

2022年06月28日

专题研究

固定收益研究

研究所

证券分析师：靳毅 S0350517100001
021-61981375 jiny01@ghzq.com.cn
联系人：周子凡 S0350121010075
zhouzf@ghzq.com.cn

美债利率见顶了吗？

——2022年美国宏观经济观察系列（四）

相关报告

- 《三季度资金面怎么看？*靳毅，吕剑宇》——2022-06-26
- 《基建还会有多大力度？*靳毅，吕剑宇》——2022-06-13
- 《2022年区域城投面面观系列（二）：四川省城投债务面面观*靳毅，姜雅芯》——2022-06-12
- 《2022年城投债思考系列之二：城投债投资如何优选区域？*靳毅，姜雅芯》——2022-05-25
- 《“固收+”基金大盘点：“固收+”基金有哪些新变化？*靳毅，张赢》——2022-05-06

- 本轮美债利率的回落逻辑与5月份时期类似，均反映了市场对“衰退预期”的交易。此次市场再度开始交易衰退，主要有两大导火索：1) 美联储开始正视“衰退风险”；2) 经济和价格数据展现初步“衰退信号”。
- 我们认为，现在判断利率高点确认为时过早，年内美债利率仍有上行空间，高点可能会在2022年四季度出现，顶点或许会重回3.50%水平上下：
 - 1) 复盘1970年以来美联储加息周期中，美债利率拐点与各项经济数据披露时间的关系，不难发现：①通过经济“综合指标”判断美债利率拐点胜率更高，而目前该拐点尚未确立；②历史上来看，美债利率的拐点，往往在美联储加息顶部前1个季度才会出现，并且，在加息登顶前，10年期美债利率与联邦基金利率难以出现大幅倒挂。
 - 2) 市场对衰退存在“过度定价”。目前10年期美债利率在3.10%上下的水平，远远低于市场对美联储本轮加息幅度的定价，实际上包含了美债交易中远低于美联储6月份的经济展望的预期，以及过于乐观的通胀消退预期。
 - 3) 短期内，长端利率的下行将不利于抑制购房需求，进而对房价及房租上涨产生一定支撑，或将倒逼美联储进一步紧缩，以抬升长端利率。
- 美债利率仍有继续上行空间，在此格局下，美股存在调整压力，主要原因有二：1) 风险溢价依旧处于深度压缩状态；2) 美股盈利预期并未开始定价“衰退”，未来有下行压力。
- 风险提示 俄乌冲突升级，美联储超预期宽松，美国经济超预期衰退，美国通胀快速下行，新冠疫情传播超预期。

目录

1、 美债利率为何下行?	4
1.1、 衰退风险“放上台面”	4
1.2、 衰退信号初现	5
2、 利率顶是否已现?	7
2.1、 历史上的加息周期	7
2.2、 定价衰退“为时略早”	10
2.3、 租金通胀的“隐患”	10
3、 利率未见顶，美股怎么看?	11
4、 附录	13
5、 风险提示	13

