

宏观动态跟踪报告

当 10 年美债利率升破 1.9%

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060120090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 2022 年 1 月 19 日，10 年美债收益率升破 1.9%，创近两年新高。
- 一问：美债利率为何蹿升？美债利率上行的导火索是市场加息预期进一步提前。截至美国时间 2022 年 1 月 19 日凌晨，市场认为美联储于 2022 年 6 月议息会议时累计加息 75bp 的概率，在一天时间里由 30% 左右跃升至接近 50%。市场认为，美联储或于 2022 年内加息 100-125bp（4-5 次）。加息预期提前带动美债短端利率和长端实际利率同时上行。
- 二问：加息预期为何提前？近一周美联储官员讲话对 2022 年内加息 4-5 次持开放态度。美国通胀压力是加息预期提前和美债利率上行的关键因素。尤其关注两点：一是，近期国际油价在美联储紧缩预期中“逆势”上涨，美债市场的通胀预期因油价上行而“止跌”。二是，美国住房租金开始加速上涨，加剧美国核心通胀压力。在此背景下，市场或进一步预计美联储将尽快缩减 MBS 持有，为美国房价降温。市场“加息恐慌”和“缩表恐慌”联动发酵，使美债实际利率更快上行。
- 三问：美债利率上行空间多大？我们认为，市场预期和情绪的反应是短期的。随着美联储不断明确加息和缩表路径，美债利率定价将更由美国经济基本面决定。预计 2022 年上半年：1）10 年美债实际利率向 0 靠近，基本回到新冠疫情爆发前水平，即仍有 40bp 左右的上行空间。上一轮美联储加息周期和缩表周期的美债实际利率点位（0.5% 左右）也有一定参考价值。但考虑到本轮美联储资产规模约为 2017 年的两倍，预计美债实际利率的上行空间或难全然释放。2）10 年 TIPS 隐含通胀预期或下行至 2.2% 左右，即存在 25bp 左右下降空间。根据历史经验，市场通胀预期大概率将随美联储紧缩而回落，但可能仍将高于新冠疫情前水平。3）综合判断，今年上半年 10 年美债收益率或上行至略高于 2% 的水平。
- 四问：对美股等资产价格影响几何？美债利率较快上行，往往伴随美股风格由科技成长向周期价值板块的切换。更不用说，2022 年拜登的社会支出法案以及加息后美股科技企业回购成本上升，均不利于科技成长板块。若美联储更加激进地加息、提早缩表，不排除美股深度调整的可能。
- 五问：对中国货币政策和市场影响几何？1 月 18 日，中美 10 年国债利差已由 2021 年末的 130bp 以上，迅速缩窄至 87bp，接近 80bp 的“警戒线”。但本轮人民币汇率强势，不会对中国货币宽松形成明显掣肘。我们认为，美联储紧缩与美债利率上行，不会阻碍中国货币政策“以我为主”的定力。中国市场整体而言有望表现出较强韧性。随着宽货币助推下的风险偏好提升、稳增长加码下的中国经济企稳、高质量发展下的优质“赛道”呈现、及美联储政策路径的更加明晰，A 股有望快速消化内外部压力重回正轨。

美国时间 2022 年 1 月 18 日，10 年美债收益率跃升至 1.88%，创近两年新高。同时，美股三大指数大幅下跌 1.5-2.6%。北京时间 1 月 19 日，10 年美债收益率跃升站上 1.9%；同时，A 股沪深 300 指数和创业板指整日分别下跌 0.68% 和 2.17%。近期美国经济基本面缺乏利好，美债利率的跃升或有超预期成分，并对全球资产价格产生冲击。

与此同时，中国货币政策正在“以我为主”地稳增长。2022 年 1 月 17 日，央行超预期降息 10bp，彰显货币政策“稳增长”的决心。1 月 18 日，央行副行长刘国强的讲话进一步释放发力稳增长的积极信号。其提到 5 年期 LPR 与制造业中长期贷款、固定资产投资贷款和居民房贷直接相关，使 1 月 20 日 1 年期和 5 年期 LPR 同时调降 10bp 更有可能。

我们认为，近期美债利率上行的导火索是市场加息预期进一步提前。一方面，美联储进一步引导市场预期，对 2022 年加息 4-5 次持开放态度；另一方面，美国通胀压力因油价窜高、住房租金开始加速上涨而进一步凸显，重新点燃市场对于美联储更多次加息、以及更积极缩表的担忧。但往后看，随着美联储不断明确加息和缩表路径，美债利率定价将更由美国经济基本面决定。

