

美债研究系列之二

宏观专题研究报告

美债收益率，会破“4%”吗？

9月议息会议的落地后，市场对美债利率的关注再度升温。终点利率能到多高，对市场的影响如何？本文分析，可供参考。

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

➤ **一问：年初以来的驱动逻辑？紧缩预期与衰退预期交织，长端利率大幅上行**

年初以来，紧缩预期与衰退预期交织中，10Y 美债收益率在震荡之中大幅上行。1) 年初至 6 月上旬，伴随着加息预期不断上修，美债 10Y 收益率从 1.5%快速上行至 3.5%；2) 6 月中至 7 月，市场衰退担忧阶段性升温，美债 10Y 收益率下行 89bp 至 2.6%；3) 8 月以来，就业与零售数据韧性下，衰退担忧缓和，叠加紧缩预期升温，美债 10Y 收益率再度快速上行至 3.7%。

9 月议息会议落地，市场对美债利率的关注再度升温，观点也有所分化；部分观点认为美债利率远未见顶；部分则认为美债利率已是“穷弩之末”。前者核心逻辑是，紧缩预期继续走强，美联储终点利率大幅上修，将向长端利率传导，带来美债利率的冲高；后者核心逻辑是，9 月通胀预期已下修，紧缩预期或已被充分消化；经济衰退压力上升，或将导致美债利率筑顶回落。

➤ **二问：加息周期的历史启示？市场利率领先政策，顶点高于政策利率终点**

美债收益率的顶点与加息终点利率密切相关；历次加息周期中，10 年期美债收益率的顶点均高于政策利率终点。从历轮加息周期的回溯来看：1) 近 40 年以来，10 年期美债收益率通常领先政策利率 1 个季度左右见顶；2) 10 年期美债利率顶部均高于政策利率的高点，仅 2006 年两者持平；3) 加息周期中，10 年期美债利率的上行幅度至少为政策利率上行幅度的一半。

加息周期中，政策利率的调整多关注通胀的回落；而降息周期的开启更关注就业市场。通常，美联储加息的结束，需要看到 CPI 持续回落近 2 个季度；而降息周期，多开启于最后一次加息半年以后，通常在非农新增就业人数回落至 10-15 万人时发生。此外，过去 6 轮加息周期中，长端美债收益率虽可能与短端收益率倒挂，但多在加息后出现，且倒挂幅度通常不超过 100bp。

➤ **三问：未来美债收益率如何演绎？短期仍将上行，破“4%”几无悬念**

综合基本面、政策面、交易面及历史规律，中短期美债 10Y 利率破“4%”几无悬念。1) 就业市场韧性较强，通胀居高不下，导致美联储加息周期持续及加息幅度远超历史同期；2) 点阵图显示，2022 年底政策利率即将破 4%；3) 美联储 9 月以后的缩表速度翻倍，势必会加剧美债市场的供需矛盾；4) 部分外资对美债的抛售行为，或将进一步推动美债收益率的上行。

美债利率上行过程中，高估值板块或仍延续高波动、港股及 A 股部分板块仍可能受到外部环境压制；人民币贬值压力仍在，但市场冲击或相对有限。

1) 美债利率上行过程中，高估值板块更容易受到冲击；2) 相较 A 股市场，港股市场更易受到外部环境冲击；3) 美元指数或继续走强，人民币贬值压力仍在，但考虑藏汇于民下的资金行为调整等，本轮市场冲击或有限。

风险提示：美联储货币政策收紧不及预期、美国通胀回落超预期

内容目录

一、周度专题：美债收益率，会破“4%”吗？	4
1.1、年初以来的驱动逻辑？紧缩预期与衰退预期交织，长端利率大幅上行	4
1.2、加息周期的历史启示？市场利率领先政策，顶点高于政策利率终点	5
1.3、未来美债收益率如何演绎？短期仍将上行，破“4%”几无悬念	8
二、数据跟踪：发达国家股市普遍下跌，美债收益率上破 3.7%	12
2.1、权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌	12
2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率大幅上行	13
2.3、外汇市场追踪：美元指数走强，美元兑人民币持续升值	14
2.4、大宗商品市场追踪：大宗商品价格涨跌互现	15