图表目录

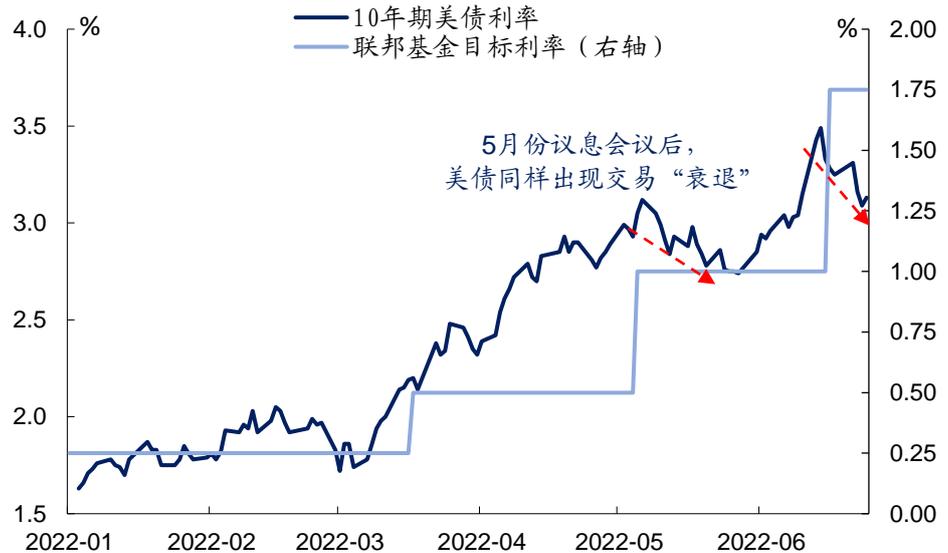
图 1: 10 年期美债利率在 6 月加息落地后高位回落.....	4
图 2: 近期美联储官员对于“衰退”表态	5
图 3: 美联储衰退模型预测结果	5
图 4: 零售数据环比增速由正转负	6
图 5: 初次申请失业金人数有所反弹	6
图 6: 主要大宗商品价格出现下滑	6
图 7: 铜金比与美债利率走势高度相关	6
图 8: 综合指标尚未出现“衰退迹象”	8
图 9: CME Fed Watch Tool 隐含加息路径	9
图 10: 美联储加息与美债利率走势	9
图 11: 6 月份美联储经济展望 (SEP)	10
图 12: 泰勒公式隐含联邦基金利率水平	10
图 13: 房价指数高位盘整, 房租价格仍有上行空间	11
图 14: 长期抵押贷款利率与 MBA 购房指数	11
图 15: Zillow 可供挂牌出售房屋情况	11
图 16: Zillow 房屋平均成交时间情况	11
图 17: 风险溢价处于历史较低水平	12
图 18: 席勒市盈率仍处于历史高位	12
图 19: 市场对未来一年美股 EPS 预期	12
图 20: 历史上, 衰退周期中美股回撤幅度	12
表 1: 历史加息周期中, 10 年期美债利率拐点与各项经济披露时间关系	13

1、美债利率为何下行？

6月议息会议落下帷幕，市场预期先行格局下，美联储75BP的加息终于靴子落地。美债利率短暂触及3.50%高位后，开始逐渐回落。我们认为，本轮美债利率的回落逻辑与5月份时期类似，均反映了市场对“衰退预期”的交易。

此次市场再度开始交易衰退，主要有两大导火索：1) 美联储开始正视“衰退风险”；2) 经济和价格数据展现初步“衰退信号”。

图1：10年期美债利率在6月加息落地后高位回落



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.1、衰退风险“放上台面”

衰退议题正逐渐从“公开的秘密”到“放上台面”。6月22日，鲍威尔在听证会上首度谈及加息存在的潜在的衰退风险。与此同时，近期美联储官员的表态也表明，美联储正开始逐渐正视衰退风险。

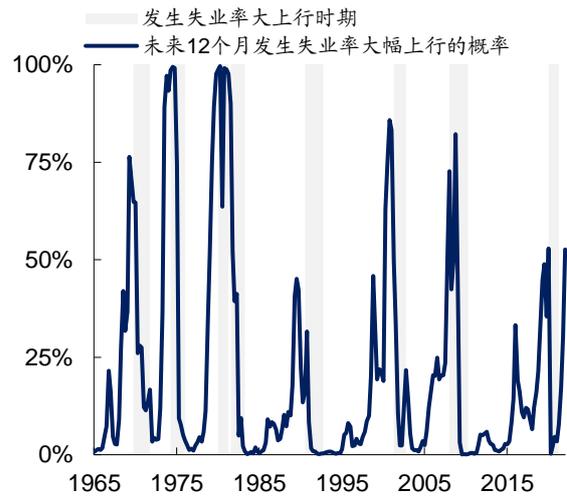
对此，美联储特地推出一个用以预测经济衰退的模型，来量化未来经济陷入衰退的概率。该模型通过对历史上CPI同比增速、失业率、信用利差以及期限利差等因子，与未来一年是否出现衰退进行逻辑回归。最终结果显示，美国经济目前有超过50%的概率在未来一年内陷入衰退。