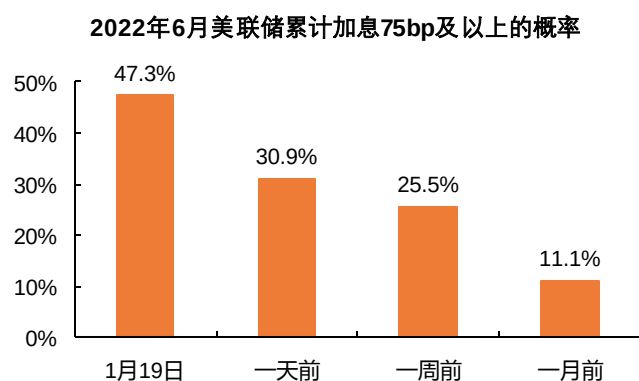
我们预计，2022 年上半年，10 年美债收益率或上行至略高于 2% 的水平，此过程可能引发美股风格调整，市场波动的风险需要高度关注。但本轮美联储紧缩与美债利率上行，不会阻碍中国货币政策“以我为主”的定力，稳中偏强的人民币汇率可以更多发挥其调节内外均衡的缓冲作用；虽然国际货币基金组织谆谆告诫需要关注对新兴市场的冲击，但中国在新兴市场中相对“一枝独秀”的表现会令人民币资产表现出较强韧性。

一问：美债利率为何蹿升？

美债利率上行的直接原因是市场加息预期进一步提前。据 CME FedWatch 数据，截至美国时间 2022 年 1 月 19 日凌晨，市场认为美联储于 2022 年 6 月议息会议时累计加息 75bp 的概率，在一天的时间里由 30% 左右跃升至接近 50%（图表 1）。其隐含的情形是，市场预计美联储在 2022 年 3 月、5 月和 6 月每次会议分别加息一次，又或者某一次会议（例如 3 月会议）可能直接加息 50bp 而非 25bp。2000 年 5 月以后美联储单次加息幅度均仅有 25bp。此外，CME 数据还显示市场认为美联储或于 2022 年内加息 100-125bp（4-5 次）。

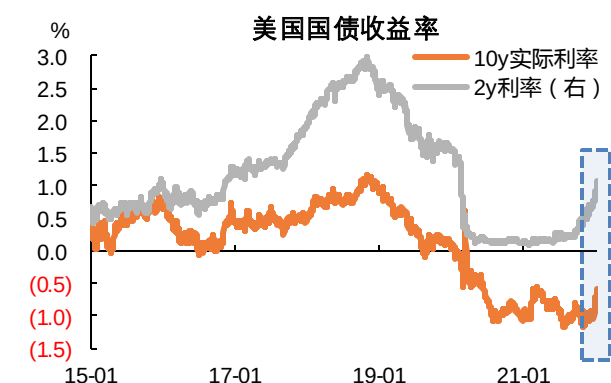
加息预期提前带动美债短端利率和长端实际利率同时上行。2022 年 1 月 18 日，2 年美债利率上行 7bp，至 1.06%，近一个月已上行 40bp；10 年美债名义利率上升 9bp 至 1.88%，近一个月已上行 46bp，分解来看，主要由实际利率的快速上行驱动，同日 10 年美债实际利率上行 7bp，至 -0.59%，近一个月已上行 38bp（图表 2）。

图表 1 市场对美联储加息预期明显提前



资料来源：CME FedWatch(2022.1.19), 平安证券研究所

图表 2 加息预期提前带动美债利率急升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

二问：加息预期为何提前？

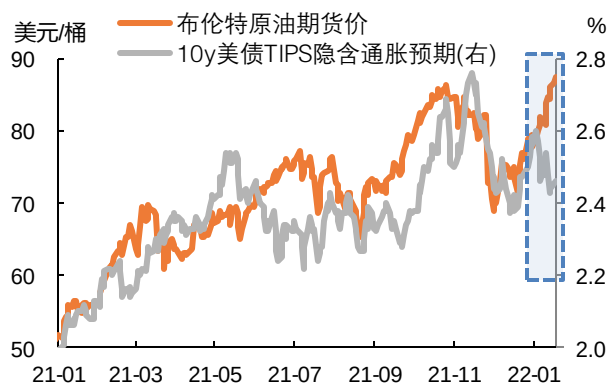
美联储在 2021 年 12 月议息会议公布的点阵图中，隐含 2022 年内加息 75bp（三次）。美联储 2021 年 12 月会议纪要表露坚定加息决心，并首次讨论缩表，鹰派程度超出市场预期。此后，美联储于 2022 年 3 月首次加息逐渐成为市场共识，市场预计 2022 年美联储加息 3-4 次也尚在情理之中。

