



# 王汉锋：美债利率急跌，或许另有原因



文/新浪财经意见领袖专栏作家 王汉锋、李昭、杨晓卿

6 月份 FOMC 会议之后，美国长端利率急跌，首先反映投资者通胀预期回落，增长忧虑加深，以及对美联储宽松政策退出的疑虑。与此同时，美债市场动荡可能受交易层面因素影响较大，利率急跌可能夸大了市场对经济与政策的悲观预期。

我们把最近美债利率急跌分为 3 个阶段，剖析每个阶段的交易因素：

第一阶段（6/16-6/19）：曲线增陡交易平仓导致长端利率下跌； 第二阶段（6/26-6/30）：季度末机构调仓维持利率下行动能； 第三阶段（7/6-7/8）：市场流动性不足叠加平仓余波未平，触发凸性对冲与 Gamma 对冲。

我们的分析显示，通过美债利率变动反推市场预期，可能被交易因素误导。美债长端利率可能在下半年再次上行，海外流动性扩张放缓，或对海外债券和股票造成压力。与之对比，国内流动性边际宽松，可能为中国债券与成长股创造新的机会。综合流动性与经济基本面信息，我们对下半年全球大类资产表现排序为：海外股票 > 中国债券 > 全球商品 > 中国股票 > 黄金 > 海外债券。



## 正文

### 美债利率急跌，或许另有原因

我们认为 6 月份 FOMC 会议是海外流动性边际收紧的一个重要事件。美联储 6 月份散点图中位数预测 2023 年加息 2 次，超出市场预期，表示美联储内部已对通胀与政策退出节奏产生分歧，存在 Taper 和加息日程提前的风险。7 月 7 日发布的 FOMC 会议纪要也显示美联储已经开始讨论政策退出。虽然目前全球流动性仍然过剩，但考虑到海外风险资产的高估值，流动性的边际变化可能对资产价格造成扰动。

颇为意外的是，美债长端利率在会议后急速下行，十年期国债利率三周内累计下降近 30 个基点，7 月 8 日降至 1.25%，为 2 月份以来最低水平。市场上的流行观点认为，美债利率急跌反映了投资者通胀预期的回落、

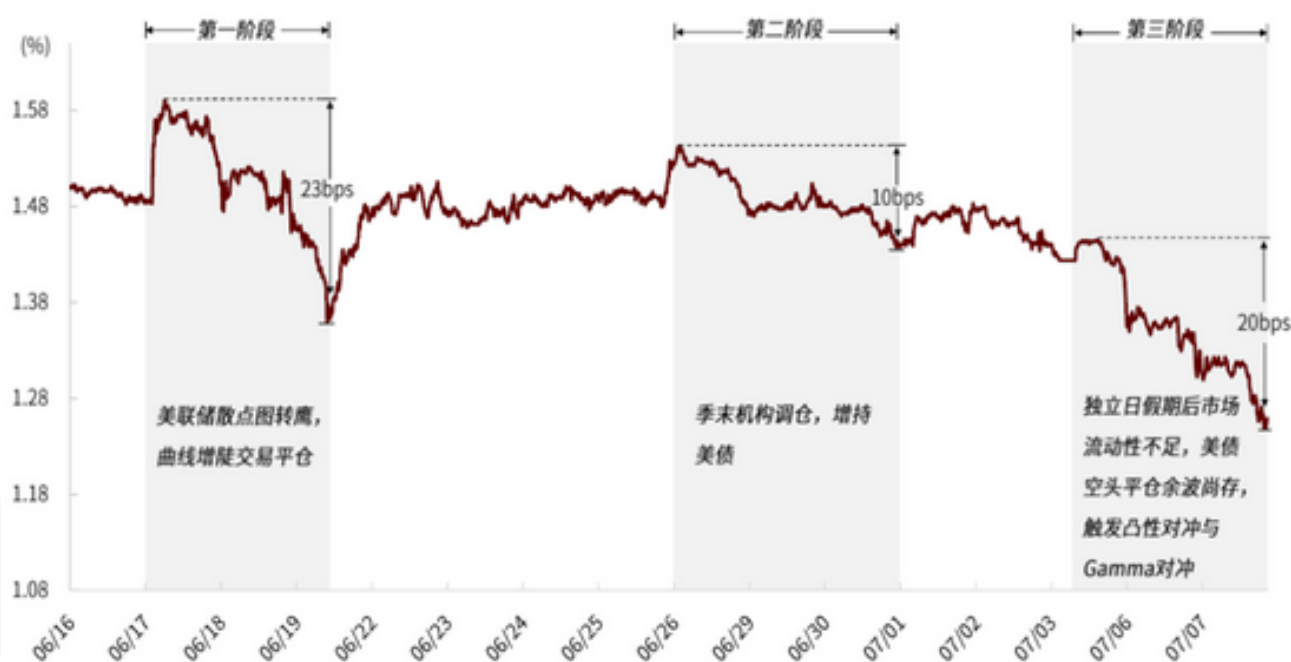


对增长前景的担忧，以及对美联储宽松政策退出的疑虑。我们认为市场预期调整确实可以解释美债利率的变动方向，这方面讨论已经较多，本篇报告不再赘述。从利率变化幅度出发，我们认为最近美债市场动荡可能受交易层面因素影响较大，利率急跌可能夸大了市场对经济与政策的悲观预期。

