

缩表强度明确后如何看美债收益率？

——美联储3月议息会议纪要解读

报告导读/核心观点

4月7日美联储发布议息会议纪要，进一步对缩表和加息的潜在节奏进行指引。结合最新货币政策指引，我们更新关于美债收益率及美元的观点：短期通胀预期尚未见顶、紧缩预期仍有线性增强空间的背景下，我们上调年内10年期美债收益率高点预测至3%左右，见顶时间预计位于5月；美元短期受紧缩预期推动高点可能突破100。

□ **缩表强度进一步明确，最早或5月启动速度上限为950亿美元/月低于理论上限**

4月7日美联储发布议息会议纪要，进一步对缩表和加息的潜在节奏进行指引。缩表方面传递出四大信号：一是缩表最早可能于5月启动；二是缩表的速度上限可能为950亿美元/月，构成600亿美元国债+350亿美元MBS；三是可能按3个月的节奏向缩表速度上限提速，如果市场或经济条件出现变化，历时可能延长；如果按2017年缩表线性提速的经验外推，缩表速度将按350亿美元/月、650亿美元/月和950亿美元/月的速度逐步提升；四是本次缩表不会涉及主动抛售，主要以减少到期再投资的方式进行被动缩表。本次缩表速度的上限符合我们之前预判（详细请参考前期报告《美联储实际紧缩力度或不及预期》），按年来看缩表速度位于11000亿美元附近，其中国债规模位于7000亿美元附近。从美联储的持债规模来看（从国债维度测算），未来1年美联储持有国债的到期规模超过12000亿美元（其中3个月内到期的为4936亿美元，3-12个月内到期的为7381亿美元），远大于缩表规模，可见美联储暂时未按理论上限进行缩表。

加息方面，本次纪要进一步指出，如果未来通胀持续超预期，则多名FOMC委员认为可以在未来的议息会议中进行1次或1次以上幅度为50BP的加息，进一步与此前鲍威尔公开讲话的态度相呼应。

□ **预计美联储下半年加息暂停但5、6月可能加息50BP、缩表延续时间长于加息**

我们前期报告曾指出，美联储管控的目标重在通胀预期，当前鹰派态度的本质是通过紧缩预期打压通胀预期，通胀预期回落后续联储当前的鹰派态度未必能够持续兑现。基于我们对通胀节奏的判断（预计美国本轮通胀增速上行预计将于3或4月见顶，通胀预期也将逐步回落，详细请参考前期报告《乌克兰危机下美国CPI何时见顶》），我们预计美联储全年3、5、6月加息3次，预计上半年加息缩表按步推进，下半年加息暂停、缩表渐进暂停但明显滞后于加息。短期紧缩难的制约源自金融稳定（收益率曲线进一步倒挂风险，详细请参考前期报告《如何理解近期的美债利率倒挂？》），全年更重要的掣肘源自通胀预期回落，首要目标逐渐让位增长。本轮通胀的本质是供给问题，货币政策是需求端调控工具，持续加息对需求端的负面损害大于对通胀的正面抑制作用。下半年通胀预期下行、通胀失控风险消除后联储持续紧缩步伐或暂停。

□ **两大维度验证预计美债收益率年内高点位于3%左右，见顶时间预计位于5月**

我们更新对于美债收益率的观点判断。一是维持本轮美债收益率上行将于5月见顶的判断。一方面CPI短期尚未见顶，通胀预期仍有上冲空间；另一方面紧缩预期仍有增强空间的情况下预计美债收益率仍有上行空间（缩表力度未达理论上限，如通胀进一步恶化仍有增强可能；年内加息50BP次数的预期仍有增加的可能），5月议息会议后伴随通胀见顶和紧缩预期落地收益率拐头下行。

年内高点方面，我们预计位于3%左右。我们采取两种测算方式，将美债收益率拆分成短期利率和期限利差分别测算得到高点位于3.15%附近；将收益率拆分成通胀预期和实际利率分别测算得到高点位于2.9%附近，平均两项测算结果考虑，我们上调10年期美债收益率年内高点至3%左右（参考下文），下半年加息预期证伪后将带动美债收益率超预期回落。