图表目录

图表 1：年初以来，美债收益率震荡上行	4
图表 2：全球资本市场受到剧烈冲击	4
图表 3：美联储加息预期与 10Y 美债收益率走势	4
图表 4：近期，经济韧性也是美债再度攀升的原因之一	4
图表 5：美联储议息会议声明对比	5
图表 6：9 月，美联储议息会议点阵图	5
图表 7：密歇根大学通胀预期近期出现回落	5
图表 8：政策利率与 10 年期美债收益率走势	6
图表 9：1984 年以来，10Y 美债收益率多提前见顶	6
图表 10：加息周期中，美债收益率与政策利率的高点	6
图表 11：加息周期中，政策利率、美债利率上行幅度	6
图表 12：美联储政策利率与通胀率走势	6
图表 13：加息结束前，CPI 的回落幅度	6
图表 14：时变的泰勒规则对美联储加息路径拟合更优	7
图表 15：泰勒规则下的终点利率与实际终点利率	7
图表 16：美联储政策利率与失业率走势	7
图表 17：降息多发生在失业率连续回升 1 个季度后	7
图表 18：历史上，央行的调控与人民币汇率走势	8
图表 19：3 个月美债收益率与政策利率走势紧密联系	8
图表 20：加息周期中，10Y 与 3M 期限利率快速收窄	8
图表 21：美国就业市场的“贝弗利奇曲线”明显外移	9
图表 22：本轮美联储加息呈现明显“赶作业式”特征	9
图表 23：点阵图显示加息终点利率 22 年底即将破 4%	9
图表 24：联邦利率期货市场预期的加息路径	9
图表 25：美国就业市场韧性仍在	9
图表 26：美联储持有到期的美债、中长期占比提升	9
图表 27：外资持有的美债结构	10
图表 28：日元对冲成本已高于美日利差	10
图表 29：日元汇率稳定后，美债收益率大幅攀升	10
图表 30：年初以来，主要外资均在减持美债	10
图表 31：美债收益率压制下，高估值板块表现更差	11

图表 32: 外围市场或仍将维持较高的波动率.....	11
图表 33: 企业、居民的二级储备有望形成支撑.....	11
图表 34: 近期, 股债两市外资流出已经放缓.....	11
图表 35: 本周, 发达国家股指悉数下跌.....	12
图表 36: 本周, 新兴市场股指多数下跌.....	12
图表 37: 本周, 美股行业普遍下跌.....	12
图表 38: 本周, 欧元区行业普遍下跌.....	12
图表 39: 本周, 香港市场普遍下跌.....	13
图表 40: 本周, 恒生行业多数下跌.....	13
图表 41: 主要发达国家 10 年期国债收益率普遍上行.....	13
图表 42: 本周, 英美德 10 年期利率上行.....	13
图表 43: 新兴市场国家 10 年期国债收益率多数上行.....	14
图表 44: 本周, 巴西 10 年期国债收益率下行.....	14
图表 45: 本周, 美元指数走强.....	14
图表 46: 本周, 欧元、英镑兑美元贬值.....	14
图表 47: 本周, 主要新兴市场货币兑美元普遍贬值.....	14
图表 48: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔兑美元贬值.....	14
图表 49: 本周, 人民币兑欧元、美元贬值.....	15
图表 50: 本周, 美元兑人民币升值.....	15
图表 51: 本周, 大宗商品价格涨跌互现.....	15
图表 52: 本周, WTI 原油、布伦特原油价格均下跌.....	16
图表 53: 本周, 焦煤价格上涨、动力煤价格下跌.....	16
图表 54: 本周, 铜铝价格共振下跌.....	16
图表 55: 本周, 铜价下跌, 通胀预期小幅下降.....	16
图表 56: 本周, 贵金属价格均下跌.....	16
图表 57: 本周, 金价下跌, 10Y 美债实际收益率上行.....	16