图 2: 近期美联储官员对于“衰退”表态

日期	美联储官员	表态
6月22日	鲍威尔	美联储坚决致力于把通胀率降下来，正迅速采取行动恢复物价稳定；美国经济存在衰退可能性。
6月22日	哈克	如果需求比预期的更快走软，7月加息50个基点可能是好消息；GDP可能会出现几个季度的负增长；利率应该在年底前超过3%。
6月22日	埃文斯	快速上升的利率确实增加了经济下滑的风险。
6月21日	梅斯特	美国经济衰退的风险正在上升，且还需要数年时间才能实现美联储2%的通胀目标。

资料来源：金融界、中国经济网、同花顺、国海证券研究所

图 3: 美联储衰退模型预测结果



资料来源：Fed、国海证券研究所

注：该模型将失业率较去年同期上涨 0.75% 视作为“衰退期”

1.2、衰退信号初现

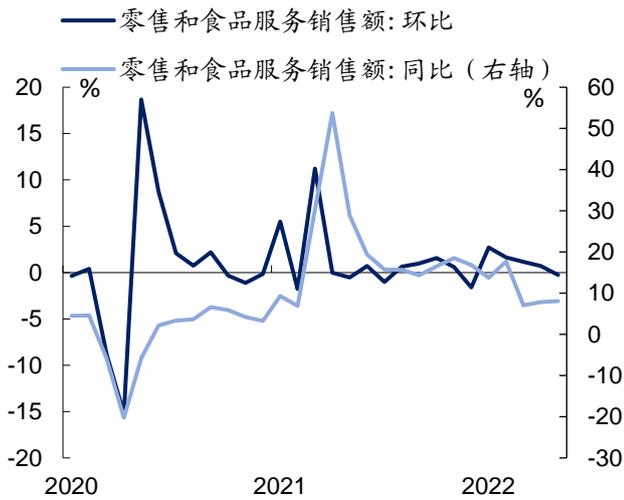
在美联储开始正视未来衰退风险的同时，近期无论从经济数据，还是价格数据上都展现出一定的初步衰退信号，从而加强市场交易“衰退”的预期：

1) 经济数据上看，市场关注的零售数据和就业数据均呈现出了一定的“降温”迹象。

我们在报告《美国经济是否出现衰退迹象？》中指出，由于消费在美国经济中占比较高，2018年经过了对零售数据下滑的确认，10年期美债利率见顶回落。而5月份零售数据环比增速超预期由正转负，或意味着需求端有进一步下滑压力，从而使10年期美债利率下行。

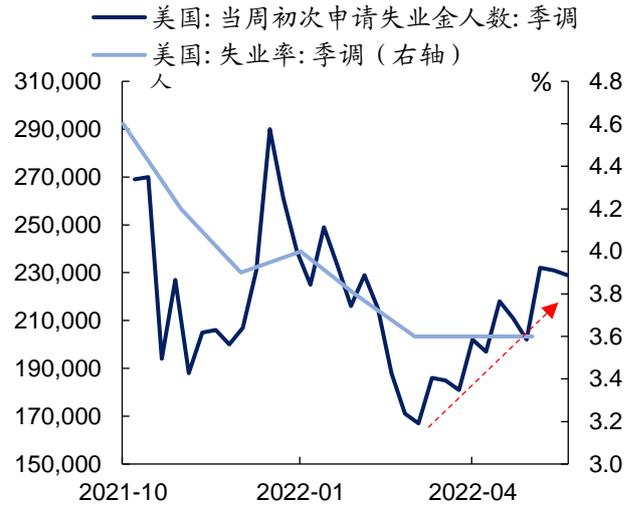
与此同时，4月中旬以来，初次申请失业金人数稳步攀升，或许意味着未来失业率有一定的回升压力，而失业率的上行也被视作为经济衰退的“标志”之一，进而对10年期美债利率产生一定拖累。