□ **按短期利率和期限溢价对美债收益率进行拆分，对应年内高点可能触及3.15%**
我们可以将美债收益率拆分为短期利率+期限利差，其中前者受加息影响较大，政策利率调整可以直接抬升短期利率，我们可以通过短期利率的变化衡量已计价的加息预期；后者受美联储量化宽松（或缩表影响较大），美联储在长端的买卖行为可以直接影响期限利差（美联储的平均资产久期为7.6年，持债结构以长债为主）。4月7日10年期美债收盘利率为2.61%，其中期限利差为-0.52%（以纽约联储测算的期限利差为准）、短期利率为3.13%。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

短期利率方面，美联储自 2020 年降息至零利率后，测算的短期利率值最低曾降至 1.24%，当前已升至 3.13%，短期利率升幅反映的加息预期接近 190BP。如果按 5、6 月加息 50BP、剩余每月加息 25BP 的市场预期测算，则全年加息 225BP，按当前 190BP 的计价幅度尚有 35BP 的预期尚未反映，未来可能伴随通胀进一步升高，紧缩预期增强而逐步计价。

期限利差方面，美联储 2020 年月均扩表 3200 亿美元，对应期间期限利差均值为-0.86%；2021 年至今月均扩表规模为 1050 亿美元，对应期间期限利差均值为-0.15%；如根据量化宽松月度速度均值和期限利差的对应关系大致估算，年内缩表将进一步提升期限利差 20BP 以上。如据此大致估算，则 10 年期美债收益率可能进一步上冲至 3.15%。

按通胀预期和实际利率对美债收益率进行拆分，对应年内高点位于 2.9%附近

我们也可以将美债收益率拆分为通胀预期和实际利率进行交叉验证。截至报告日 10 年期美债收益率中隐含通胀预期为 2.83%，实际利率为-0.22%。通胀预期方面，考虑到年内通胀尚未见顶，通胀预期短期仍有进一步上行空间，如以年内前高 2.94%为茅，仍有 10BP 以上的上行空间。实际利率方面，近期联储紧缩预期驱动实际利率大幅上行，如以疫情前的零利率水平为茅，则仍有 20BP 以上上行空间。二者合计上行空间约 30BP，结合当前 10 年期美债收益率点位，对应年内高点位于 2.9%附近。综合前一种测算结果综合考虑，我们认为美债收益率年内高点位于 3%附近。

美元短期受紧缩预期推动仍有上行空间，高点可能突破 100 美元

美元方面，短期受紧缩情绪推动仍有上行空间，高点可能突破 100 美元。下半年加息力度不及预期以及美国经济下行压力共振（欧洲补库也将滞后于美国启动），美元指数预计重回下行通道并回归 95 以下。

美债方面，如上文所述，本轮美债收益率上行我们预计高点位于 3.0%附近，见顶时间位于 5 月附近。Q2 10 年 2 年期限利差可能呈现反复性的倒挂。

美股方面，未来美俄对抗常态化后资产价格将逐渐脱敏，因风险偏好冲击的资产价格回调将逐步修复。短期美股仍需回归主线关注未来加息预期和企业盈利下行共振对美股的冲击，Q2 大幅度回调空间有限但难有突出表现，维持震荡走势概率较大；下半年加息预期逐步证伪后叠加经济下行预期关注成长股反弹机会。