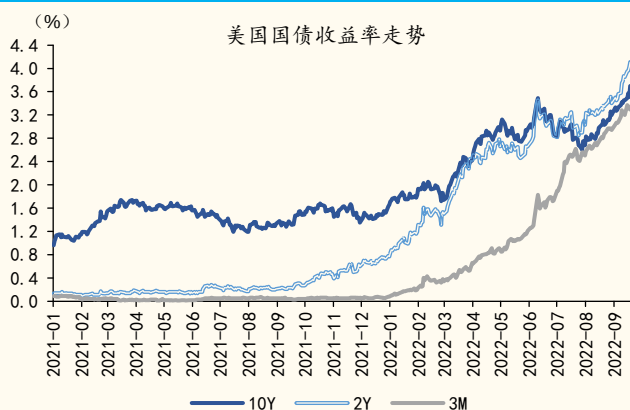
一、周度专题：美债收益率，会破“4%”吗？

9月议息会议的落地后，市场对美债利率的关注再度升温。终点利率能到多高，对市场的影响如何？本文分析，可供参考。

1.1、年初以来的驱动逻辑：紧缩预期与衰退预期交织，长端利率大幅上行

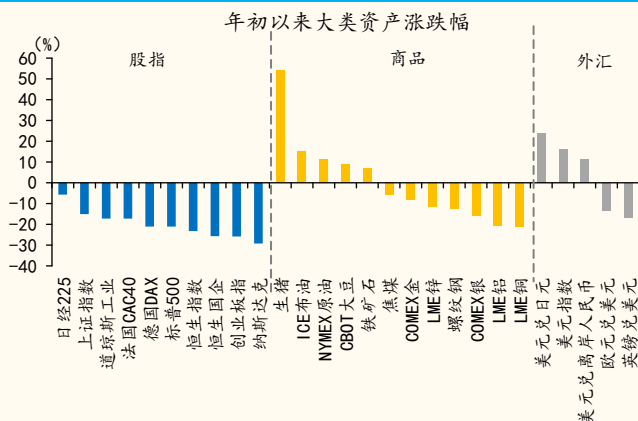
年初以来，美债收益率大幅上行，对资本市场造成了明显扰动。截至9月22日，3个月、2年期和10年期美债收益率较年初分别上行323bp、338bp和218bp，分别录得3.29%、4.11%和3.70%。作为全球资产定价锚的美债收益率大幅上行，对全球资本市场造成了明显扰动：全球股票市场呈现普跌行情，恒生指数、标普500、德国DAX、法国CAC40、上证指数分别下跌23%、21%、23%、17%、17%和15%；美元指数大涨16%至113的近20年新高；LME铜、铝等部分供给未受明显约束的商品，价格也受到了明显压制。

图表1：年初以来，美债收益率震荡上行



来源：Wind，国金证券研究所

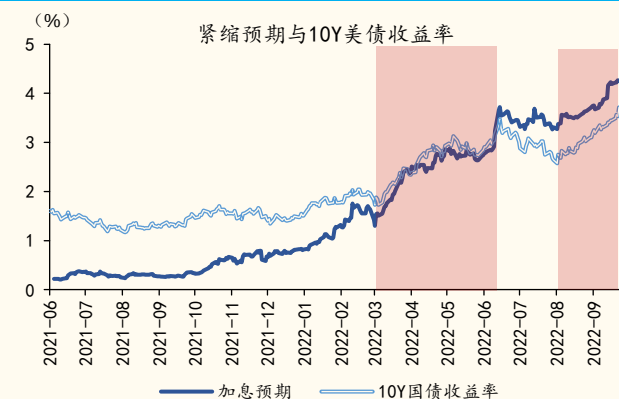
图表2：全球资本市场受到剧烈冲击



来源：Wind，国金证券研究所

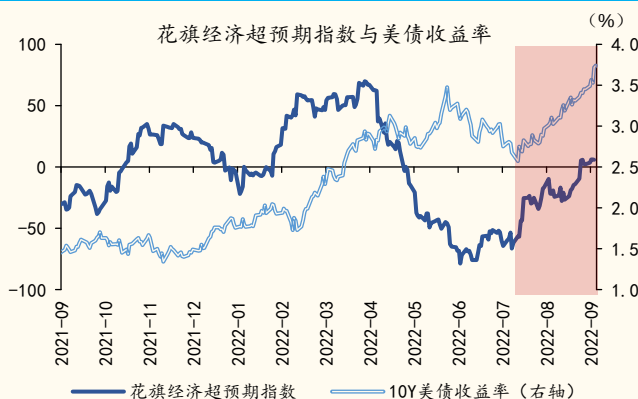
紧缩预期与衰退预期交织中，长端利率上行可分为三个阶段：1)年初至6月上旬，伴随着加息预期不断上修，10Y美债收益率从1.5%上行至3.5%；2)6月中旬至7月底，随着美国PMI等指标的显著回落，衰退担忧升温，美债10Y收益率下行89bp至2.6%；3)8月以来，一方面，就业市场韧性仍在，花旗经济意外指数大幅回升，衰退担忧缓和，期限利差走平；另一方面，8月核心CPI超预期，紧缩预期再度升温，美债再度上至3.7%。

