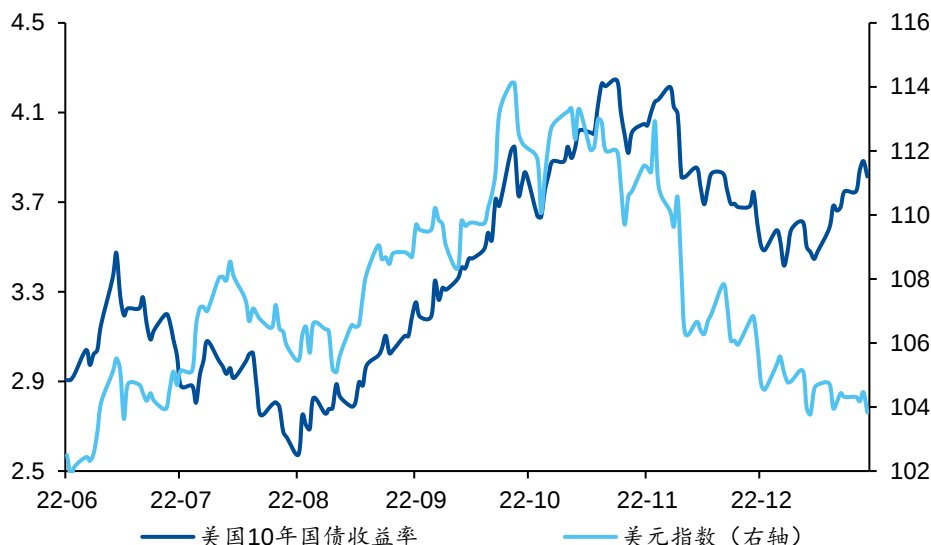




美元为何与 10 年美债“脱钩”？

美元与 10 年美债“脱钩”



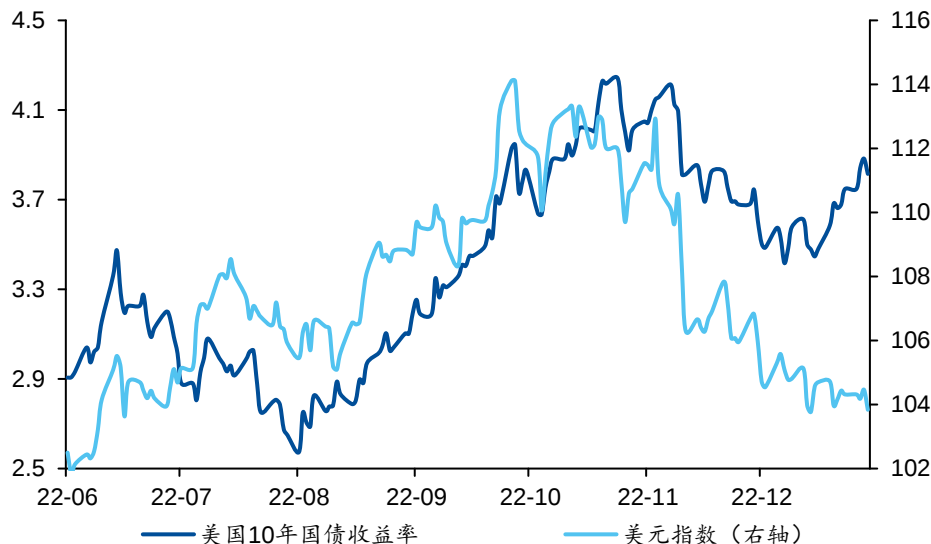
数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- **美元与 10 年美债利率出现“脱钩”。**从 11 月份开始，此前与 10 年美债收益率“亦步亦趋”的美元指数开始走出“独立行情”——美元指数在过去的两个月中跌势明显大于 10 年美债收益率的下行幅度。
- **利率的上行主要在长端，而非短端。**如果考察 2 年和 10 年美债利率的利差，我们会发现从本月中以来，2 年美债利率几乎没有太大变化，由此带来了 2-10 年利率曲线的“陡峭化”。
- **导致美债 10 年利率上行的真正因素来自于“外因”。**首先是日本央行“超预期”调整 YCC 政策，这导致市场加码了来年日本央行进一步推动货币政策正常化的下注。与此同时，中国经济展望的明显改善也推动了美债长端利率的上行。
- **美债的“陡峭化”仍会温和持续。**由于短端利率受到货币政策影响，而美联储大概率会在加息至 5% 后进入政策观察期，因此 2 年美债利率上行动力并不充足。对于 10 年美债而言，其上行的幅度仍然受到中国、日本以及欧洲这几个外部因素的影响，这几个因素在可预见的未来内仍然会在市场中发酵。
- **美元仍将保持弱势。**我们认为欧元会回升至 1.10 一线，对应日元在 125 附近。人民币则继续保持温和走升态势，6.90 不会成为短期的阻碍。