下面我们详细解释美债市场动荡背后的技术调整细节。

FOMC 会议以来，十年期美债利率下跌大概分为三个阶段：1) 第一阶段 (6/16-6/19)：美联储 FOMC 会后，利率下行 23 个基点；2) 第二阶段 (6/26-6/30)：利率下行 10 个基点；3) 第三阶段 (7/6-7/8)：利率下行 20 个基点。我们发现不同阶段技术层面主导因素也有所不同：

图表：美债十年期国债利率急跌的三个阶段与市场交易主导因素

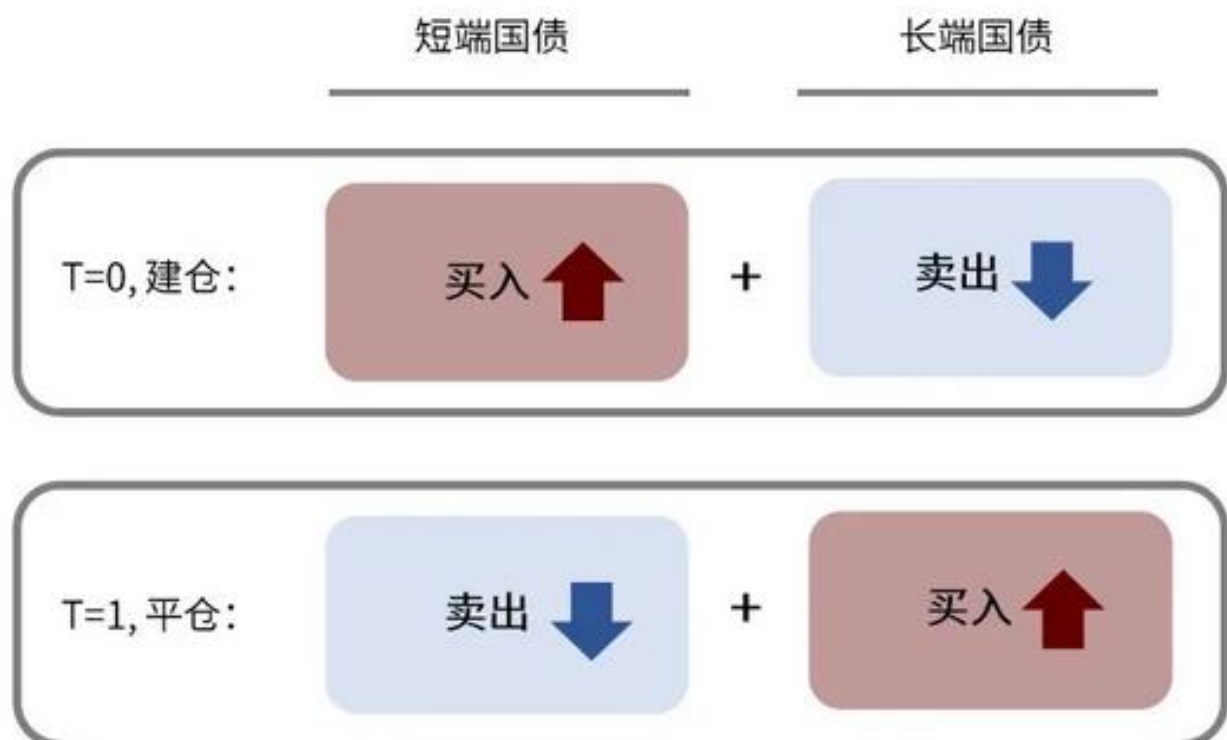


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

## 第一阶段 (6/16-6/19): 曲线增陡交易平仓导致长端利率下跌

我们认为第一阶段的长端利率变动主要由市场交易层面因素引发。2021 年市场流行的做空美国国债方式是曲线增陡交易 (Curve Steepener Trade), 具体操作方式为做空长端利率, 同时做多短端利率。与直接做空长端利率相比, 采用曲线交易可以部分对冲风险并且节约交易成本。但美联储 FOMC 散点图释放的加息提速信号导致短端利率快速上行, 曲线增陡交易的短端仓位亏损严重, 部分投资者被迫将长端和短端仓位同时平仓, 即做多长端利率, 同时做空短端利率。做多长端国债压低了长端利率, 导致利率曲线快速平坦化。