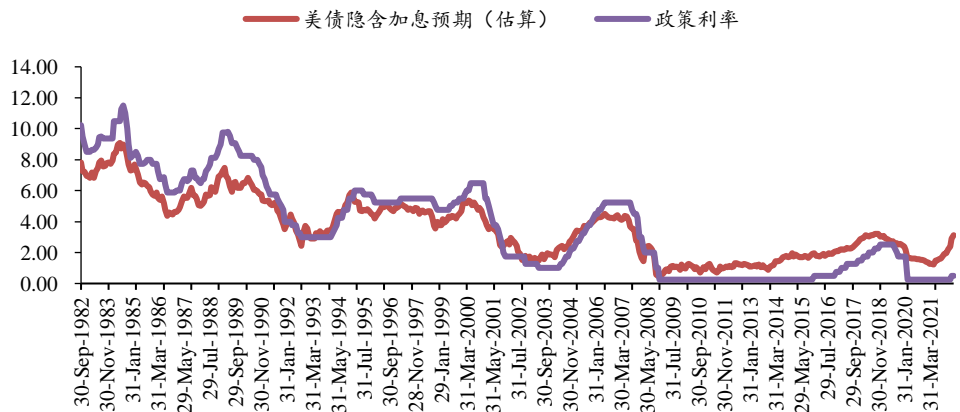
黄金方面，短期发挥避险属性价格同样大幅上行，符合我们前期判断；冲突逐渐常态化后预计将从当前的高位回调。但全年依旧看好黄金，尤其是下半美元下行将带动金价走高，全年我们认为伦敦金价格将突破 2000 美元。

风险提示：疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致美联储快速收紧；美债收益率高点测算方法存在误差。

