

四季度美债利率或在 4%

2022 年 10 月 25 日

10 月 21 日，10 年期美债利率一度触及 4.3%，近期高歌猛进的美债利率将何去何从？与市场愈发悲观的观点不同，我们认为四季度 10 年期美债利率的合理中枢在 4% 左右，四季度美债利率大概率维持震荡，进一步上行空间有限。

➤ 先来复盘今年美债利率走势的“一波四折”

要了解美债利率将到哪里去，我们需要先知道它从哪里来。

2022 年美债利率（以 10 年期为代表）走势按驱动因素分类，大致可以分为四个阶段，“紧缩-衰退-宽松-紧缩”。

阶段一，年初至 4 月利率上行，市场交易紧缩。美联储鹰派表态和超预期通胀不断推升加息预期。

阶段二，5 月至 7 月上半月利率下行，市场交易衰退。对美国经济衰退的担忧令美债利率难以维持在高位。

阶段三，7 月下半月至 8 月上半月利率下行，市场交易宽松。随着经济指标走低，市场预期通胀见顶，“美联储紧缩最快阶段已经过去”的观点逐渐流行。

阶段四，8 月下半月至今，紧缩交易重新主导市场。市场之前低估了美国通胀的粘性、美国经济的韧性、以及美联储紧缩的决心。

再来理解最近一轮美债利率快速上行（8 月下半月至今），本质上定价的是对前期宽松预期修正。本轮上行还受到短期扰动，主要是英国养老金事件影响。

➤ 我们预计 4% 可能是四季度 10 年期美债利率的合理中枢

全球债市抛售放缓，通胀趋缓，当下货币紧缩预期也较为充分，我们认为这些条件或将阻止美债利率进一步大幅上行。

首先，英国养老金危机短期内基本被成功解决，美债利率短期上冲因素消除。前英国财长夸腾和前英国首相特拉斯离职，英国央行积极开展对债市干预，英国养老金危机短期内基本得以解决，美债利率上冲的短期因素消除。

第二，美国通胀 4 季度同比增速大概率回落，在通胀回落的宏观背景下，美债利率易跌难涨。当前美国工资增速出现短期见顶迹象，美国通胀增速有望随之回落。进入 4 季度后，美国总体和核心 CPI 同比增速将迎来高基数，通胀大概率回落。

最后，市场对美联储的加息预期已经非常充分，短期内加息路径难以大幅上修。当前市场有两种预期，一种预期 12 月美联储加息 75BP，另一种预期加息 50BP，两种预期的概率相差不多。4 季度美国通胀回落势头下，我们认为 12 月会议加息 50BP 概率更大。通过对比美国 OIS 曲线变化，我们认为投资者对终点利率的高度以及持续时间，预期非常充分。

➤ 美债利率真正的拐点可能落在 2023 年 1 季度

美债利率的下一个拐点在哪？我们认为可能会在 2023 年 1 季度出现。本质上是因为美国通胀增速的持续性或将在 2023 年 1 季度得到验证。

美国通胀问题的主要矛盾是核心通胀，而美国核心的通胀矛盾在租金。**从工资增速和市场租金对美国 CPI 租金分项的领先性观察，美国租金通胀的持续性将在 2023 年 1 季度迎来验证时刻。**

无论租金通胀如何演变，2022 年 4 季度可能都会是紧缩预期短暂的“喘息期”。随着美债利率走势偏震荡，以美股为首的风险资产的表现大概率会优于三季度。

➤ 风险提示：海外地缘政治风险；对美联储货币政策理解不到位；美国通胀失控风险；海外官方机构对市场干预。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 9 月经济数据点评：如何理解 9 月出口和经济数据-2022/10/24
2. 全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23
3. 月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20
4. 宏观专题研究：专项债提前下达的五问五答-2022/10/19
5. 二十大报告点评：二十大报告的五个关键词-2022/10/16

目录

1 简单复盘 2022 年美债利率走势	3
2 4%可能是 4 季度 10 年期美债利率的合理中枢	5
3 美债利率未来可能的拐点在 2023 年 1 季度	8
4 风险提示	9
插图目录	10

1 简单复盘 2022 年美债利率走势

回顾 2022 年美债利率（以 10 年期为代表）的走势，大致可以分为四个阶段“紧缩-衰退-宽松-紧缩”。

阶段一，2022 年初至 2022 年 4 月主要体现为紧缩交易。

这段时间里，市场的紧缩情绪主要受三个因素驱动。

一是 1 月初公布的美联储 2021 年 12 月会议纪要罕见地提及了缩表内容，点燃了市场的紧缩情绪。因为美联储一直以来的指引是“缩表在加息之后”，缩表开启时间超预期，同样意味着加息开始时间超预期。