近一周，美联储官员讲话进一步引导市场预期，对 2022 年内加息 4-5 次持开放态度。美联储主席鲍威尔在 1 月 11 日国会听证会的发言中承诺，“将防止高通胀变得根深蒂固”，但并未直接就加息和缩表做进一步引导。1 月 12 日，圣路易斯联储主席布拉德称“也许应该在 2022 年加息 4 次”。1 月 13 日，美联储二把手布雷纳德称“预计今年会有几次加息”；美联储理事沃勒称“加息 3 次是一个很好的基准”、“最早加息可能会更少、也可能多达 5 次”；芝加哥联储主席埃文斯和费城联储主席哈克也均表示对年内加息 4 次持开放态度。

近期，美国经济基本面数据偏弱，并不构成对美债利率的强力支撑。近期公布的美国经济数据均偏弱，奥密克戎病毒肆虐对美国经济的冲击或不容小觑：美国 2021 年 12 月零售销售环比下降 1.9%，结束此前的四连涨；截至 2022 年 1 月 8 日当周的初请失业金人数反弹至 23.0 万人，创近两个月新高；2022 年 1 月纽约联储制造业指数从前值的 31.9 大幅下降至 -0.7。

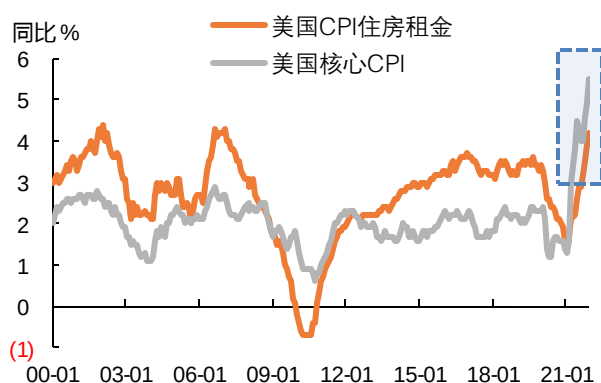
然而，美国通胀压力可能助推加息预期发酵和美债利率上行。尤其关注两点：一是，近期国际油价在美联储紧缩预期中“逆势”上涨。2022 年 1 月 18 日，布伦特原油一度升破 89 美元/桶，创近 7 年新高。此前公布的 2021 年 12 月美国 CPI 走势并未超过市场预期，因油价曾于 12 月跌破 70 美元/桶。但 2022 年以来油价持续上行，又重新燃起市场对于通胀（及其引发美联储超预期紧缩）的担忧。在此背景下，美债市场的通胀预期原本因实际利率上行而有所降温，但近期因油价上行而“止跌”，使实际利率上行对美债名义利率的拉动更加明显。二是，美国住房租金开始加速上涨，加剧美国核心通胀压力。美国住房租金 CPI 在 2021 年 12 月同比升至 4.2%，创 2007 年 2 月以来新高，同期美国核心 CPI 同比升至 5.5%。美国住房租金分项在美国 CPI 的比重达三成以上，且其滞后于美国房价的上涨，未来可能在房价压力下持续上涨。因此，美国住房租金的上涨可能使美联储缩表决心更加坚定，市场或进一步预计美联储将尽快缩减 MBS 持有，为美国房价降温。换言之，市场“加息恐慌”和“缩表恐慌”可能联动发酵，短期使美债实际利率更快上行。

图表3 油价上涨使美债市场通胀预期止跌



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表4 美国住房租金上涨加剧核心通胀压力



资料来源：Wind, 平安证券研究所

三问：美债利率上行空间多大？

我们认为，市场预期和情绪的反应是短期的。随着美联储不断明确加息和缩表路径，美债利率定价将更由美国经济基本面决定。我们根据美国经济基本面和通胀压力分别判断 10 年美债实际利率和隐含通胀预期的走势：