图表3：美联储加息预期与10Y美债收益率走势



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：近期，经济韧性也是美债再度攀升的原因之一



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

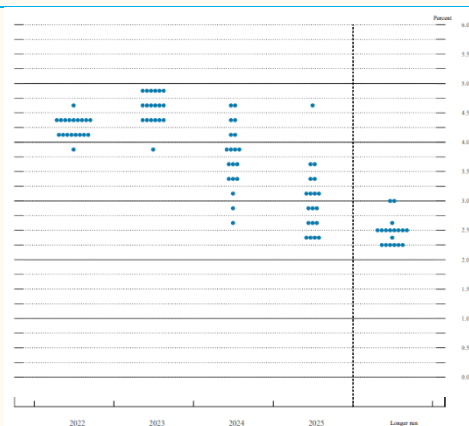
9月联储议息会议落地，市场对美债利率的关注再度升温，市场观点也有所分化；部分观点认为美债利率远未见顶；部分则认为美债收益率已是“穷弩之末”。前者核心逻辑是，紧缩预期继续走强，美联储终点利率大幅上修，将向长端利率传导，带来美债利率的冲高；后者核心逻辑是，9月通胀预期已经下修，紧缩预期或已被充分消化；经济衰退压力上升，或将导致美债利率筑顶回落。

图表 5：美联储议息会议声明对比

美联储议息会议声明对比											
FOMC会议时间	2021/6/17	2021/7/28	2021/9/22	2021/11/3	2021/12/15	2022/1/26	2022/3/16	2022/5/4	2022/6/15	2022/7/27	2022/9/21
FOMC会议决策	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	加息 25BP	加息 50BP	加息 75BP	加息 75BP	加息 75BP
联邦基金利率区间	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0.25%-0.5%	0.75%-1%	1.5%-1.75%	2.25%-2.5%	3%-3.25%
投票结果	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	8:1通过	全票通过	8:1通过	全票通过	全票通过
经济活动	有所增强	取得进展	取得进展	取得实质性进展	继续增强	继续增强	继续增强	有所放缓	似乎有所回升	已现疲态	适度增长
劳动力市场	有所增强	继续增强	继续增强	继续增强	进一步改善	进一步改善	增长强劲	增长强劲	增长强劲	增长强劲	增长强劲
失业率					大幅下降	大幅下降	大幅下降	大幅下降	维持低位	维持低位	维持低位
融资环境	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松					
12个月通胀预期	通胀暂时上升	通胀暂时上升	通胀暂时居高不下	通胀暂时高企，部分行业价格大涨	通胀继续上升	通胀继续上升	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下
近期经济前景评估	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险，包括新毒株带来的风险	依然面临下行风险，包括新毒株带来的风险		俄乌战争、中国疫情将对经济前景带来不确定性	俄乌战争正在拖累全球经济增长	俄乌冲突正在对通胀造成额外上行压力，并拖累全球经济增长	俄乌冲突正在对通胀造成额外上行压力，并拖累全球经济增长
政策立场	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	直接删除	继续加息	继续加息、即将缩表	继续加息、开始缩表	继续加息、继续缩表	继续加息、继续缩表

