

宏观动态跟踪报告

美债收益率蹿升的四股力量

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
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

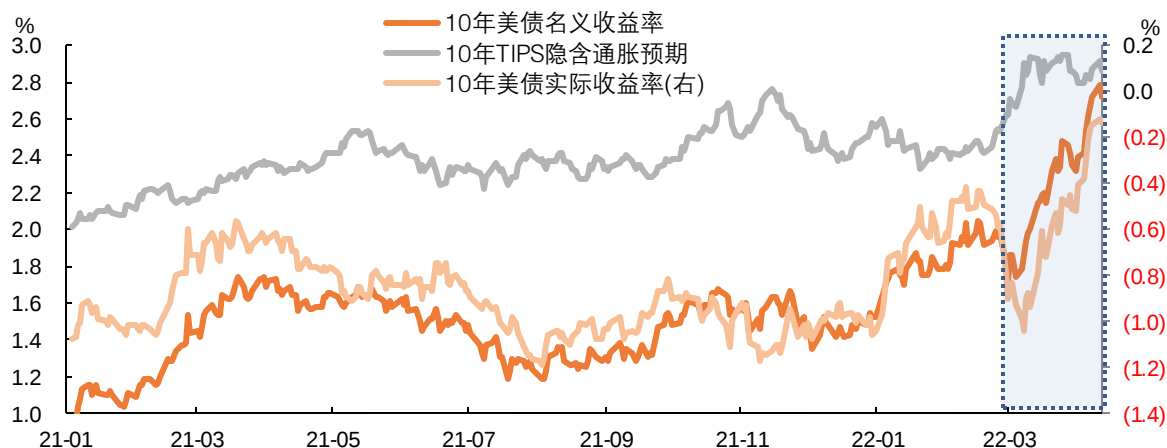


平安观点：

- 2022 年 3 月上旬以来，10 年美债收益率由 1.8% 左右蹿升至 2.8% 左右，上行速度大超市场预期。在本篇报告中，我们详细讨论推升 10 年美债收益率的四股力量，并展望其全年走势。
- **力量一：通胀预期高企。**俄乌冲突后，国际能源和粮食价格急涨，美国通胀指标与通胀预期随之升温。2 月下旬至 3 月上旬，10 年 TIPS 国债隐含通胀预期急涨 50bp 至 2.9%；3 月上旬以后截至 4 月中旬，该通胀预期仍在 2.8-2.95% 之间维持高位震荡（并未因实际利率上行而回落）。当前美国通胀压力暂未实质缓和，市场或尚不确定美联储能否有效遏制通胀。
- **力量二：经济预期好转。**地缘冲突后，美债市场在交易“胀”的同时也交易了“滞”，10 年美债实际利率一度下降 50bp。不过 3 月中旬以后，市场对美国“滞胀”的担忧有所缓解；俄乌局势并未恶化；国际大宗商品价格出现拐点；美国经济数据仍呈较强韧性。亚特兰大联储 GDPNow 模型显示，美国经济基本面（预期）的拐点在 3 月上旬，恰好对应 10 年美债实际利率反弹拐点。4 月以来，美国就业数据强劲，实际利率继续上行。
- **力量三：加息预期剧变。**货币政策预期的剧烈变化，往往导致实际利率剧烈反应。正如 2013 年“紧缩恐慌”下，10 年美债实际利率在 1 个月里急涨约 100bp。今年 3 月以来，美国货币政策预期有两方面剧烈变化：一是，年内加息节奏加快。CME 利率期货市场预计全年加息幅度由 200bp 升至 250bp 左右。二是，本轮加息“上限”引人遐想。美联储 3 月预计 2023-2024 年利率达到 2.8%；圣路易斯联储主席布拉德最新主张加息至 3.5%。
- **力量四：美债供给急增。**市场预期美联储持债将发生变化时，实际利率或先行反应。近期美联储缩表路径逐渐明晰，市场开始 price in 美债供给增加。美联储 3 月议息会议纪要显示，或将每月缩表 950 亿美元，处于市场预期的上限水平。尤其是，10 年 TIPS 国债流通性较弱，且美联储持有的比例较高，缩表影响或被放大。本轮 QE 后，美联储持有的中长期通胀指数债券占所有国债比例，上升了 1.5 个百分点左右。
- 往后看，美国加息和缩表预期对实际利率的扰动或将减弱，同时通胀预期与实际利率很难持续同步上行，美国经济基本面、政策利率水平与美债供需，将决定美债实际利率的波动中枢。基于我们对 2022 年美联储加息节奏的判断，并参考 2017-2019 年美联储加息和缩表时期的美债收益率走势，我们预计：今年二季度，“快加息+缩表”或使 10 年美债收益率继续上行，高点或在 3.1% 左右；下半年，随着美联储紧缩周期步入中程，货币政策紧缩节奏可能“由快转慢”，10 年美债收益率可能掉头向下，年末水平或在 2.6% 左右，从而全年 10 年美债收益率走势或呈“倒 V 型”。