1) 预计 2022 年上半年，10 年美债实际利率向 0 靠近，基本回到新冠疫情爆发前水平，即仍有 40bp 左右的上行空间。

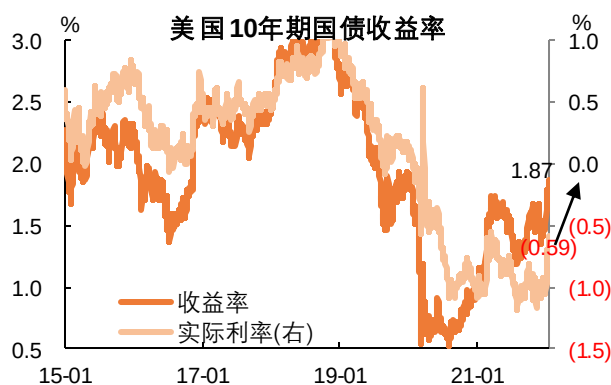
首先, 10 年美债实际利率在新冠疫情爆发前 (2019 年 8 月至 2020 年 1 月期间) 大致处于 0 附近 (具体在 -0.1-0.2% 区间)。2022 年美国经济仍处复苏状态, 将进一步抹平新冠疫情的冲击、回归疫情前的趋势增长水平 (这也是最新一期 IMF 所预测的)。因此, 新冠疫情前的美债实际利率是我们判断今年美债利率的主要参考之一。其次, 考虑到 2022 年美联储将开启加息和缩表周期, 因此上一轮加息和缩表周期的美债利率点位也有一定参考价值。2015-2017 年期间, 美联储合计加息 5 次至 1.25-1.50%, 10 年美债实际利率主要在 0 至 0.5% 区间波动, 2017 年末在 0.5% 附近。2017 年 10 月美联储开启缩表周期, 美债实际利率在 2017 年内波动不大, 维持 0.5% 左右, 但于 2018 年开始继续向 1% 进军。不过, 本轮与上轮不同之处在于, 美联储资产总规模显著更大。预计 2022 年开始缩表时, 美联储资产总额超 8.8 万亿美元, 约为 2017 年美联储缩表时的两倍。因此, 我们预计本轮即便美联储开启缩表, 美债实际利率的空间或难全然释放, 可能仍受美国流动性整体上宽裕的压制。当然, 需要持续关注美联储缩表的具体节点和节奏。若仅看 2022 年上半年, 我们预计 10 年美债实际利率会先向 0 靠近。

2) 预计 2022 年上半年, 10 年 TIPS 隐含通胀预期或下行至 2.2% 左右, 即存在 25bp 左右下降空间。

根据历史经验, 市场通胀预期大概率将随美联储紧缩而回落。不过, 由于目前美国通胀压力仍将高于新冠疫情前, 回落后的通胀预期很可能仍将高于新冠疫情爆发前水平。参考 2021 年 12 月美联储最新经济预测, 其预计 2023 年和 2024 年美国 PCE 分别上涨 2.3% 和 2.1%。我们判断, 10 年 TIPS 隐含通胀预期或下行至 2.2% 左右, 仍将高于 2018 年上轮高点的 2.1% 左右。

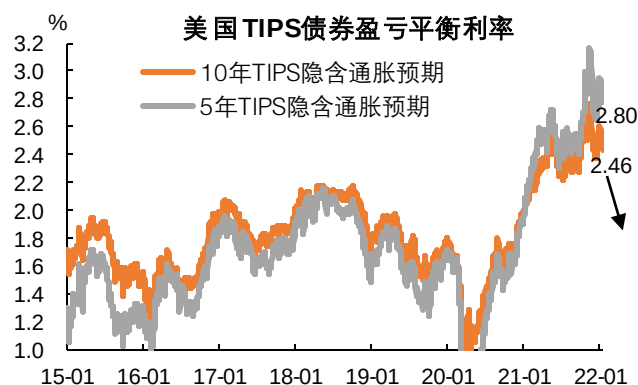
3) 综合来看, 预计 2022 年上半年, 10 年美债收益率或上行至略高于 2% 的水平。

图表5 预计美债实际利率将带动名义利率上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美债隐含通胀预期有望进一步由高位回落