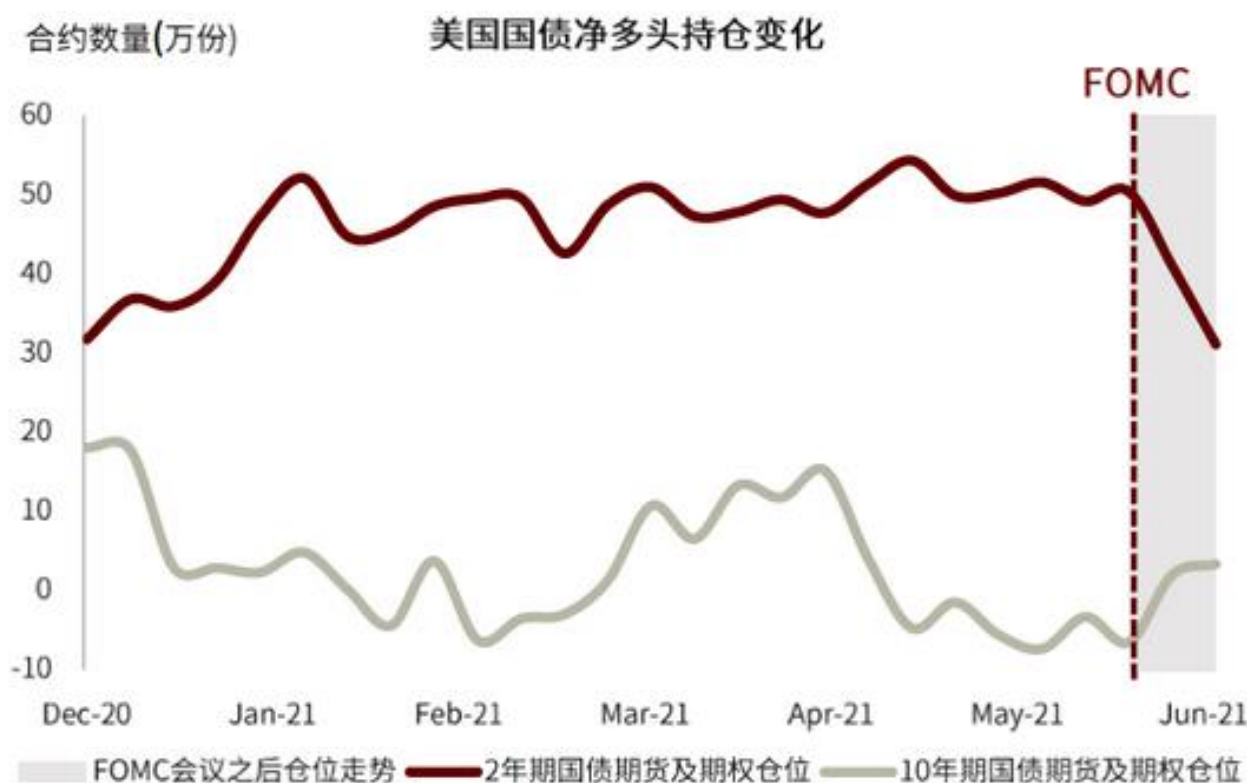
图表: 曲线增陡交易建仓与平仓机制



资料来源：中金公司研究部

我们可以从美国资金管理账户 (Asset Managers ' Treasury future & options net long positions) 观察到长短端国债期货和期权的净多头仓位变化。FOMC 会议之前，2 年期国债期货期权的多头仓位偏重，而 10 年期国债仓位偏空，很大程度上是曲线增陡交易建仓 (买短端，卖长端) 的结果。FOMC 会议之后，曲线增陡交易被迫平仓 (卖短端，买长端)，表现为 2 年期国债多头仓位骤降，10 年期国债净多头仓位增加 (空头仓位减少)。

图表：曲线增陡交易平仓：2 年期国债期货期权多头仓位骤降，10 年期国债期货期权净多头仓位增加





资料来源：CFTC，中金公司研究部

在 FOMC 会议之后，一种流行观点将国债长端利率下行解读为市场正在预期美联储的“政策错误”：面对通胀压力，美联储可能将被迫快速加息，导致经济波动，之后美联储将转而降息以熨平波动。长端利率下行就体现了对于未来降息的预期。另一种观点认为“长端利率下行”和“美元走强”的组合表示 FOMC 会议传递出的市场信号不明确。