2022年3月上旬以来,10年美债收益率由1.8%左右持续蹿升,4月12日盘中升破2.8%,创2019年1月以来新高。其中,10年TIPS国债(实际)利率由-1.0%左右上升至-0.1%左右,隐含通胀预期维持在2.8-2.95%区间高位震荡。值得注意的是,2019年1月美国政策利率处于2.25-2.50%的中性水平,而当前政策利率仅0.25-0.50%。这说明,当前美债收益率上行节奏,将市场预期的“抢跑”反映得淋漓尽致。

图表1 2022年3月上旬以来,10年美债收益率蹿升:通胀预期维持高位、实际利率快速上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为,近期美债收益率蹿升的原因,可归结为四股力量:一是,地缘政治冲突后的通胀预期走高,且市场对于通胀能否回落出现分歧,使通胀预期在货币紧缩下仍保持高位震荡;二是,近期美国经济数据保持坚韧,市场对“滞”的担忧有所缓解,推动实际利率上行;三是,货币政策预期出现剧烈变化,对美联储加息节奏和上限的预期上移,刺激实际利率上行;四是,美联储缩表路径日渐明朗,市场预期10年美债(尤其TIPS国债)的市场供给将进一步释放,继而推升实际利率。在本篇报告中,我们详细讨论推升10年美债收益率的四股力量,并展望其全年走势。

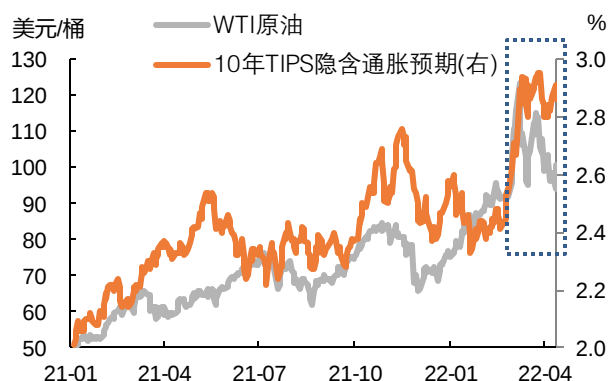
力量一: 通胀预期高企

俄乌冲突后,国际能源和粮食价格急涨,美国通胀指标与通胀预期也随之升温。2月23日至3月8日,WTI原油期货价由92美元/桶上涨至124美元/桶(涨幅达34%),CBOT小麦期货价由875美分/蒲式耳上涨至1311美分/蒲式耳(涨幅达50%)。3月10日公布的美国2月CPI数据超预期上涨(同比7.9%、预期7.8%),其中能源和食品分项同比分别达7.9%和25.6%。3月11日公布的美国密歇根大学1年通胀预期(初值)达5.4%,首次超过2008年峰值的5.2%,创1981年以来新高。

美债市场交易的通胀预期短时拉升,后维持高位震荡。2月下旬至3月上旬,10年TIPS国债隐含通胀预期急涨50bp至2.9%,创2002年有数据以来新高。3月上旬以后截至4月中旬,该读数仍在2.8-2.95%之间维持高位震荡(并未因实际利率上行而回落),为实际利率带动名义利率上升提供了坚实基础。

