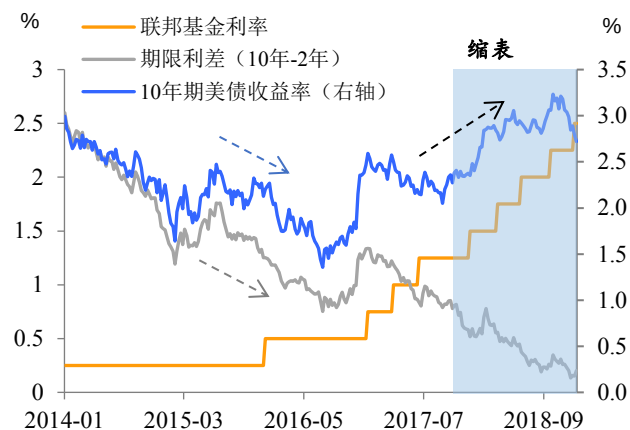
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：美联储加息初期长端美债收益率可能下降（2004 年加息周期）



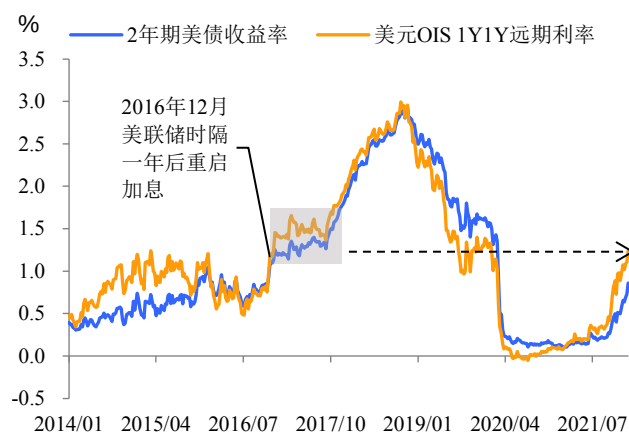
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：美联储加息初期长端美债收益率可能下降（2004 年加息周期）



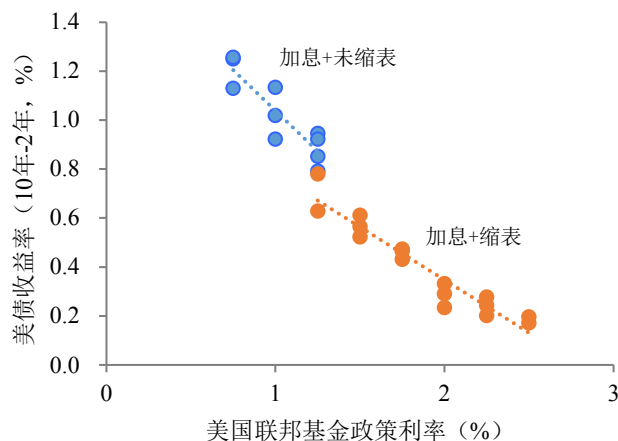
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 5：短端美债收益率还有上涨空间



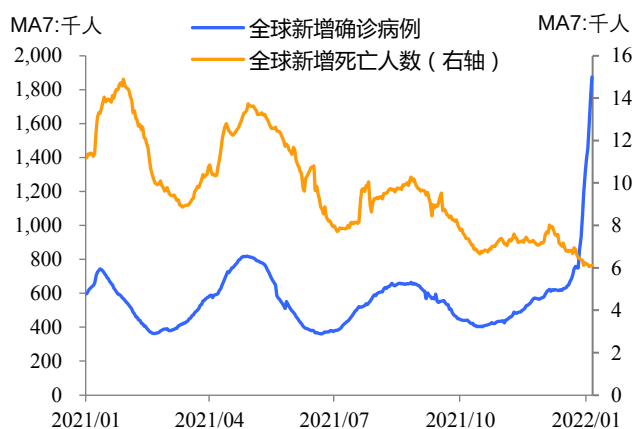
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 6：缩表会减缓加息对期限利差的影响



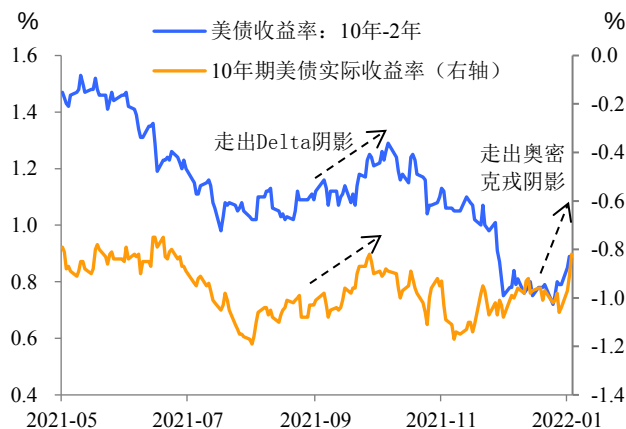
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 7：新一轮疫情爆发但死亡率却在下降



