



孙彬彬：近期美债会突破 2.0 吗？



意见领袖|孙彬彬/许锐翔

摘要:

周是关键周，参照 2012 和 2019 年，1 月 10 日-15 日出现了利率的阶段性拐点，或者是数据或者是政策面信息。

支撑市场乐观预期的力量来自三重压力与降息。而审慎的逻辑则在于宽信用与宽信用的效果。随着时间推移，1 月 17 日越来越临近，压力似乎更加突出。

最近外围走势，对于当前市场则构成新的压力，美债有没有可能快速突破 2%?

12 月初十年期美债收益率触及 1.35% 后快速调整，今年年初第一周结束后，最高触及 1.8%，突破了去年高点。

主要原因在于，市场观察劳动力市场数据与宏观经济数据判断，美国经济可能存在过热并将处于持续过热的状态，进而预计联储可能加速转向。后续陆续公布的劳动力与宏观经济数据，以及 12 月联储议息会议后鲍威尔的发言与近期公布的会议纪要正在逐步确认市场担忧。

结合联储操作框架与历史经验，我们估计，在 1 月议息会议后，如果市场的加息预期被强化，十年期美债收益率可能迅速调整至 2.0% 附近。如果后续公布的经济数据仍支持当前逻辑，未来不排除突破 2% 的可能性。

回到国内，我们认为，央行货币政策在大方向上一定是以我为主，但在操作窗口上可能受到外围局部限制。这个限制大小取决于国际资金流动与汇率情况。从这一角度出发，一季度降息仍是在途状态，但是降息宜早不宜迟。在联储转型的大背景下，未来空间存在一定限制。

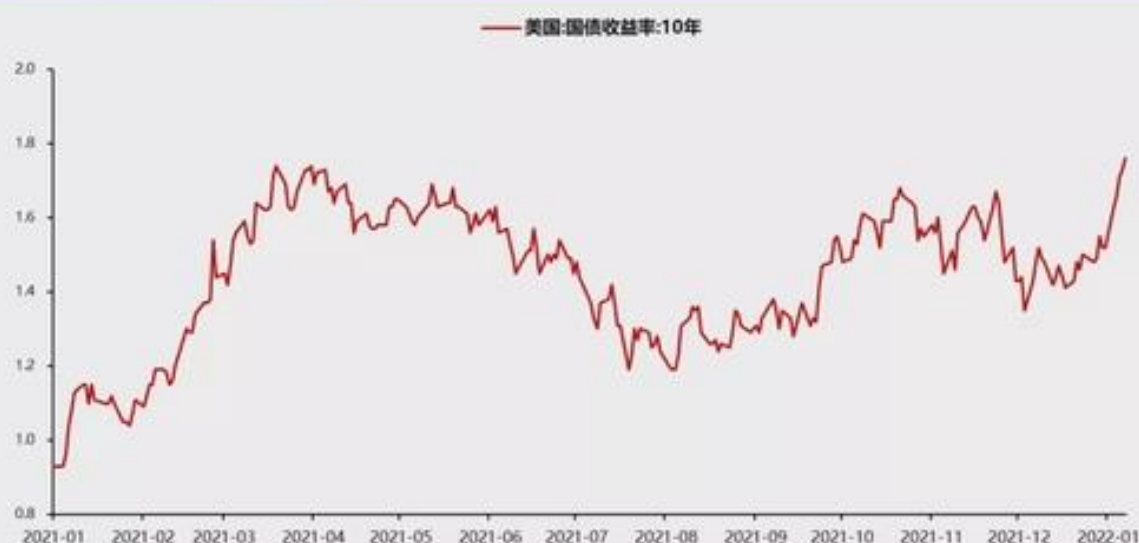
所以，对于短期市场而言，不管是降息靴子落地，还是预期落空，市场可能都免不了要做好阶段性调整的准备，当然无论内外，最重要的还是数据。这个数据检验，从即将公布的 12 月金融货币数据开始。