图 4: 零售数据环比增速由正转负



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 5: 初次申请失业金人数有所反弹

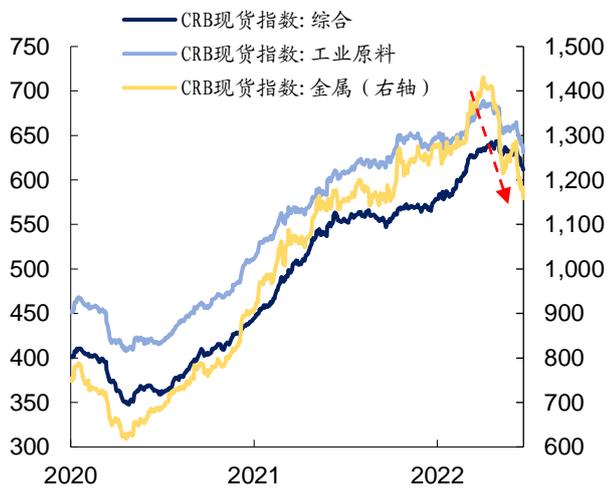


资料来源: Wind、国海证券研究所

2) 价格数据上来看, 大宗商品价格的下滑已经率先反映出上游需求的退坡。其中, 铜金比一直是市场较为关注的指标之一。由于铜在生产制造中运用广泛, 铜金比反映的是剔除了“金融属性”后的铜价, 而美国作为“消费大国”, 因此, 铜金比的走势实则反映了市场对于美国经济增长的预期。

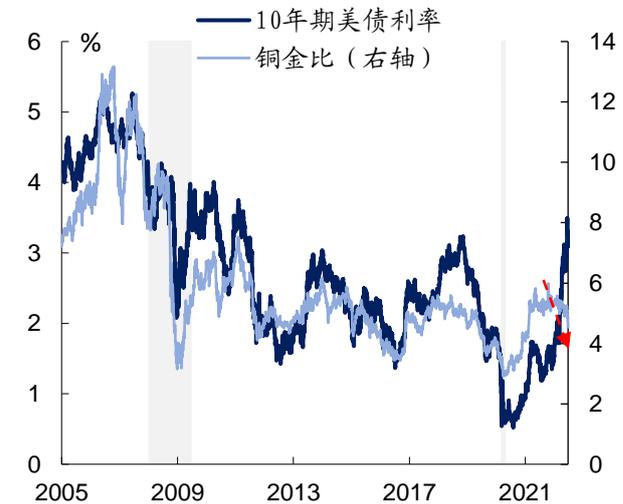
历史上来看, 铜金比与美债利率走势高度相关, 近期铜金比的下行, 意味着美国经济动能的边际衰弱, 进而使得美债利率存在一定的下行压力。

图 6: 主要大宗商品价格出现下滑



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7: 铜金比与美债利率走势高度相关



资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 铜金比=LME 铜现货价格/伦敦金价格; 灰色区域为经济衰退期

2、利率顶是否已现？

显然，自5月份之后，市场再度开始交易衰退，那么这是否意味着本轮美联储加息周期中的美债利率高点已经确认了呢？

我们认为，现在判断利率高点确认为时过早，美债利率仍有继续上行空间。在美联储加息难以软化的格局下，10年期美债利率难以与联邦基金利率形成长时间的深度倒挂。我们判断，本轮10年期美债利率高点可能在2022年四季度出现，顶点或许会重回3.50%上下水平。