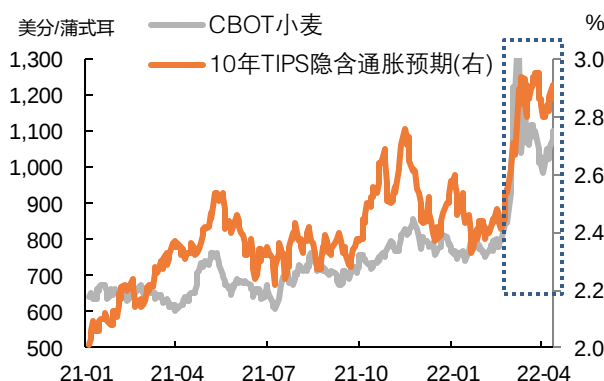
原因或许在于,当前美国通胀压力暂未实质性缓和,市场对于美国通胀走势仍有分歧,尚不确定美联储能否通过紧缩有效遏制通胀。3月16日公布的美联储3月经济预测,大幅上调2022年美国PCE同比增速1.7个百分点至4.3%,也上调了2023年PCE同比0.4个百分点至2.7%。4月12日公布的美国3月CPI同比高达8.5%,能源和食品分项同比再分别升至32%和8.8%。截至4月12日,WTI原油仍在100美元/桶附近(较地缘冲突前涨10%),CBOT小麦仍在1100美分/蒲式耳附近(较地缘冲突前涨26%)。

图表2 油价上涨推升美债通胀预期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 粮价上涨推升美债通胀预期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

力量二：经济预期好转

国际地缘冲突后，美债市场在交易“胀”的同时也交易了“滞”，因过高的通胀压力不利于经济增长。无论是价格高企直接抑制消费需求，还是货币政策为遏制通胀而过快加息，均会引发市场对美国经济前景的担忧。2月23日至3月8日，10年美债实际利率快速下降50bp至-1.04%，并“掩盖”了美债通胀预期的涨幅，期间10年美债名义利率并未升破2%。

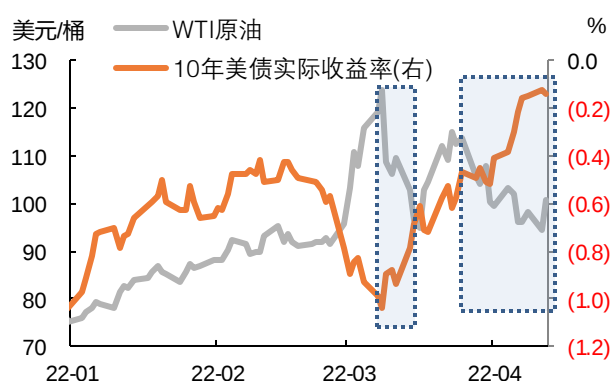
不过，3月中旬以后，市场对美国“滞胀”的担忧有所缓解。原因有三：

一是，俄乌局势并未恶化，俄乌谈判持续（尽管进展较缓），美国经济面临的不确定性有所下降。如3月8-9日，乌克兰表示愿意讨论放弃加入北约的条件，10年美债实际利率自-1.04%的低点大幅反弹14bp。

二是，国际大宗商品价格出现拐点，缓解市场“滞胀”担忧（即使通胀预期尚未显著下降、但也并未持续走高）。如3月14-15日，WIT 油价由109美元/桶急跌至96美元/桶，10年美债实际利率两日累涨25bp。

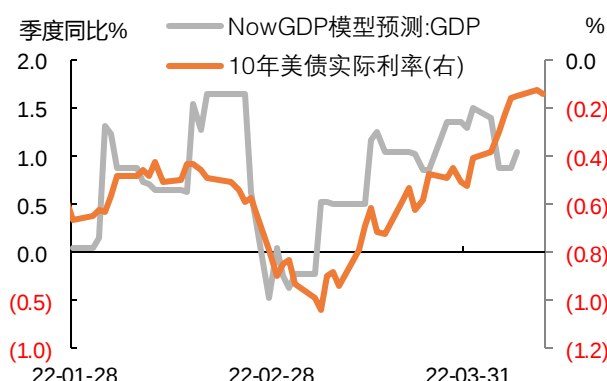
三是，美国经济数据仍表现出较强韧性，市场对于美国经济的悲观预期有所“纠偏”。亚特兰大联储 GDPNow 模型根据美国各类经济数据的高频分析显示，美国经济基本面（预期）的拐点在3月上旬，恰好对应10年期美债实际利率反弹拐点。4月以来，美国就业数据继续鼓舞人心，4月1日公布的3月失业率超预期下降至3.6%，截至4月2日的美国初请失业金人数超预期下降至16.6万人（创1968年以来最低）等。4月以来截至11日，10年美债实际利率上涨了40bp。

图表4 油价降温刺激美债实际利率上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国经济数据“反弹”推动美债实际利率上行