二是美国通胀数据超预期。1 月份和 3 月份的美联储 CPI 同比增速均超过市场预期，同样推升了加息预期。

三是俄乌冲突后，大宗商品价格快速上涨。市场开始定价俄乌冲突对通胀的拉动作用，推动利率上行。

阶段二，2022 年 5 月至 2022 年 7 月上半月主要体现为衰退交易。

在第二阶段，美国超预期通胀和疲软的经济数据相交织，美债利率震荡偏上行。

4 月和 5 月美国 CPI 同比增速继续超市场预期。每一次通胀数据公布后，都会加强市场的紧缩情绪。但是，美国 PMI 和消费者信心指数等软指标在 2 季度连续下挫，4 月末公布的美国 1 季度 GDP 也录得负增长，市场对美国经济衰退的担忧愈演愈烈。

在衰退交易的影响下，美债利率因为超预期通胀的冲高难以持续，6 月份 10 年期美债利率一度触及 3.5%，但很快回落至 3% 附近。

阶段三，2022 年 7 月下半月至 2022 年 8 月上半月主要体现为宽松交易。

自 7 月下半月开始，海外市场演绎了“衰退中后期”典型的宽松交易特征。背后主要的原因有三个，

一是以汽油为首的大宗商品价格开始回落，市场预期美国通胀见顶；

二是在 7 月议息会议上，鲍威尔表示将在未来“某个时点放缓加息步伐”，鸽派态度较强；

三是美国二季度 GDP 环比折年率录得-0.9%，美国进入“技术性衰退”。

随着经济指标走低，以及市场预期通胀见顶，“美联储紧缩最快的阶段已经过去”的观点逐渐流行。7 月下旬市场逐渐从衰退交易演变至“宽松交易”。这种情况下，美债利率与美元指数一同下跌，美股则迎来反弹。

阶段四，2022 年 8 月下半月至今，紧缩交易重新主导市场。

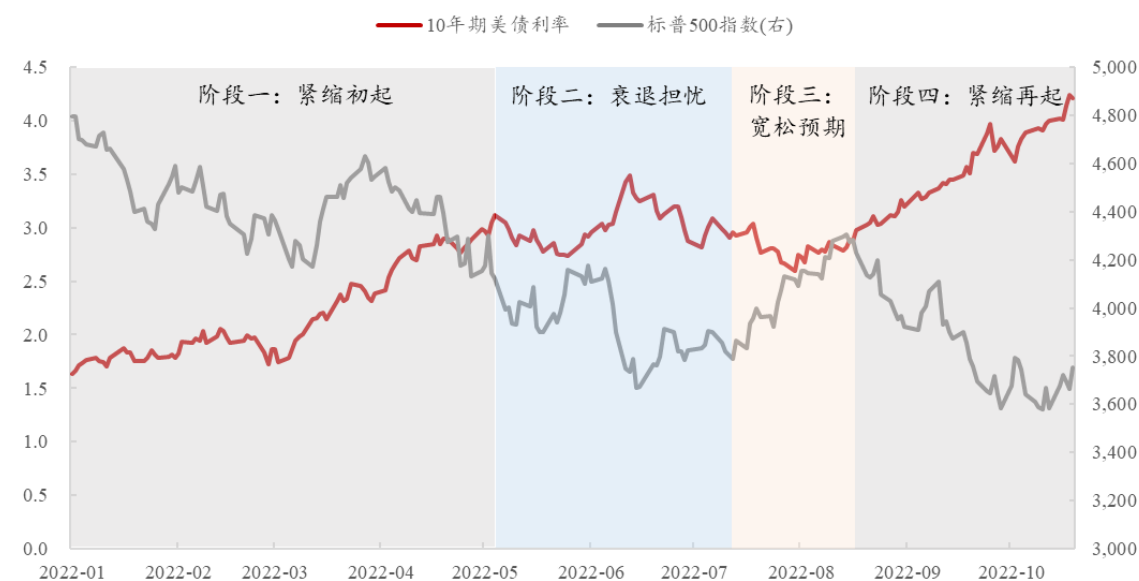
8 月以来紧缩交易的原因可以大致总结为三个“低估”。

一是市场低估了美国通胀的粘性，虽然能源价格的下降确实带动了美国总体 CPI 同比增速的回落，但在 3 季度，工资增速和租金通胀推动美国核心 CPI 同比增速反弹。

二是市场低估了美国经济的韧性，截至 10 月 24 日，亚特兰大联储 GDP Now 模型预测美国 3 季度 GDP 环比折年率为 2.9%。

三是市场低估了美联储紧缩的决心，而鲍威尔在 Jackson Hole 央行年会上的发言打破了投资者诸如“失业率上升美联储就会转向”、“因为中期选举，美联储将迫于政治压力转向宽松”等预期。

图1：海外市场 2022 年“一波四折”（左：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4%可能是4季度10年期美债利率的合理中枢