接下来，我们将从：1) 历史加息周期中，美债利率拐点出现的时间；2) 当下市场对美债利率的定价水平；3) 美联储是否希望看到利率下行等三大维度展开。

2.1、历史上的加息周期

长端利率的定价，一方面取决于短端利率的绝对水平，另一方面取决于期限利差，而期限利差与市场对经济增长的预期息息相关。

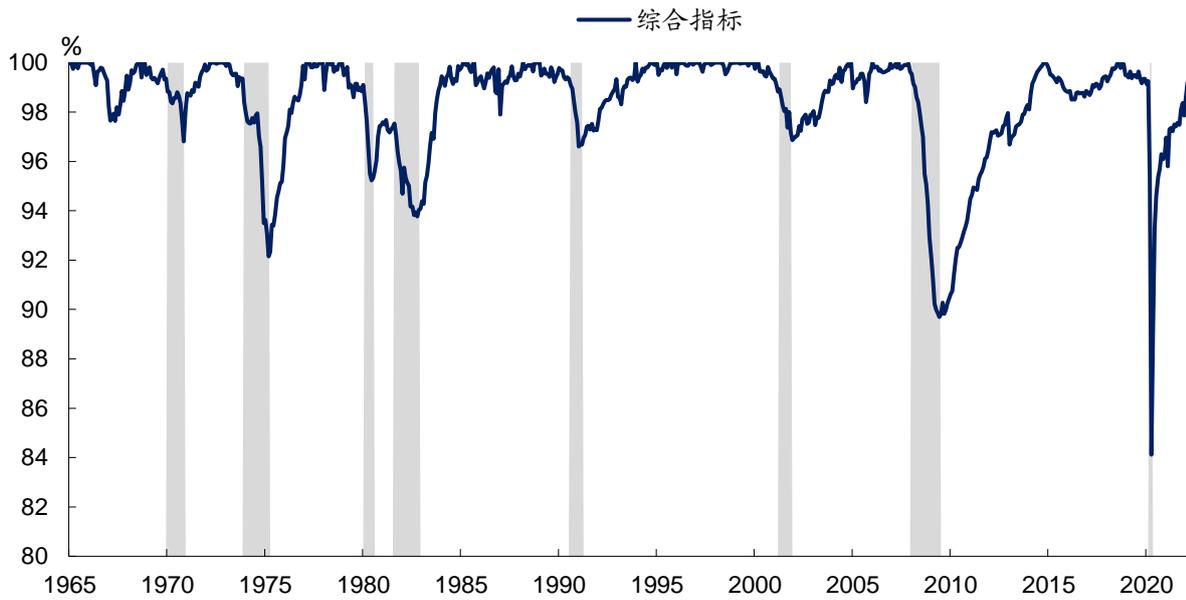
为了研究美联储加息周期中，10年期美债利率的顶部究竟在何时形成，我们深度复盘了1970年以来美联储加息周期中，美债利率拐点与各项经济数据披露时间的关系。

我们主要考量的经济数据有：通胀数据、失业率、以及我们在《美国经济是否出现衰退迹象？》中提到的NBER关注的四大“衰退”指标。**我们认为，从历史角度来看，当下10年期美债利率仍有一定上行空间：**

1) **通过经济“综合指标”对美债利率拐点的判断胜率更高。**回顾历史，我们发现仅通过单一指标较难判断美债利率的拐点，背后的原因在于每一轮经济周期中，市场关注的焦点并不相同。（详细时间节点统计见附录）

然而，通过简单加权NBER关注的四大指标得出的“综合指数”（详细构建方法见《美国经济是否出现衰退迹象？》），其拐点往往领先于美债利率拐点。目前来看，综合指数仍处于上行区间中，拐点尚未确立，**因此我们认为，在美国经济韧性尚存的格局下，美债利率仍有“冲顶”可能性。**

图 8: 综合指标尚未出现“衰退迹象”



资料来源: Wind、国海证券研究所

- 2) 美债利率拐点出现的时间同样重要, 目前判断拐点到来为时过早。历史上来看, 美债利率的拐点, 往往在美联储加息顶部前 1 个季度才会出现, 并且在加息登顶前, 10 年期美债利率与联邦基金利率难以出现大幅倒挂。

根据目前 CME Fed Watch Tool 隐含的美联储加息路径来看, 市场目前的主流预期认为本轮美联储将加息至 2023 年 2 月份, 高点在 3.75% 上下。

我们认为, 由于目前 10 年期美债利率在 3.10% 上下震荡, 而本轮美联储加息较难“软化”, 未来 10 年期美债利率仍有继续上行空间, 难以与联邦基金利率形成长时间、大幅度的倒挂, 高点可能会在 2022 年四季度出现, 顶点或许会重回 3.50% 水平上下。

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_4344