资料来源: 亚特兰大联储, 平安证券研究所

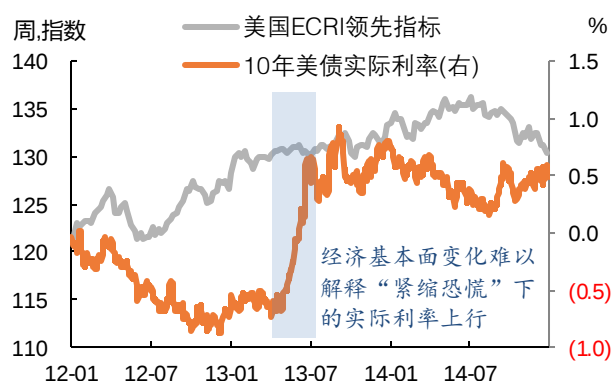
力量三：加息预期剧变

美联储政策预期的剧烈变化，或导致美债实际利率剧烈反应（即使基本面未发生明显变化）。正如 2013 年 5 月“紧缩恐慌”（Taper）下，10 年美债实际利率在 1 个月里急涨约 100bp，而同期美国 ECRI 经济领先指标基本不变。

2022 年 3 月以来，美国货币政策预期呈现两方面剧烈变化：一是，年内加息节奏明显加快。美联储 3 月首次加息仅 25bp，其对于 2022 年政策利率的预测中值为 1.9%。但 3 月议息会议后，美联储主要官员密集“放鹰”，不断强化年内单次加息 50bp 的可能性。3 月 18 日至 4 月上旬，CME 利率期货市场预计，美联储全年加息幅度（加权平均）由 200bp 左右升至当前的 250bp 左右。这意味着，3 月议息会议上刚刚建立的加息预期很快被“打破”。在此期间，10 年美债实际利率累计上涨近 60bp。

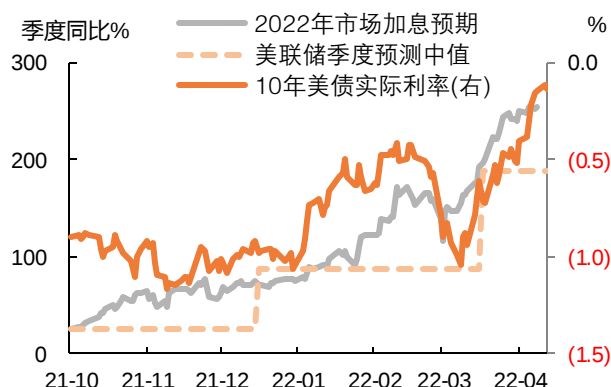
二是，本轮加息终点的“上限”引人遐想。美联储 3 月经济预测显示，2023 年和 2024 年利率预测中值达到 2.8%，超过 2.5% 的长期利率水平。美联储主席鲍威尔 3 月讲话暗示，必要时会考虑加息至 2.5% 以上的限制性水平。圣路易斯联储主席布拉德 4 月 7 日讲话时称，基于泰勒规则测算，本轮美联储应加息至 3.5%。