证券研究报告

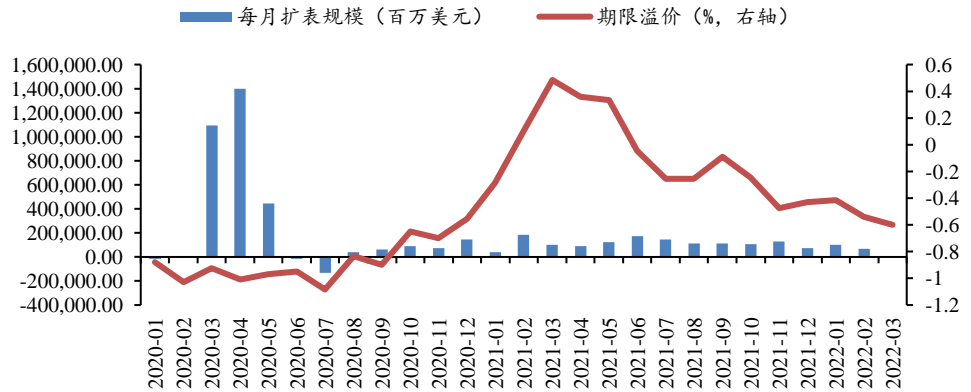
1. 重要图表

图 1：由期限利差拆分的短期利率预期对加息有较好的领先度（%）



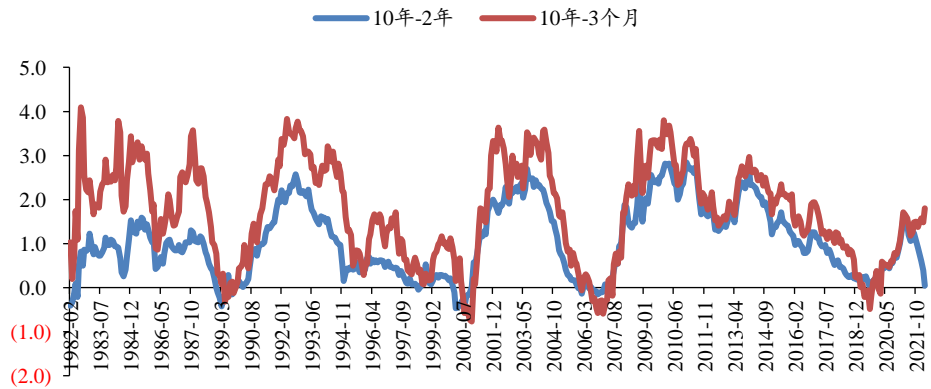
资料来源：Wind, NBER, 浙商证券研究所

图 2：美联储每月扩表规模和期限利差变化关系（%）



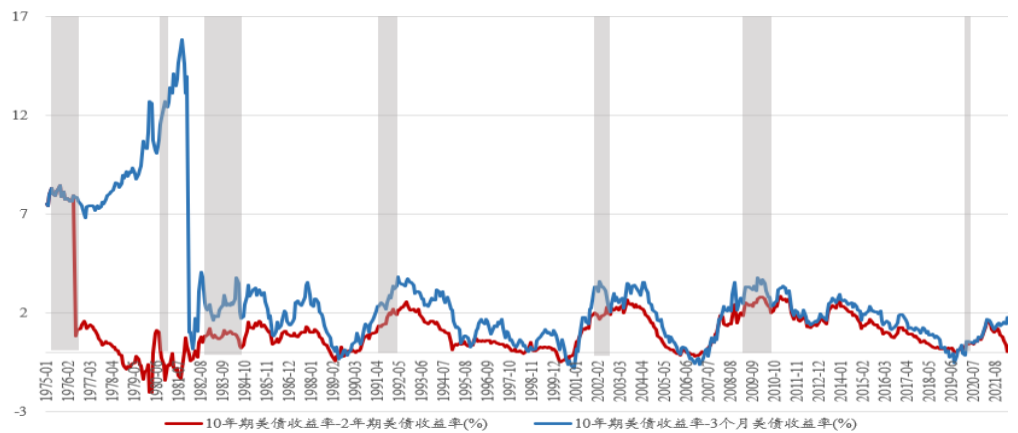
资料来源：克利夫兰联储，浙商证券研究所

图 3：美国国债各期限利差情况（%）



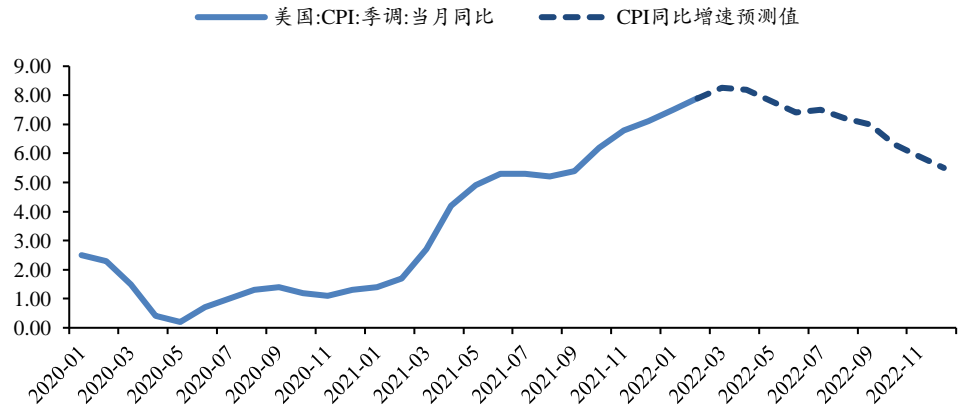
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：美国国债期限利差倒挂与 NBER 衰退周期的对比（%）



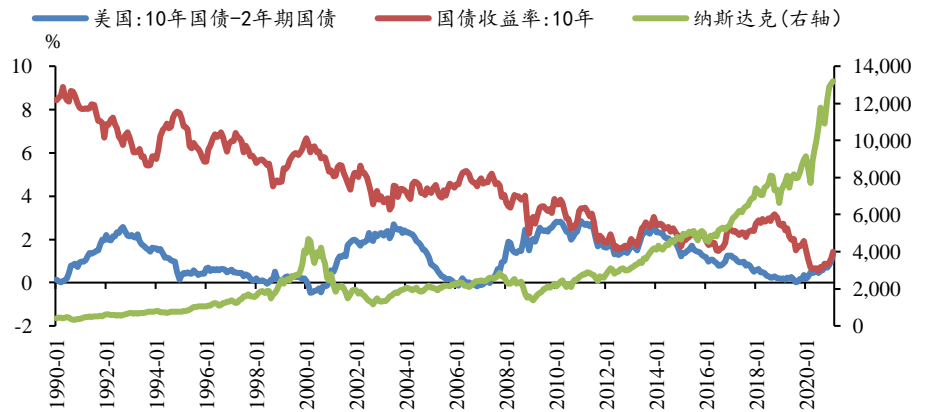
资料来源：Wind，NBER，浙商证券研究所

图 5：美国 CPI 年内走势预测 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：历次 10 年期国债+期限利差收窄的组合都导致纳斯达克回撤（股指右轴）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_40078



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>