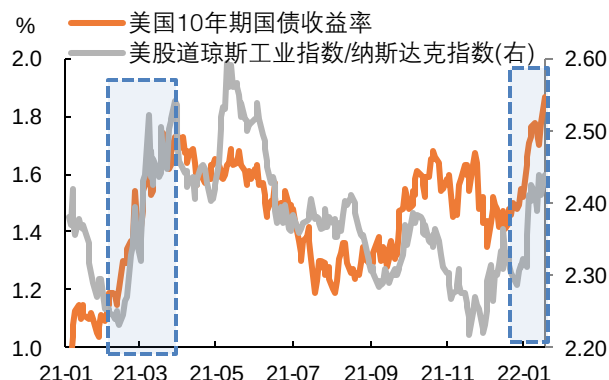
资料来源: Wind, 平安证券研究所

四问：对美股等资产价格影响几何？

美债利率较快上行, 往往伴随美股风格由科技成长向周期价值板块的切换 (图表 7)。最近一次是 2021 年 2-3 月, 随着 10 年美债收益率飙升, 美股成长板块显著承压、周期板块则表现出更强韧性, 美股道琼斯工业指数显著跑赢纳斯达克指数。2022 年, 除美债利率上行外, 拜登政府的基建支出、社会支出和加税法案落地, 也不利于美股科技、成长板块; 此外, 加息不仅涉及美股盈利的调整, 还将增加回购成本, 而回购是支撑美国科技巨头股价上涨的重要因素。综合来看, 美债利率上行很可能催化美股风格调整。若美国通胀演绎继续超预期, 美联储可能更加激进地加息、提早缩表。届时, 美股或将承受多方压力, 不排除深度调整的可能性。

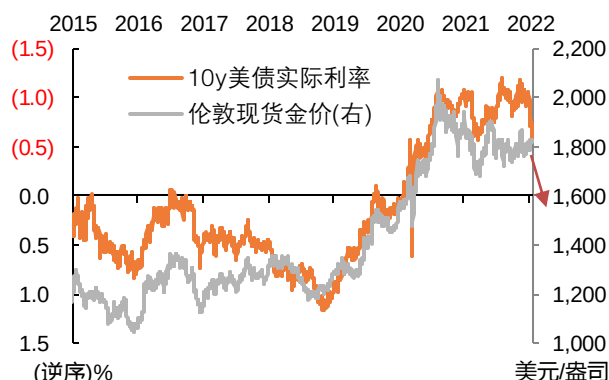
近年来, 美债实际利率与黄金价格高度负相关 (图表 8)。2022 年, 随着美债实际利率上行, 预计金价将有所承压。

图表7 美债利率较快上行往往伴随美股风格切换



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美债实际利率上行或使金价承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五问：对中国货币政策与市场影响几何？

2022 年中美货币政策“错位”，对中国货币政策或形成外溢效应。2022 年 1 月 18 日，在 10 年美债收益率蹿升之际，中美 10 年国债利差已由 2021 年末的 130bp 以上，迅速缩窄至 87bp（图表 9）。回顾多轮美联储紧缩周期，当中美 10 年国债利差收窄至 80bp 以下时，且人民币汇率弱于 6.9 时，中国央行货币政策的操作可能受到束缚（图表 10）。但与此前不同的是，本轮人民币汇率强势，目前仍强于 6.4，或不会对国内货币宽松形成掣肘。未来若人民币在中美利差不足时“顺势”贬值，既可以释放国内流动性宽松的压力，也可以对冲我国出口景气下行的风险，还有益于释放“稳增长”的政策信号继而稳定市场预期，起到“一石三鸟”的效果。

2022 年美联储紧缩与美债利率上行，不会阻碍中国货币政策“以我为主”的定力。正如 2022 年 1 月 17 日，央行超预期降息 10bp，彰显货币政策“稳增长”的决心所示。1 月 18 日，央行副行长刘国强的讲话进一步释放发力稳增长的积极信号。其提到 5 年期 LPR 与制造业中长期贷款、固定资产投资贷款和居民房贷直接相关，使 1 月 20 日 1 年期和 5 年期 LPR 同时调降 10bp 更有可能。往后看，我们预计全年央行将从弥补基础货币缺口的角度进一步降准 1-1.5 个百分点，是否进一步降息则视后续稳信用的效果而定，而如稳信用效果不达预期，货币政策或相机抉择，追加 5-10bp 甚至更大幅度的降息。

资本市场方面，中美国债利差的缩窄或一定程度上影响资金流入中国，但中国市场整体而言有望表现出较强韧性。债市方面，因担忧后续“宽信用”效果显现，近期债券市场或已进入低赔率的“鱼尾行情”。汇率方面，稳健的国际收支形势仍将支撑人民币汇率保持基本稳定，但考虑到人民币适度贬值有益于缓解中美货币周期错位的压力，人民币有望在贬值方向释放出更大弹性。股市方面，虽然美股在美债利率上行环境中可能遭遇波动与调整，但我们判断 **2022 年中美股市联动效应将会减弱。**

美股回调风险的背景是前期股价在货币宽松环境下持续上涨，而 A 股在经历 2021 年调整后的定价更为合理，因此美股价格

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_36332