我们对上述观点持保留态度。根据我们的分析，美债长端利率在 6 月 16 日-6 月 19 日的下行，主要由短端利率骤升导致的仓位调整引发，很大程度上是交易层面的连锁反应。将长端利率下行完全归结为市场预期的反应，可能导致对经济金融环境的误判。

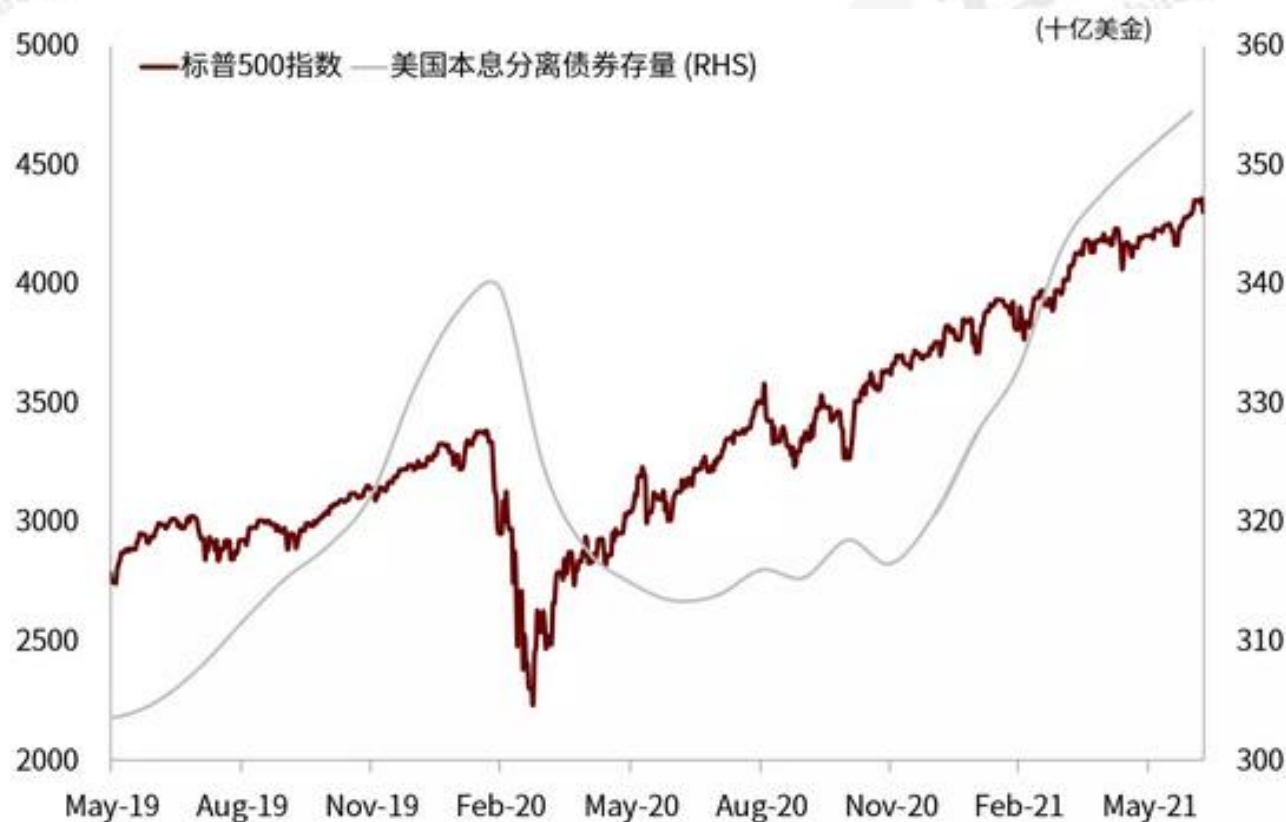
曲线增陡交易平仓不仅影响第一阶段的利率走势，更波及到第二阶段和第三阶段的市场行情，我们将在下文进一步展开分析。

第二阶段 (6/26-6/30)：季度末机构调仓维持利率下行动能

第一阶段之后，美债长端利率经过一段时间的回调，于 6 月底再次进入下行区间。我们认为可能与基金账户（养老金、年金、共同基金账户等）在季末/月末进行资产配置再平衡有关。最近几个季度股票投资收益较高，部分账户可能选择将股票投资收益再配置到债券资产，从而压低了国债利率。出于对长久期的偏好，养老金往往以本息分离债券 (Stripped Treasury) 的形式投资于美国国债。随着股市上涨，本息分离债券存量近期持续攀升，

体现养老金对美国国债的再配置需求。与此同时，指数追踪基金 (Index-tracking funds) 一般在月末购买美国国债匹配市场久期 (Index extension)，也增加了买盘压力。

图表：随股市上涨，养老金以本息分离债券的形式增持美国国债，季末仓位调整压低美债利率



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\\_33315](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33315)