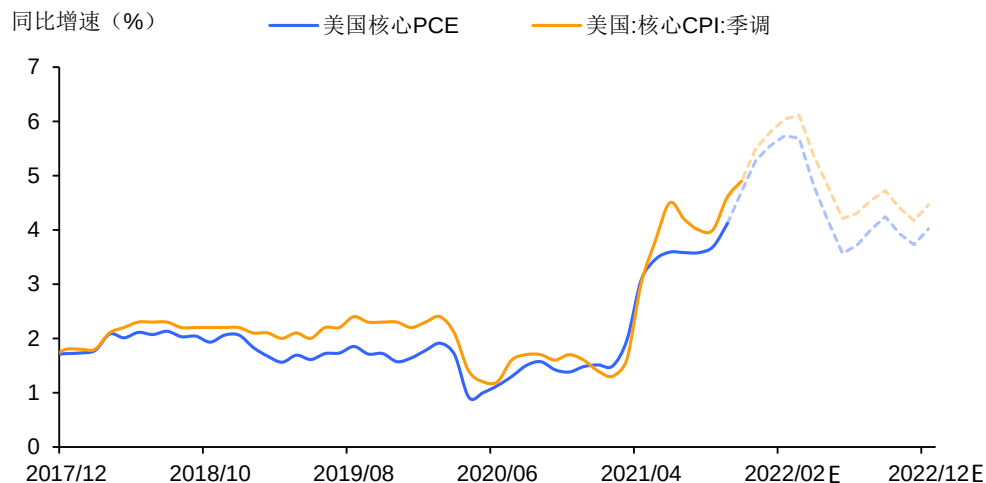
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：走出疫情阴影都往往伴随着再通胀交易的升温



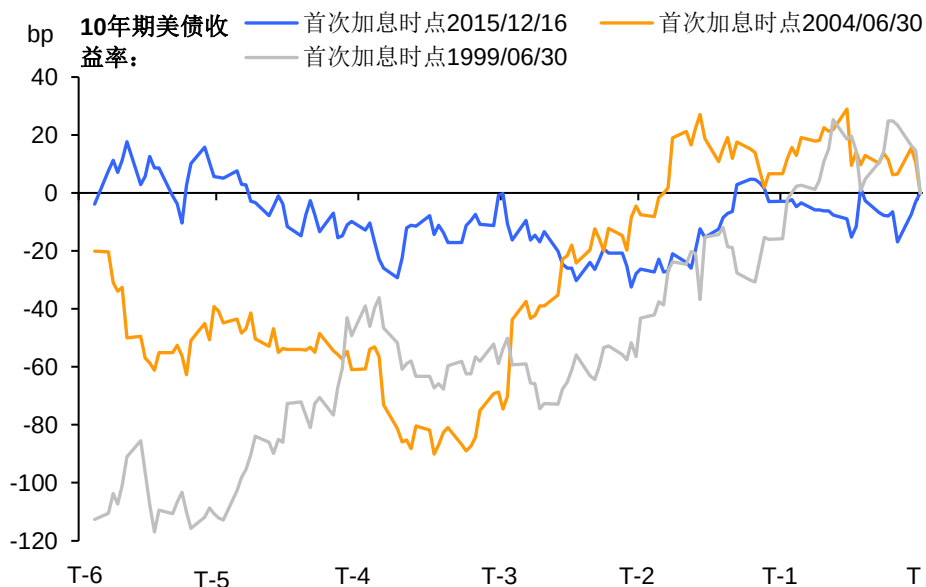
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9: 美国核心 CPI 和 PCE 的预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

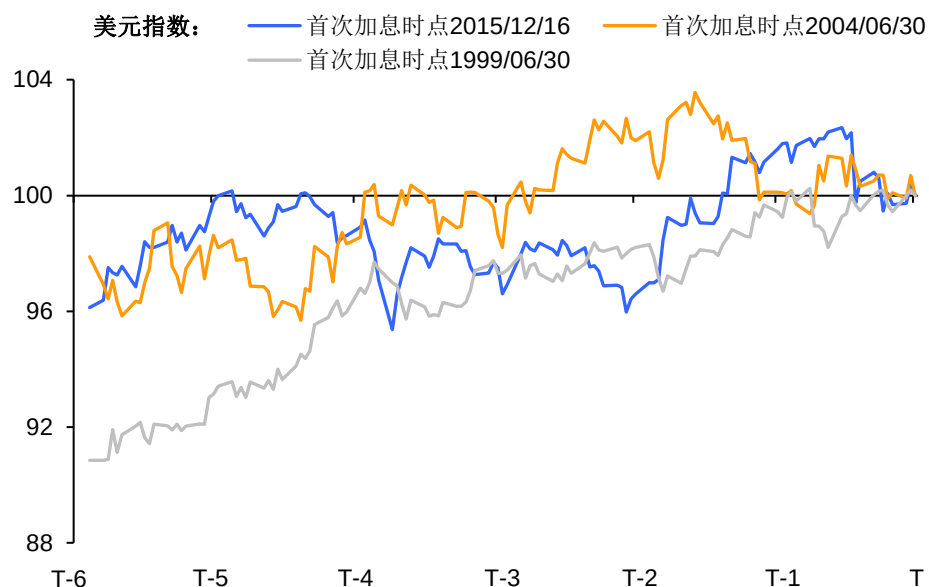
图 10: 最近三次加息周期开启前 6 个月 10 年期美债收益率走势



注: 将首次加息时点的收益率设置为 0。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 11: 最近三次加息周期开启前 6 个月美元指数走势



注: 将首次加息时点的价格设置为 100。

数据来源: Bloomberg, 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_35799