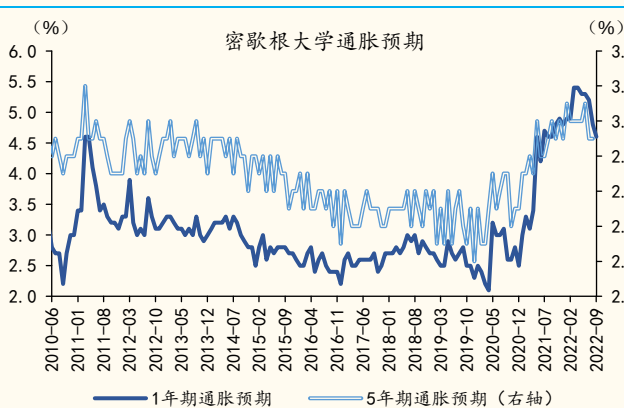
来源：Fed，国金证券研究所

图表 6：9月，美联储议息会议点阵图



来源：Fed，国金证券研究所

图表 7：密歇根大学通胀预期近期出现回落

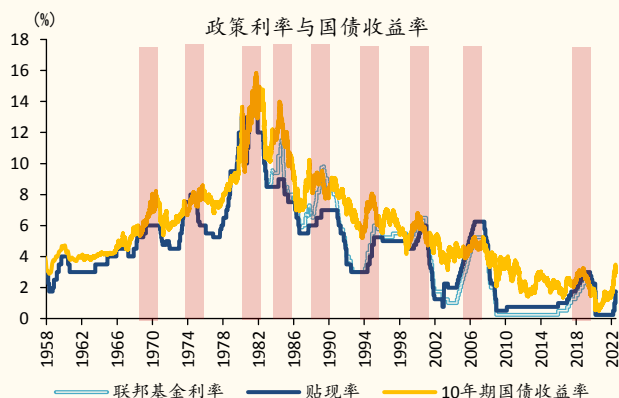


来源：UMich，国金证券研究所

1.2、加息周期的历史启示？市场利率领先政策，顶点高于政策利率终点

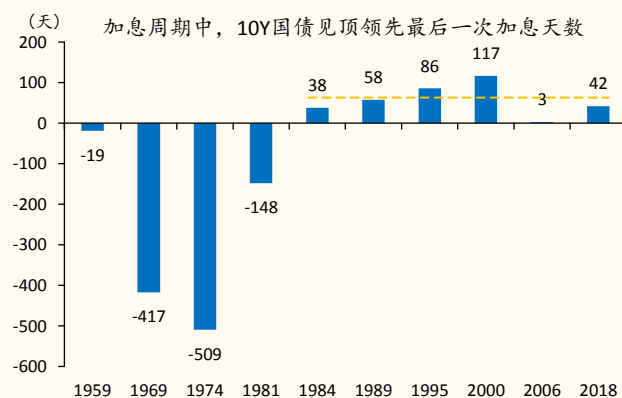
美债收益率的顶点与加息终点利率密切相关；历次加息周期中，美债收益率的高点均会高于政策利率的高点。历史回溯来看，历轮加息周期中：1）在 1982 年以后，美联储将中介目标由数量型目标 M2 增速转向价格型目标货币市场利率后，10 年期美债收益率多领先政策利率约 1 个季度见顶；2）10 年期美债收益率的顶部均高于政策利率的高点，仅 2006 年两者持平；3）加息周期中，10 年期美债收益率的上行幅度至少为政策利率上行幅度的一半。