近期美债会破 2.0%吗

1.1. 近期美债为何加速调整？

新年伊始，长端美债加速调整。12 月 3 日十年期美债收益率触及 1.35%，但在次日 2021 年 11 月美国非农数据发布后，十年期美债开始反转上行。截止 2022 年 1 月 8 日，2021 年 12 月美国非农数据发布后，十年期美债收益率盘中最高上行 45BP 升至 1.794%，在突破 2021 年 3 月十年期美债收益率的高点后有所回落至 1.76%附近。一个月左右的时间，是什么推动了十年期美债收益率的快速反转？

图 1: 十年期美债收益率 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

我们认为, 主要可以归结为两方面原因:

首先, 有关奥密克戎变体的初期实验结果乐观, 避险需求回落推升美债上行。

全球范围内由奥密克戎变体导致的新冠感染人数仍在激增, 并且已经迅速成为了疫情传播的主导毒株、但是多地权威医疗机构的初期实验结果均显示[1], 尽管奥密克戎有更强的免疫逃脱能力, 但其导致的重症率、病亡率与住院率均低于德尔塔变体。受此激励, 避险需求回落, 推升长端美债上行。

其次, 更重要的, 市场在交易联储加速转向, 且正逐步得到数据与联储纪要的确认。

2021年11月与12月的非农数据公布后, 十年期美债都有明显上行。

因此，如何理解美国劳动力市场的数据，对理解近期美债调整至关重要。我们认为，近两个月的非农数据表明，美国劳动力市场正处在进一步失衡的局面。

虽然对充分就业的判断是一个复杂的过程，且充分就业的标准会随着时间变化。但从联储官员的数次表态中[2]，不难发现，一个健康的劳动力市场至少需要满足两个条件：

其一，应该是高就业率、低失业率与高劳动力参与力的组合；

其二，工资增速应该与生产力提升相适应，不会推升“工资-通胀”螺旋，加速通胀。

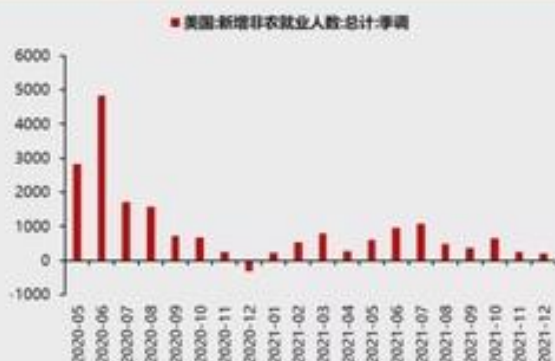
根据上述标准，近两个月的非农数据，无疑表明了美国的劳动力市场状况并不健康。我们结合非农数据中最重要的四项数据综合分析：

第一，近两个月的新增非农就业均明显不及预期，表现为低就业率。市场预期 11 月、12 月将分别新增非农就业 55 万人、44.7 万人，实际 11 月、12 月新增非农就业人数只有 21 万人、19.9 万人，远不及市场预期，明显低于 10 月 53.1 万人的新增非农就业人数。

第二，近两个月的劳动力参与率基本没有扩张，表现为低劳动力参与率。考虑季调，12 月 61.9% 的劳动力参与率实际上持平于 11 月，11 月 61.7% 的劳动力参与虽然相较于 10 月提高了 0.2 个百分点，很大程度上也要归因于季调因素，过去半年，美国季调后的劳动力参与率也只是提高了

0.2 个百分点。

图 2: 美国新增非农就业 (千人)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 3: 美国劳动力参与率 (%)