美元与 10 年美债“脱钩”

从 11 月份开始，此前与 10 年美债收益率“亦步亦趋”的美元指数开始走出“独立行情”——美元指数在过去的两个月中跌势明显大于 10 年美债收益率的下行幅度。如果说两者在过去两个月的趋势仍然是大体类似的，但从本月中以来，10 年美债收益率出现了大约 40 个基点的上行，但美元指数仍然持续走弱，这背后的原因值得关注。

图 1：美元指数与 10 年美债收益率出现“脱钩”



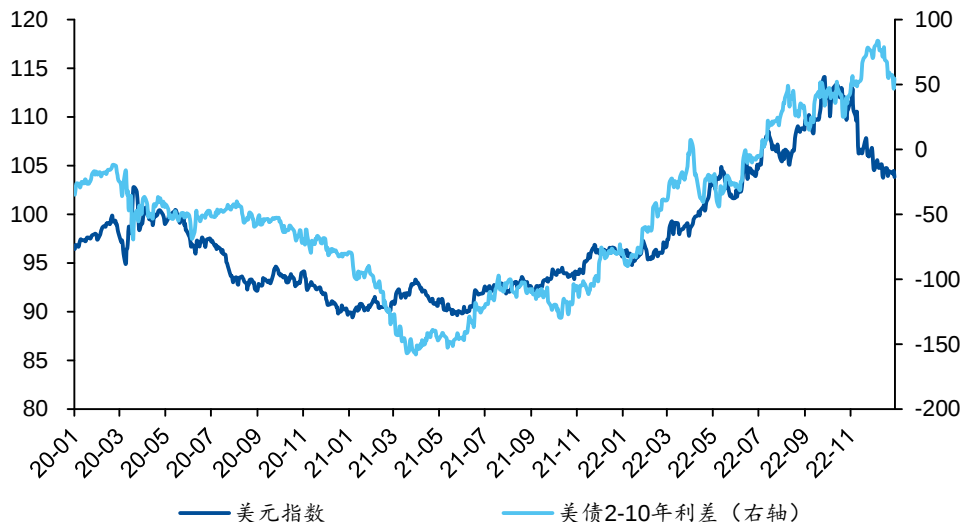
数据来源：Choice, 国泰君安国际

“背离”因素在“外”

在我们看来，美元与 10 年美债背离，主要是两个原因造成：

首先，利率的上行主要在长端，而非短端。如果单纯考察 10 年美债收益率，我们看到了明显的上行。但如果考察 2 年和 10 年美债利率的利差，我们会发现从本月中以来，2 年美债利率几乎没有太大变化，由此带来了 2-10 年利率曲线的“陡峭化”。

图 2：美元指数意味着利率曲线进一步“陡峭化”？



数据来源：Choice, 国泰君安国际

从今年以来的表现来看，美元指数与美债的 2-10 年利差有着较高的相关性。总体而言，由于长端利率上行速度不如短端，我们看到了美债收益率曲线的“倒挂”，这在一定程度上意味着市场认为美国经济存在“衰退”可能，而美元作为避险货币吸引了资本的流入，同时美联储加息也明显快于其他经济体，这也提升了美元的吸引力。