图表 8：政策利率与 10 年期美债收益率走势



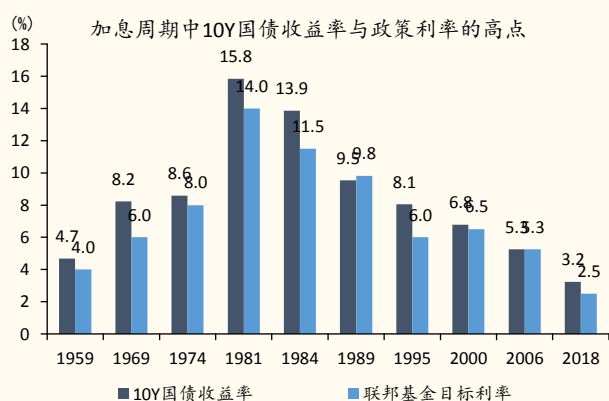
来源：Fred, Wind, 国金证券研究所

图表 9：1984 年以来，10Y 美债收益率多提前见顶



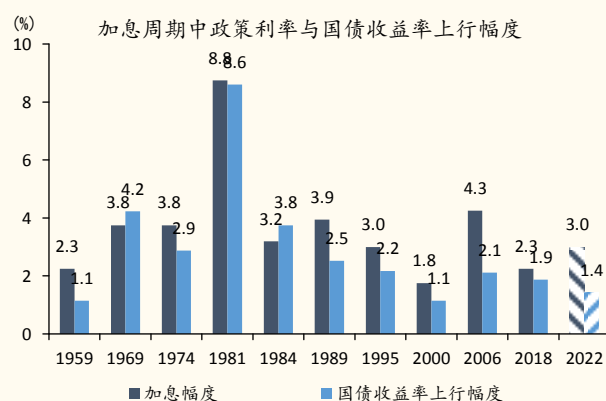
来源：Fred, Wind, 国金证券研究所

图表 10：加息周期中，美债收益率与政策利率的高点



来源：Fred, Wind, 国金证券研究所

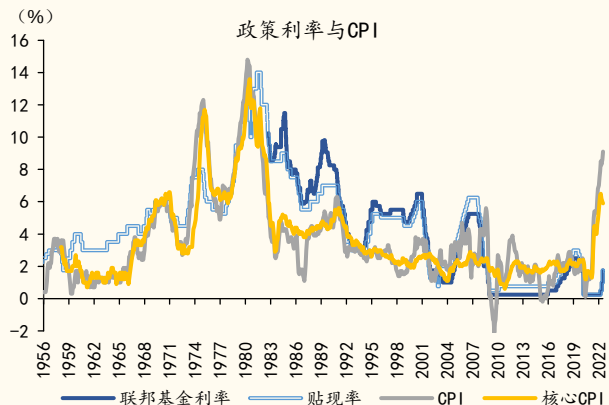
图表 11：加息周期中，政策利率、美债利率上行幅度



来源：Fred, Wind, 国金证券研究所

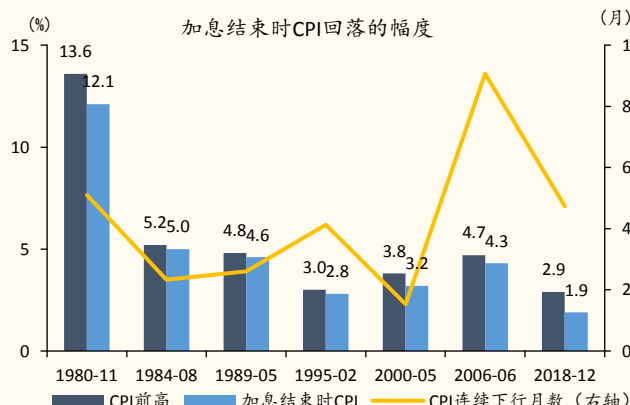
政策利率的调整有着显著的“数据驱动”特征；高通胀环境下，政策调整更关注通胀的表现。1946 年以来，美联储以就业、物价作为最终目标；其政策利率的调整多为“数据驱动”，通常同时关注通胀缺口与失业率缺口，但在高通胀环境下，会给予通胀缺口相对更高的权重¹。时变的泰勒规则可以较好地拟合政策利率的潜在走势。高通胀环境下，美联储加息的结束，通常需要看到 CPI 持续回落 2 个季度左右；加息结束时，联邦基金利率通常与泰勒规则预期值收敛。