图表6 美联储政策预期剧烈变化引发实际利率大涨



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表7 美联储加息预期升温推动美债实际利率上行



资料来源：Wind, CME FedWatch, 平安证券研究所

注：“市场加息预期”为 CME FedWatch 统计的加息预期加权平均值。

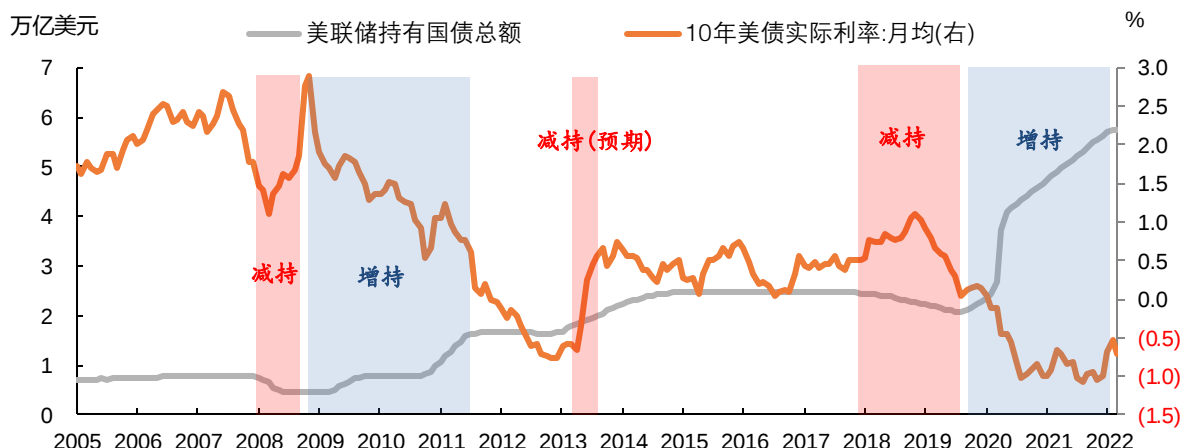
力量四：美债供给急增

美联储持有国债，“挤占”流通市场的美债供给，继而影响美债定价。回顾历史，2008 年国际金融危机以后，美联储增持美债通常会压制实际利率，减持则抬升实际利率。又或者，市场预期美联储持债将发生变化时，实际利率先行反应。2013 年“紧缩恐慌”期间，虽然当时美联储仍在增持美债，但意外的 Taper 信号立即引发了债市对于美联储减持的交易。

近期美联储缩表路径逐渐明晰，市场开始 price in 美债供给增加。4 月 5 日美联储“二把手”布雷纳德发表有关快速缩表的言论；4 月 6 日公布的美联储 3 月会议纪要显示，美联储或将每月缩表 950 亿美元、处于市场预期的上限水平。10 年美债实际利率由 4 月 4 日的 -0.38% 跃升 22bp 至 4 月 7 日的 -0.16%。

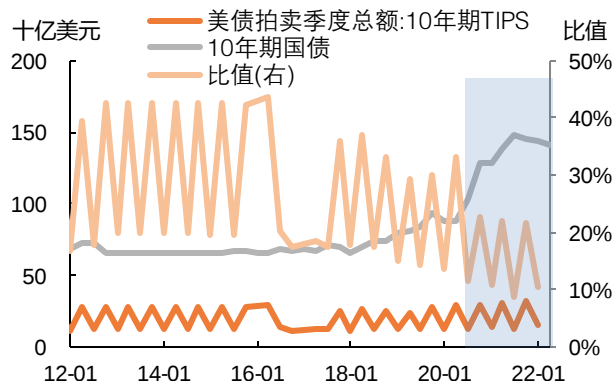
尤其是，10 年 TIPS 国债流通性较弱，且美联储持有比例较高，缩表影响或被放大。从市场供给看，2020 年美联储实施 QE 以来，10 年美债发行额明显上升，但 10 年 TIPS 国债新增数量有限，继而 10 年 TIPS 国债拍卖额与 10 年美债的比例下降了 5 个百分点左右。从美联储资产端看，美联储持有的“中长期通胀指数债券”占所有国债比例，在本轮 QE 后上升了 1.5 个百分点左右。未来美联储缩表，或释放较多比例的 TIPS 国债，因而可能更加明显地抬升美债实际利率。

图表8 美联储增持美债压制实际利率，减持则抬升实际利率



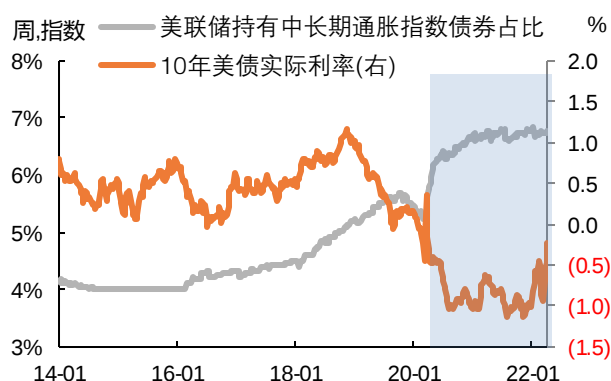
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 本轮 QE 后，10 年 TIPS 市场供给占比下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 美联储缩表或释放更多比例的 TIPS 国债



资料来源: Wind, 平安证券研究所

展望：10 年美债收益率走势或呈“倒 V 型”

总结而言，2022 年 3 月以来，10 年美债收益率（尤其实际利率）蹿升由四股力量共同推动：通胀预期维持高位、经济预期边际好转、加息预期发生剧变、以及缩表将至引发的美债供给预期变化等。而且，这些力量之间可能相互作用，如通胀预期

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_40337