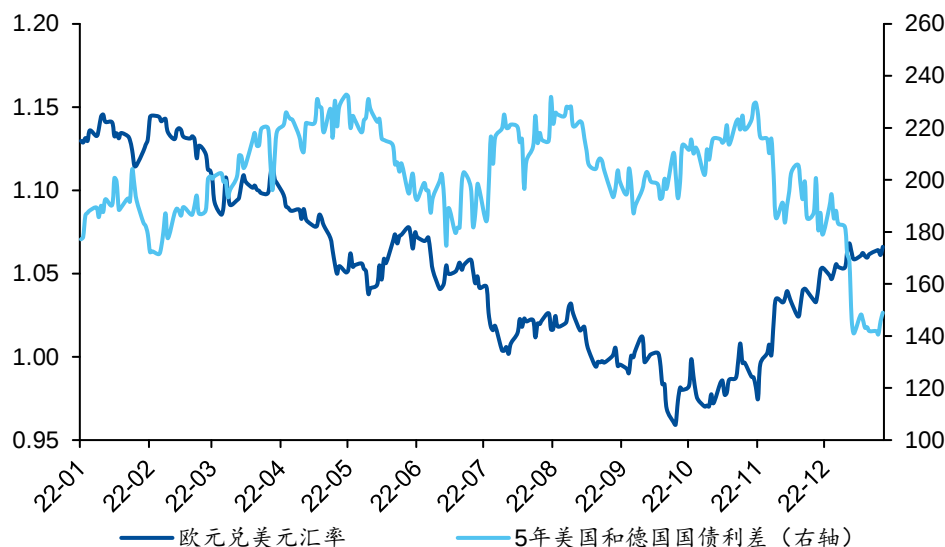
但近期 2 年美债收益率不再上行，在很大程度上意味着市场预期美联储的加息已经进入“尾声”。目前的普遍预期是美联储会加息至 5-5.25% 附近，并大概率在未来的 2 次会议中完成。由于美国通胀表现也处于下行通道中，市场的预期目前看来是相对合理的。

第二，导致美债 10 年利率上行的真正因素来自于“外因”。近期有两个因素导致了美债中长期利率的上行，首先是日本央行“超预期”调整 YCC 政策，这导致市场加码了来年日本央行进一步推动货币政策正常化的下注。由于日本长期实施负利率政策，并在本轮发达国家的加息进程中处于“后段班”，未来日本央行一旦加速加息，则可能海外资金回流日本国内，而这意味着资金可能会流出美债。从美债整体收益率曲线来看，长端利率水平较低，成为了资金首先选择抛售的对象。技术上而言，日本央行的 YCC 政策的目标工具是日本的 10 年国债收益率，由于长期的宽松政策导致了日本 10 年国债利率畸低。而一旦日本进行货币政策正常化，10 年国债利率大概率出现快速上行，对应而言，10 年期美债受到的压力也会更大。

与此同时，中国经济展望的明显改善也推动了美债长端利率的上行。从利率本身的运行而言，长端利率更容易受到经济预期的改善而出现上行，而近期中国疫情管控政策放松后，中国以及全球的经济展望都受到了提振，这也带来了预期改善并推动了美债利率曲线的陡峭化。

第三，欧洲的货币政策紧缩也慢于美联储，这导致了欧洲中长期利率的上行幅度快于美国，也带来了欧美利差的收窄。在这个过程中，欧元也出现了明显的升值，加上日本央行收紧货币政策的预期强化，日元也随之升值，最终带来了美元的走弱。

图 3：欧美利差收窄推升欧元



数据来源：Bloomberg，国泰君安国际

美元弱势仍将持续

美债的“陡峭化”仍会温和持续。由于短端利率受到货币政策影响，而美联储大概率会在加息至5%后进入政策观察期，因此2年美债利率上行动力并不充足。对于10年美债而言，其上行的幅度仍然受到中国、日本以及欧洲这几个外部因素的影响，正像我们上面提到的，这几个因素在可预见的未来内仍然会在市场中发酵。但与此同时，受到美国经济“衰退”预期的影响，10年美债的上行速率会受到一定的抑制。短期而言，对于利率曲线陡峭化的最大敌人是“滞胀”，但由于美国通胀率大概率会较快下行，因此“滞胀”交易很难在短期内卷土重来。

美元走弱仍将持续。美元走弱的主要因素是“外因”，而非“内因”。而这几个“外因”短期内很难被证伪，尤其是日本央行将在1月中召开货币政策会议，市场很难在此前降低对日本加速收紧的预期。如果日本央行超预期“放鸽”，那么市场可能会出现一定的美元多头回补，否则美元的走弱态势仍将持续。我们认为欧元会回升至1.10一线，对应日元在125附近。人民币则继续保持温和走升态势，6.90不会成为短期的阻碍。

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_50791