图表 12：美联储政策利率与通胀率走势



来源：Fred, Wind, 国金证券研究所

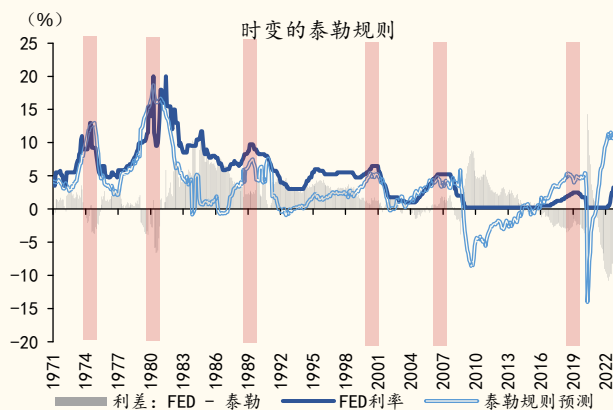
图表 13：加息结束前，CPI 的回落幅度



来源：Fred, Wind, 国金证券研究所

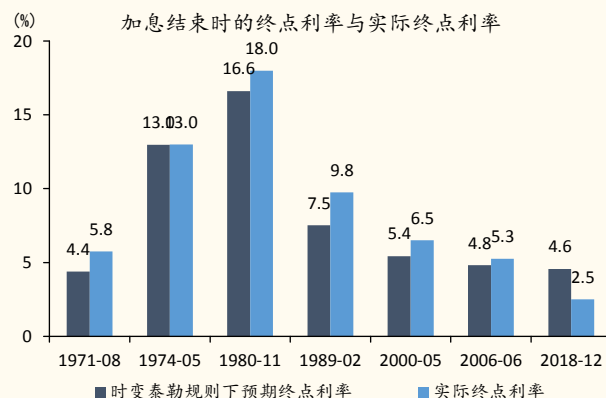
¹ Bauer, Pflueger and Sunderam, 2022.09, PERCEPTIONS ABOUT MONETARY POLICY.

图表 14：时变的泰勒规则对美联储加息路径拟合更优



来源：Bloomberg，国金证券研究所

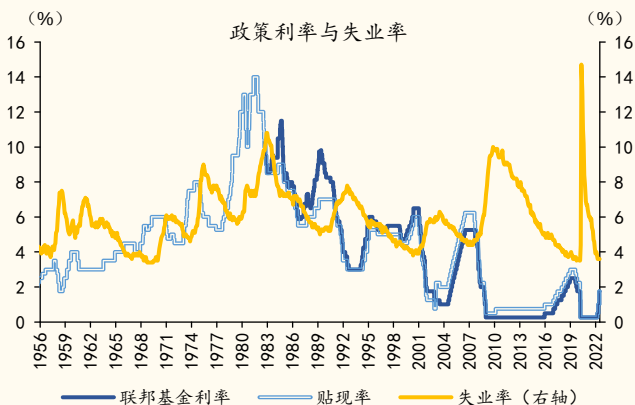
图表 15：泰勒规则下的终点利率与实际终点利率



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

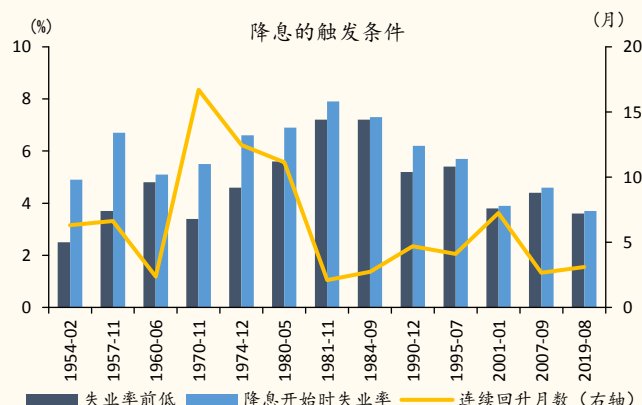
美联储的降息更为关注就业市场的变化，通常在失业率持续回升 1 个季度、0.5 个百分点后，或在非农新增就业人数回落至 10-15 万人时发生。历史回溯来看，美联储降息的开启多呈现如下规律：1) 从加息到降息的政策调整，通常需要经历半年以上的时滞，以避免对市场预期过激的扰动；2) 降息周期的开启，多关注就业市场的指标，通常需要看到失业率连续回升 1 个季度以上，失业率较此前低点上行 0.5 个百分点是美联储降息潜在的触发条件；3) 近 4 轮中，降息周期的开启，均发生在非农新增就业人数回落至 10-15 万人时。

图表 16：美联储政策利率与失业率走势



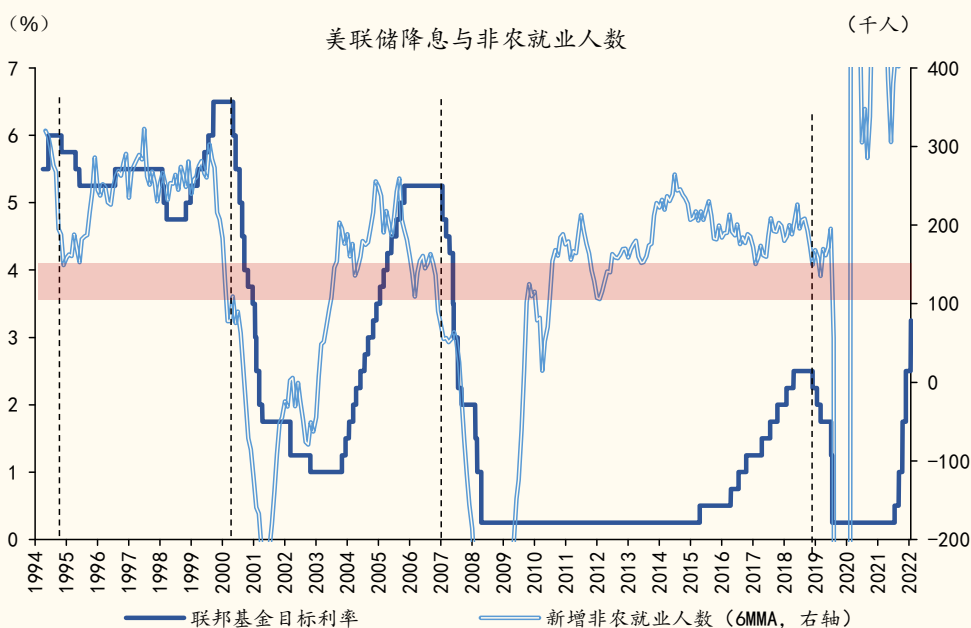
来源：Fred，Wind，国金证券研究所

图表 17：降息多发生在失业率连续回升 1 个季度后



来源：Fred，Wind，国金证券研究所

图表 18: 历史上, 央行的调控与人民币汇率走势

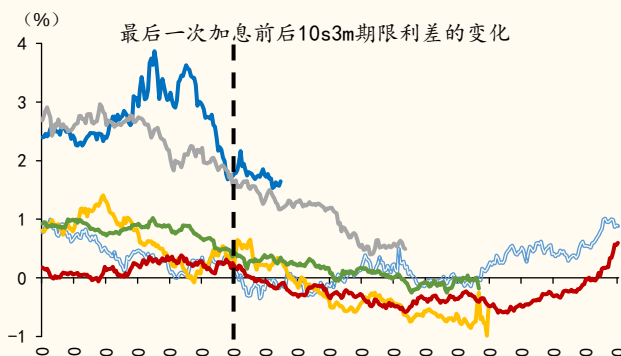
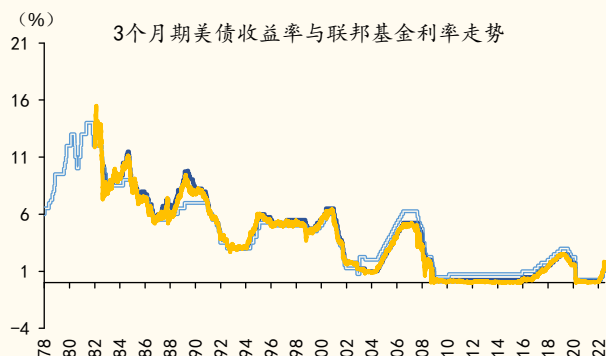


来源: Wind, 国金证券研究所

加息周期中, 短端美债收益率紧跟政策利率变动, 长端美债收益率虽可能与短端倒挂, 但多在加息后出现, 且倒挂幅度不深。1) 1990、2001、2008、2020 年等导致美国经济“硬着陆”的加息周期中, 均出现了 10Y 与 3M 美债收益率期限利差的倒挂, 倒挂时点多发生在加息结束后; 2) 美联储启用联邦基金目标利率以来的 6 轮中, 10Y 与 3M 美债利率期限利差的倒挂, 最深为 100bp 左右。

图表 19: 3 个月美债收益率与政策利率走势紧密联系

图表 20: 加息周期中, 10Y 与 3M 期限利率快速收窄



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_46534