8月份以来，美债利率一路上行，10年期美债利率在10月21日甚至一度突破4.3%。与市场相对悲观的观点不同，我们认为4季度10年期美债利率的合理中枢在4%左右。也就是说，进一步上升的空间已经比较有限。

全球债市抛售的放缓、趋缓的通胀环境、以及充分的货币紧缩预期是美债利率难以继续上冲的主要原因。

首先，英国养老金危机短期内基本被成功解决，美债利率短期上冲因素消除。

英国前财政部长夸腾在9月23日公布了《2022增长计划》，这被称作英国在1972年以来公布的最激进的减税方案。

宽松的财政政策带来了两个后果，一是财政赤字增加需要英国财政部发行更多的国债进行融资，给债市带来供给冲击；二是财政宽松或将带来更大的通胀压力。这与英国央行加息抗通胀，以及主动卖出英国国债进行缩表的政策背道而驰。

减税计划公布后，受加息预期和国债供给增加的影响，英国国债利率快速上升。

9月23日-28日四个交易日内，10年期英债利率便上行了49BP。因为英国养老金资产端持有大量的利率衍生品头寸，利率上行使得衍生品价值下降，养老金需要补缴大量的保证金。因为利率上行幅度巨大，养老金需要补缴的保证金规模同样巨大，它们不得不抛售英国国债去筹措资金。债券抛售又让利率进一步上行，需要补缴的保证金随即增加，因而英国养老金的保证金问题陷入了“死亡循环”。

为了防止英国养老金危机的进一步发酵，9月28日英国央行宣布将实施暂时性的购债计划，并在10月11日扩大了购债范围和规模。同时，为了避免缩表对债市产生不必要的冲击，英国央行还宣布将长端国债排除在未来的缩表计划之外（养老金主要持有的是长端国债）。另一方面，前英国财政部长夸腾和英国首相特拉斯均在近期宣布辞职，新任财政部长亨特则宣布取消大部分的减税措施。

在英国货币和财政政策的“协同”下，英国养老金危机短期内基本得以解决。截至10月20日，10年期英国国债利率已经回落至3.96%。由于发达国家债券市场的联动比较紧密，英债利率的回落同样会拖累美债利率，美债利率短期上冲的因素被消除。

图2：英国养老金危机短期基本解决（左：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：英国通胀问题严重（单位：%）



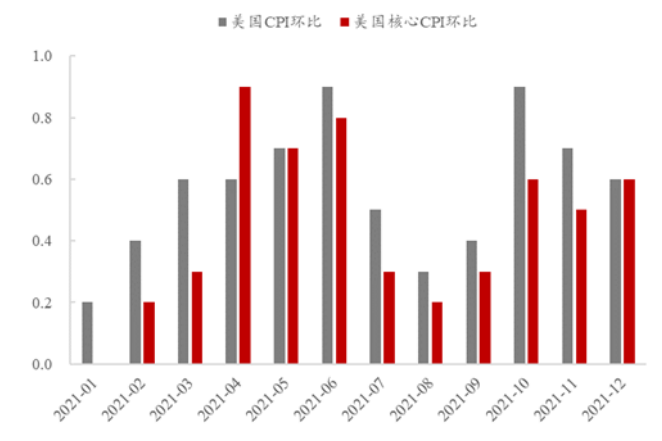
资料来源：Wind，民生证券研究院

美国无论是总体 CPI 还是核心 CPI，4 季度同比增速均大概率回落。在通胀回落的宏观背景下，美债利率易跌难涨。

在基数效应的带动下，美国通胀增速在 4 季度回落是大概率事件。可以看到，2021 年美国通胀环比增速的节奏比较明显，呈现“二季度高-三季度低-四季度高”的特征。因此，3 季度核心 CPI 同比从 6 月 5.9%上行至 9 月 6.6%的一大重要原因是低基数。进入 4 季度，美国将重新迎来通胀高基数，因此总体 CPI 和核心 CPI 同比增速回落是大概率事件。

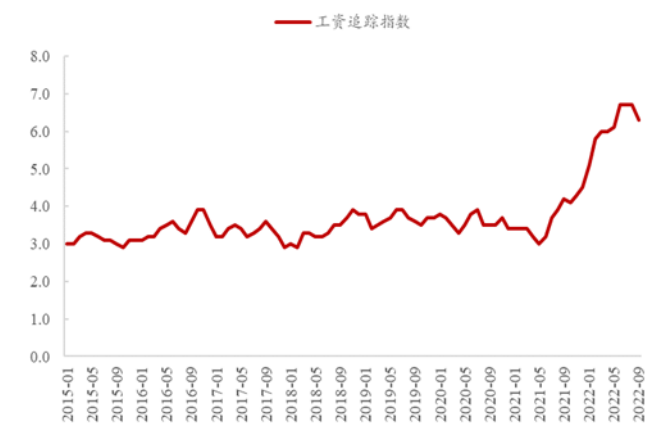
美国工资增速出现短期见顶迹象，助力美国通胀增速回落。美国亚特兰大联储编制的工资追踪指数同比增速（3 月平均）在 2022 年 9 月出现了回落。这意味着，在 2022 年 3 月份美国职位空缺见顶后，美国的工资增速终于出现了回落的曙光。虽然说，美国劳动力市场供需失衡的问题并未得到解决，这或意味着未来工资增速中枢偏高。但短期内，美国工资增速的回落或将带动通胀增速的回落。