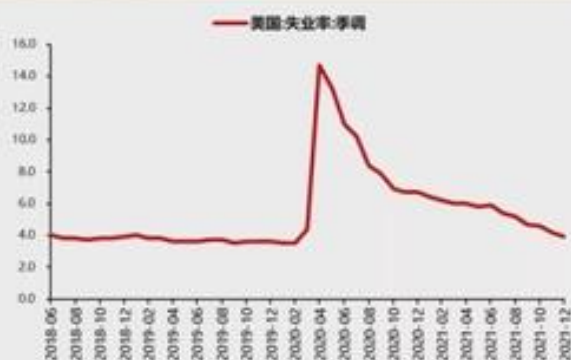


资料来源: WIND、天风证券研究所

第三, 近两个月的失业率有加速下行趋势, 已经接近疫情前水平, 表现为低失业率。11 月和 12 月公布的季调失业率分别为 4.2%, 3.9%、明显低于市场预期的 4.5%、4.1%。

第四, 近两个月的工资增速明显高增, 表现为高工资增速, 且有迹象表明, 正在向通胀传导。11 月和 12 月的平均时薪同比分别为 5.1%和 4.7%, 均此前的 4.8%并没有明显回落, 而且也要明显高于金融危机前至疫情后的水平, 接近金融危机前的状态。而且鲍威尔在 12 月议息会议上提到, 调查发现, 部分企业已经因为劳动力成本调价[3]。

图 4: 美国失业率 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 5: 美国平均时薪同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

低就业率、低劳动力参与率、低失业率与高工资增速的组合意味着什么？意味着当前劳动力市场存在进一步失衡的可能。当前劳动力市场虽然还处于扩张状态，但推动扩张的代价太高，而且可能会推动通胀加速。

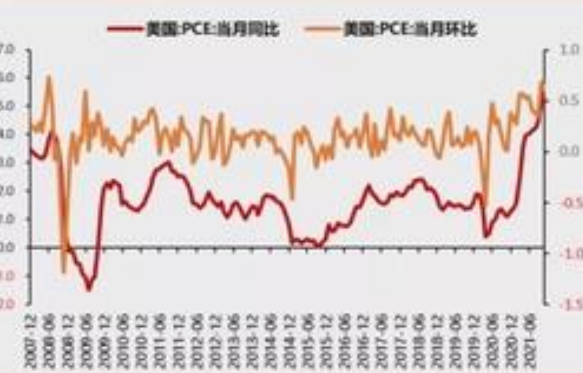
劳动力市场的失衡，意味着实体经济也存在失衡性过热迹象，并且可能持续。月度通胀数据也证实了上述状态。11 月 CPI 同比为 6.8%，0.8% 的环比增速也明显高于季节性水平。11 月 PCE 同比为 5.7%，季调环比为 0.6%，同样高于季节性水平。

图 6: 美国 CPI 同比与环比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 7: 美国 PCE 同比与环比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

12 月联储议息会议后的发布会，以及近期公布的会议纪要，同样加剧

了市场的担忧。

鲍威尔在联储发布会上表示，“我们不会回到 2020 年 2 月的相同经济” [4]，而且在陈述中不再使用暂时性通胀的表述。怎么理解？当前美国经济整体仍弱于疫情前，特别是服务消费仍未恢复，在此情况下，劳动力市场出现失衡，经济出现过热迹象。说明疫情可能已经确实伤害了经济的潜在产出，当前经济虽然相对疫情前较弱，但相对当前经济的潜在产出水平仍然是过热的。鲍威尔的发言验证了市场交易过热的逻辑。

不是说未来经济的潜在增速不会回到疫情前的位置，随着疫情影响的消退，潜在增速的回归是一个可以期待的过程。问题在于，潜在增速回归所需的时间，可能会远远超出政策预期。而目前较大力度的救助政策，包括财政政策与货币政策，都是基于潜在增速可以较快回归的预期设计的，希望能够有效支撑经济增速回归，并且起到财政平滑的作用。

承认潜在增速受到冲击，相当于变相承认宏观政策超出了实际需要。为了财政平滑而推出了一系列支出计划，目前来看，反而会起到持续推动经济过热的效果。即使政策筹划退出，居民高储蓄与高工资增速也将会

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_35880