图4：美国 CPI4 季度基数效应回落（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：美国工资增速出现短期见顶迹象（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

最后，市场对美联储的加息预期已经非常充分，短期内加息路径难以大幅上修。

对于未来加息路径的预期，我们可以从“近端加息幅度-终点利率-终点利率持续时间”三个维度分析。

联邦基金期货对近端加息幅度和终点利率的定价已经非常充分。

截至 2022 年 10 月 24 日，联邦基金期货定价 11 月会议加息 75BP，12 月加息 75BP 的概率和加息 50BP 大致相当。

在 4 季度美国通胀的回落势头下，只要通胀增速不大幅超过预期，我们认为 12 月会议加息 50BP 的概率更大。

另一方面，当前美国通胀问题的主要矛盾在于核心通胀中枢的抬升。这意味着，对于未来美联储的货币政策，判断终点利率的持续时间比终点利率的高度更加关键。**当前 5%左右的终点利率预期已经比较充分。**

当前美国 OIS 曲线形状表示市场对终点利率持续时间的交易同样充分。

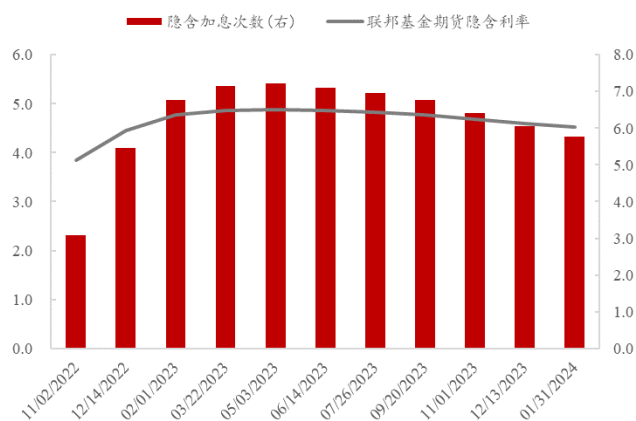
通过比较 10 月 24 日和 10 月 17 日（10 年期美债利率为 4.02%）的 OIS 曲线，我们发现

两条曲线的差距集中在两个部分。一是近端的利率（2个月以内），一个是较远端的利率（5年及以上）。这意味着，当前的利率曲线和一周前的分歧在于12月会议的加息幅度（约2个月），和5年后的利率预期。而最为关键的3个月到2年期部分（2023-2024年的利率预期）则基本没有分歧。很明显，市场对于5年后美联储货币政策的判断并没有准确性，这部分利率的分歧更多和市场上其他的供需因素相关。**因此，我们认为市场对终点利率持续时间的定价也已经相当充分。**

综上，美债利率短期冲高因素（英国养老金危机导致的债券抛售）基本消除。同时，因为4季度美国通胀趋向回落，且当前利率市场对美联储未来的加息预期已经非常充分，我们认为在4季度市场难以对加息路径预期进行大幅上修。

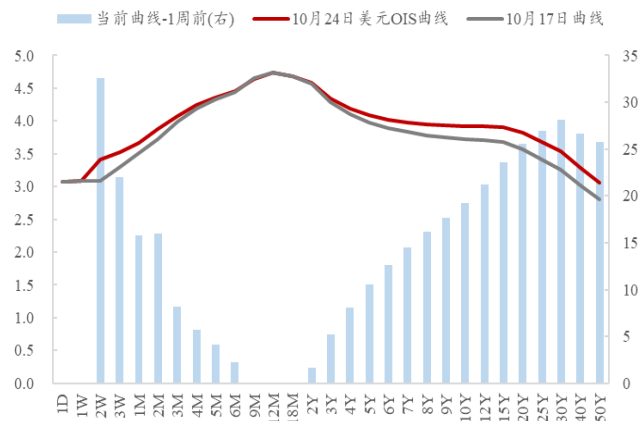
这种情况下，我们判断4季度10年期美债利率的合理中枢在4%左右。

图6：联邦基金期货隐含加息预期充分（左：%，右：次）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图7：OIS 曲线分歧在近端和较远端（左：%，右：BP）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

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_47774



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn