

# 宏观周报 20230820

## 美债利率创新高后，怎么走？

2023年08月20日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《降息的宏观“剧本”》

2023-08-15

《专项债发行提速与流动性缺口“双向奔赴”了吗？》

2023-08-13

- 同样是面临“政策定力”，国内和国外债市的表现大相径庭。国内10年国债正式进入“2.5%”时代，而美联储的政策“定力”导致美债市场“哀鸿遍野”、纷纷刷新年内新高，作为全球市场利率锚的10年期美债收益率一度站上4.3%，全球资产压力山大。尽管资产很“慌”，鉴于基本面和短期情绪面的因素我们依旧认为美债收益率接近于本轮周期的高点，10年期美债收益率未来一段时间更加合理的波动区间可能是3.5%至4.25%。
- 本轮上行和去年又有何不同？回顾来看，我们不难发现去年美债收益率快速走高的原因在于通胀频频超预期。与此同时，美联储大幅上调政策利率终值（3.8%升至4.6%），持续加码的货币紧缩力度推高美债收益率。而本轮我们认为美债收益率上涨更多反映市场对美联储明年降息预期的调整。
- 那么如何看待本次美债收益率的大涨？其实通过复盘历史不难发现，触发美债上涨和下跌的因素无非是基本面、政策和事件三个层面。
- 本次推高美债的是超强经济韧性+“鹰”派加息信号+两大事件的推波助澜：
- 基本面角度，美国“亮眼”的经济表现。一、二季度美国GDP频频超预期，而亚特兰大联储对美国Q3环比增速从4.1%连续上调2次至5.8%。由此我们认为，上半年经济大超预期的状况在下半年将持续：经测算超额储蓄要到明年2季度才能消耗完毕，制造业开始企稳回升，住宅投资也将转正，这一切都减小了衰退的可能。经济基本面强于2022年。除此之外，7月“二次通胀”的开始证明了6月大幅“下台阶”难以为继，美债的交易逻辑转向经济基本面。
- 政策面角度，实际利率刷“纪录”，美联储释放更“鹰”的信号。短期内降息预期难以兑现+下周杰克逊霍尔会议（Jackson Hole）上将释放的偏“鹰”政策预期，共同推动美债收益率上涨。10年期通胀保值债券（TIPS）收益率飙升，触及2%的关键关口，刷新近十年以来的纪录。与此同时，7月会议纪要释放今年以来鹰派语句最多的一次。这也“引导”市场开始price in在下周全球央行年会上，美联储可能对中性利率的“鹰”派论调。
- 事件角度，主权信用评级下调+Q3发债潮。惠誉下调美国国债评级以及美债的“供给潮”起到了对美债收益率“推波助澜”的作用。一方面，美国三季度预计发债规模明显高于此前的预期、增加到1.007万亿美元，且从期限结构上看，中长期国债发行规模更大。5年期，10年期及30年期的发行规模分别为990亿、1020亿、1070亿。在此压力下，美债已经在2周前脉冲式地推向4.2%。另一方面，虽然本次评级下调与2011年相比，市场十分“淡定”。关注点反而在美股巨额的政府债务和外资坚持美债上，短期内推动市场押注收益率的上涨。
- 展望后市，市场预期还需调整，美联储“三思而后行”。鉴于本次推高美债的核心因素还是强劲的经济活动，让市场对政策利率重新定价。如果通胀能够持续下行，这将能够限制住美债收益率上涨的空间。但是值得注意的是，如果通胀真的重新加速，这将带领美债收益率再次冲高。而若想要美债收益率跌破3.5%，则需要失业率的大幅抬升或者明显的就业降温。
- 重点数据速览后，我们不妨围绕着高频数据一览海外经济全貌。根据跟踪的高频数据，我们将它们主要分为四大部分：经济活动、需求、就业以及金融。
- 经济活动：美国经济边际放缓。截至8月13日当周美国纽约联储WEI指数初值录得1.12。近两周美国WEI指数呈现放缓趋势，但整体来看，

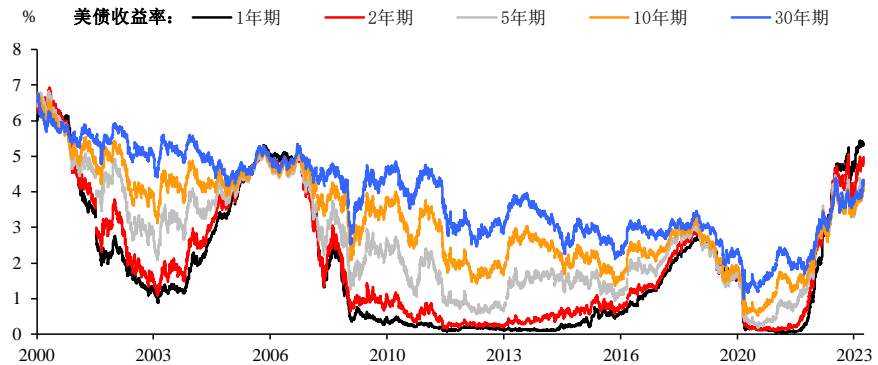
美国经济恢复有条不紊，市场对于今年美国不衰退的期望持续升温。德国方面虽边际改善，但仍处于低位，截止至8月13日当周德国WAI指数为0.10，较前值上升0.07，德国经济当前“堪忧”，随着制造业对经济的拖累加大，后续德国WAI指数可能进入负增长区间。

- **需求：出行消费具有韧性，地产需求持续承压。**本期美国出行活动相较上期边际下行，但仍位于2022年以来相对高位。消费仍然具有韧性，美国红皮书零售销售同比连续三周回暖，截至8月13日的当周录得0.70，较前值上升0.40，当前美国税收减少以及社保收入增加使得居民可支配收入显著上升，加上美国超额储蓄至少要持续到明年二季度才会消耗完毕，对消费形成有力支撑。

地产方面，抵押贷款利率延续上升，截至8月13日当周录得7.09%，再次刷新去年以来的高位，高利率影响下地产需求不容乐观。我们提到，本轮地产回暖的主要原因在于供给端偏弱，而需求端受挫较为明显，当前库存不足支撑地产回暖，但地产复苏能否持续仍有赖于需求通道的打开，后续利率能否有效下行对地产来说至关重要。

- **就业：劳动力市场保持韧性。**截至8月12日当周，美国首次申请失业救济人数下降1.1万人至23.9万人，与预期基本相符，创下五周以来的最大降幅。截至8月6日当周，续申失业救济人数增至171.6万，超过市场预期170万。尽管美国借贷成本上升对美国经济的各个领域产生了负面影响，但美国劳动力表现仍具有韧性。强劲的劳动力市场刺激薪资增长幅度，进而支撑着美国消费者支出，市场对于美国经济能够实现软着陆的预期仍在升温。
- **流动性：美元流动性收紧。**本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）回落，美元整体流动性有所收紧，监测美元流动性的核心指标Libor-OIS和企业债利差在大幅震荡后与上周基本持平。截止至8月16日，美联储资产负债表规模较8月9日收缩了625.14亿美元，其中中国债减少422.95亿美元，BTFP增加3.78亿美元，缩表仍在进行中。此外，受到穆迪下调10余家银行评级，以及惠誉警告或将下调70多家银行评级（包括摩根大通等大银行）的影响，欧美主要银行CDS指数在本周小幅上升，债券违约风险小幅升高。美元流动性整体边际收紧。
- **风险提示：欧美通胀韧性大超预期，美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期，欧美陷入衰退概率大幅增加，美国中小银行再现挤兑风波。**

图1: 2022年通胀压力持续上行, 利率终值上调, 美债收益率大幅上行



期限	2022顶点美债收益率 (%)	2023/8/17美债收益率 (%)	差值(bp)
1年期美债收益率	4.80	5.36	56
2年期美债收益率	4.72	4.94	22
5年期美债收益率	4.45	4.42	-3
10年期美债收益率	4.25	4.30	5
30年期美债收益率	4.4	4.42	2

CPI类型	2022年顶点 (%)	2023/8/17 (%)	差值 (%)
Headline CPI	9.1	3.2	-5.9
核心CPI	6.6	4.7	-1.9

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

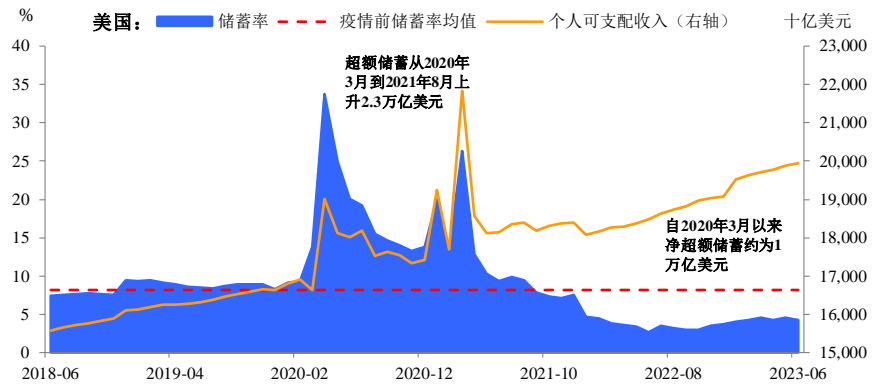
图2: 推动美债收益率上行的主因归纳



日期	10年期国债收益率 (%)	主要驱动因素
开始时间 结束时间	开始 结束	原因 类别
2003-06 2003-08	3.13 4.58	避险 事件
2004-03 2004-06	3.70 4.89	通胀预期+避险 基本面+事件
2009-03 2009-06	2.51 3.98	经济回暖预期 基本面
2010-10 2011-02	2.41 3.75	经济回暖预期 基本面
2013-05 2013-09	1.66 2.98	货币转向预期 政策面
2016-10 2016-12	1.74 2.60	经济复苏预期 基本面
2017-12 2018-12	2.40 2.94	经济增长预期+货币政策收紧预期 基本面+政策面
2021-01 2021-02	0.93 1.44	通胀预期 基本面
2022-08 2022-11	2.68 4.22	通胀压力+货币政策利率上调 基本面+政策面

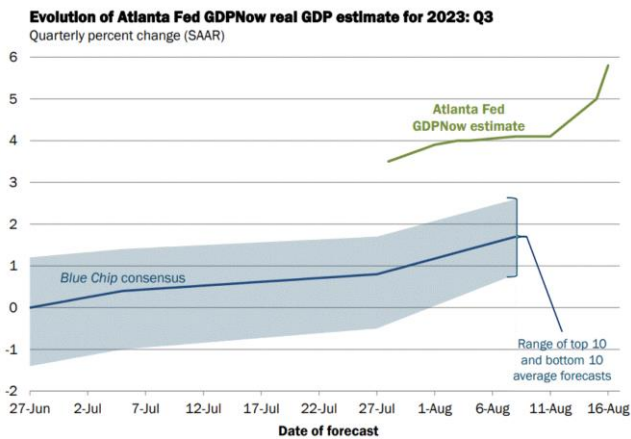
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 超额储蓄要3-4个季度才能消耗完毕



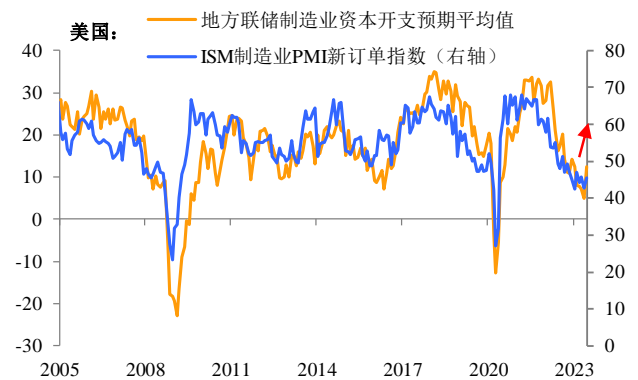
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 亚特兰大联储上调美国经济增速预测



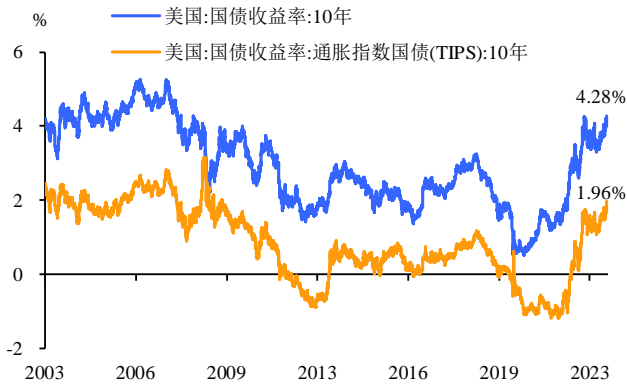
数据来源: 亚特兰大联储, 东吴证券研究所

图5: 制造业新订单触底企稳



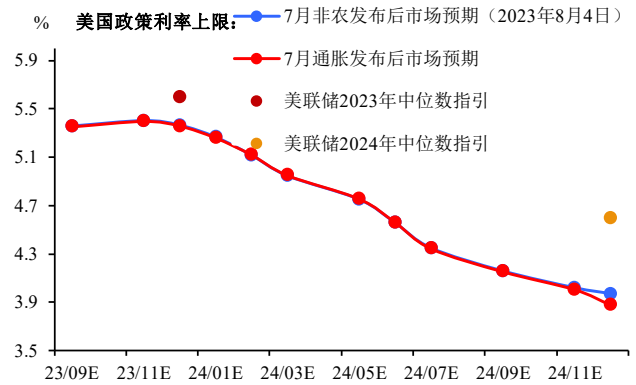
注: 地方联储的资本开支预期选取纽约联储、费城、里奇蒙、堪萨斯及达拉斯联储的调查平均  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 实际利率快速上行



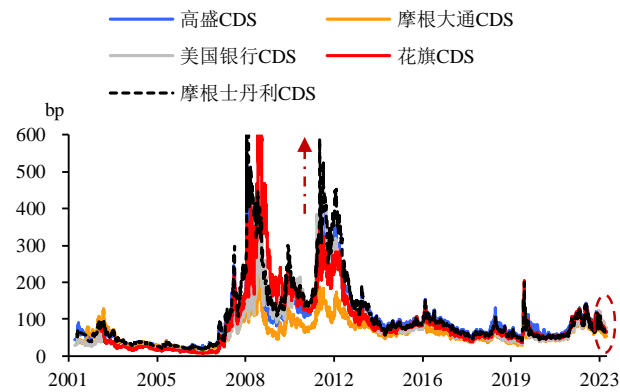
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 市场仍旧比美联储“乐观”一次加息预期



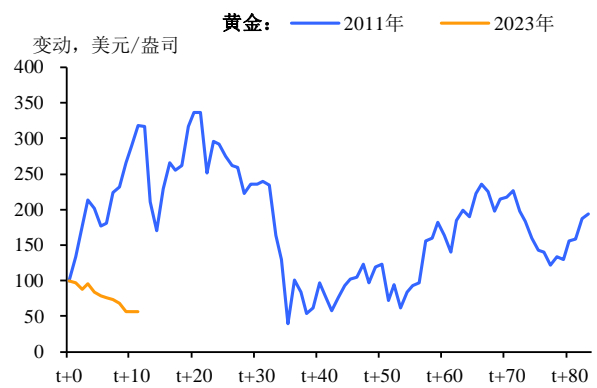
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: CDS 相较于 2011 年时处于历史低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 评级下调, 市场“避险”情绪不如 2011 年



注: T 以 2011 年 8 月及 2023 年 7 月美国信用评级下调日期当日金价为 100

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 海外经济数据跟踪

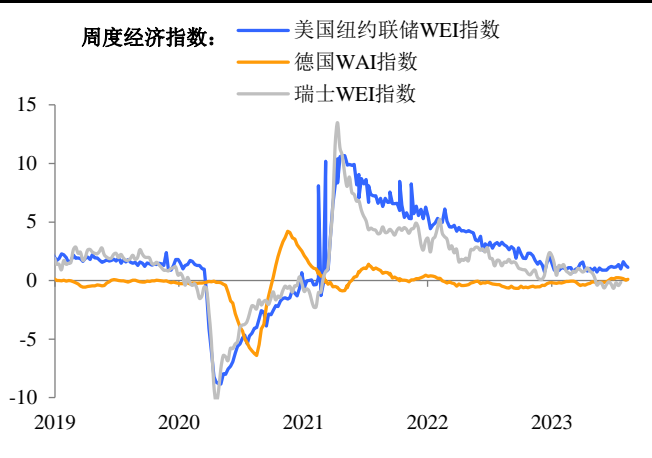
【东吴宏观】美国当周核心数据回顾 (2023.8.14-2023.8.20)									
价格	单位	边际变化	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	重要性
进口价格指数同比	%	↑ 1.70		-4.40	-6.10	-5.70	-4.90	-4.70	★★
进口价格指数环比	%	↑ 0.50		0.40	-0.10	-0.40	0.30	-0.80	★★
出口价格指数同比	%	↑ 4.00		-7.90	-11.90	-10.30	-6.00	-5.00	★
出口价格指数环比	%	↑ 1.40		0.70	-0.70	-2.10	-0.10	-0.40	★
<b>工业</b>									
工业产出指数环比(季调)	%	↑ 1.83		0.99	-0.84	-0.37	0.47	0.07	★★
制造业产出指数环比(季调)	%	↑ 1.00		0.48	-0.52	-0.27	0.79	-0.85	★★
产能利用率(季调)	%	↑ 0.69		79.30	78.61	79.37	79.77	79.50	★
<b>房地产</b>									
新屋开工年化数(季调)	万套	↑ 5.40		145.20	139.80	158.30	134.80	138.00	★★★
营建许可年化数(季调)	万套	↑ 0.10		144.20	144.10	149.60	141.70	143.70	★★★
新屋开工年化环比(季调)	%	↑ 15.55		3.86	-11.69	17.43	-2.32	-3.90	★★
营建许可年化环比(季调)	%	↑ 3.75		0.07	-3.68	5.58	-1.39	-3.04	★★
富国银行住房市场指数 (NAHB)		↓ -6.00	50.00	56.00	55.00	50.00	45.00	44.00	★★
<b>景气调查</b>									
谘商会领先经济指数环比	%	↑ 0.30		-0.40	-0.70	-0.70	-0.60	-1.20	★★
费城联储制造业指数(季调)		↑ 25.50	12.00	-13.50	-13.70	-10.40	-31.30	-23.20	★★
纽约联储制造业指数(季调)		↓ -20.10	-19.00	1.10	6.60	-31.80	10.80	-24.60	★★
<b>国内贸易</b>									
零售和食品服务销售额环比(季调)	%	↑ 0.42		0.73	0.31	0.66	0.43	-0.91	★★★
零售和食品服务销售额环比: 不包括机动车辆及零部件店(季调)	%	↑ 0.75		0.97	0.22	0.42	0.34	-0.83	★★

【东吴宏观】海外高频数据周度回顾 (2023.8.14-2023.8.20)									
	单位	边际变化	2023/8/20	2023/8/13	2023/8/6	2023/7/30	2023/7/23	2023/7/16	2023/7/9
<b>经济活动</b>									
美国纽约联储WEI指数		↓ -0.16		1.12	1.28	1.62	1.01	1.38	1.15
德国WAI指数		↑ 0.07		0.10	0.03	0.16	0.23	0.25	0.24
瑞士WEI指数		↑ 0.27					-0.16	-0.43	-0.19
<b>消费</b>									
美国红皮书商业零售销售: 周同比	%	↑ 0.40		0.70	0.30	0.10	-0.40	-0.20	-0.40
美国Open Table入座订餐人数: 周同比	%	↓ -0.86	-5.62	-4.76	-3.45	-2.98	-1.98	-3.06	0.87
<b>出行</b>									
美国执行航班: 周环比	%	↓ -1.80	-1.7	0.1	0.0	0.2	-1.4	6.4	-1.6
TSA安检人数: 周环比	%	↓ -4.49	-6.14	-1.65	-1.11	-1.64	1.58	7.30	-7.77
美国纽约交通拥堵指数: 周环比	%	↓ -9.95	-12.47	-2.52	-6.85	3.00	1.01	21.08	-17.13
<b>地产</b>									
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↑ 0.13	7.09	6.96	6.90	6.81	6.78	6.96	6.81
美国MBA市场综合指数: 周同比	%	↑ 1.10		-29.38	-30.49	-28.12	-25.04	-25.04	-30.53
美国MBA购买指数: 周同比	%	↑ 0.38		-26.64	-27.02	-26.06	-22.87	-21.54	-26.30
<b>就业</b>									
美国当周初次申请失业金人数(季调)	万人	↓ -1.10		23.90	25.00	22.70	22.10	22.80	23.70
美国持续领取失业金人数(季调)	万人	↑ 3.20			171.60	168.40	169.20	167.90	174.90
美国失业率: 持有失业保险人群(季调)	%	↑ 0.10			1.20	1.10	1.10	1.10	1.20

数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图11: 美国经济活动边际放缓



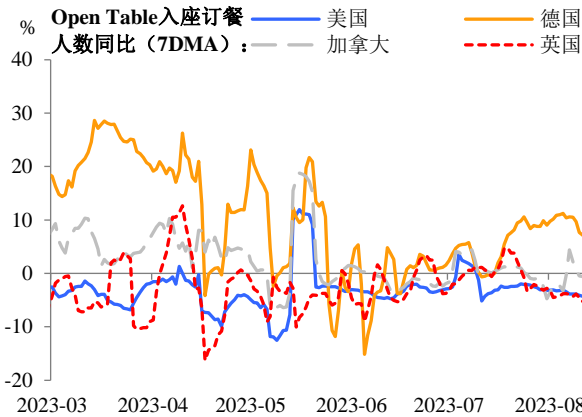
注: 日期截止至2023年8月;  
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图12: 红皮书零售销售同比持续回暖



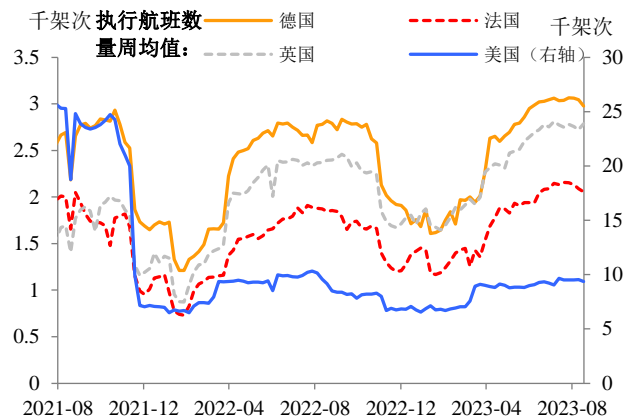
注: 日期截止至2023年8月; 阴影表示美国衰退;  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 美国订餐活动低位徘徊



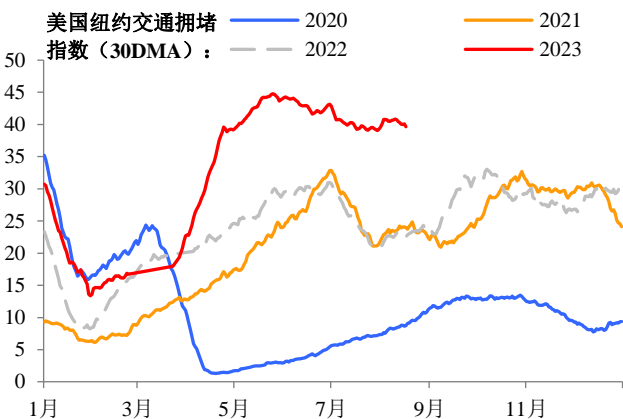
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图14: 美国航班数量仍处高位



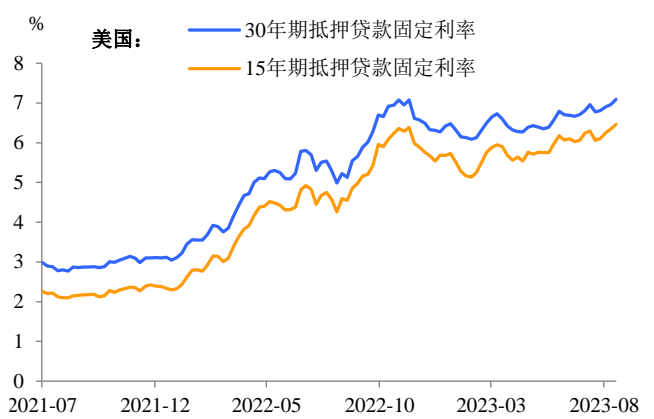
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 纽约交通拥堵指数边际下降



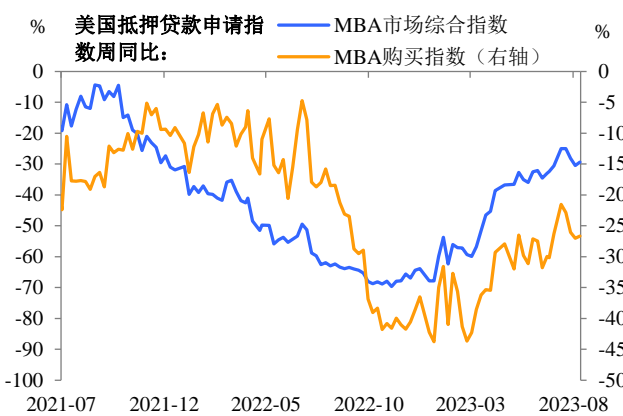
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图16: 美国抵押贷款利率刷新高位



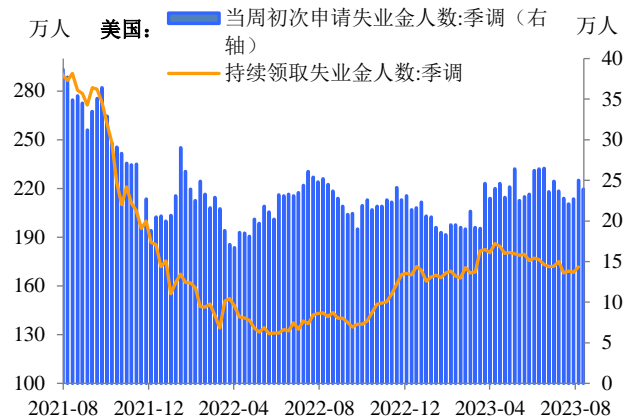
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 美国抵押贷款申请指数同比边际回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 美国劳动力市场仍具韧性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 美国流动性高频跟踪指标

【东吴宏观】美国流动性周度回顾 (2023. 8. 14-2023. 8. 20)							
(亿美元)	08/16	08/09	08/02	07/26	07/19	07/12	周度变化
<b>美联储</b>							
总资产	81457	82082	82068	82433	82746	82969	↓ -625
其他贷款	2570	2604	2621	2664	2721	2744	↓ -34
一级信贷	20	19	19	22	26	27	↑ 1
银行定期融资计划	1072	1069	1057	1051	1029	1023	↑ 4
其他信贷工具	2570	2604	2621	2664	2721	2744	↓ -34
逆回购	20967	20965	20724	20670	20587	21478	↑ 2
准备金	32290	32286	32174	31668	32206	31621	↑ 4
TGA	3848	4323	4609	5499	5374	5174	↓ -474
<b>商业银行</b>							
现金			32909	32464	33065	32539	↑ 444
消费贷			18895	18907	18804	18789	↓ -11
住房贷款			25407	25268	25249	25242	↑ 139
商业地产贷款			29339	29231	29209	29190	↑ 107
工商业贷款			27512	27489	27495	27538	↑ 23
存款			173263	172046	172348	172594	↑ 1217
大银行存款			107900	107088	107544	107789	↑ 812
小银行存款			52557	52029	51951	51965	↑ 528
<b>货币市场基金</b>	55698	55301	55158	54868	54585	54542	↑ 397

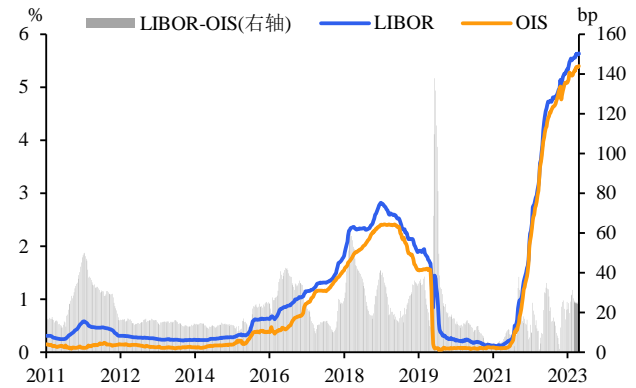
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 本周美国净流动性小幅回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

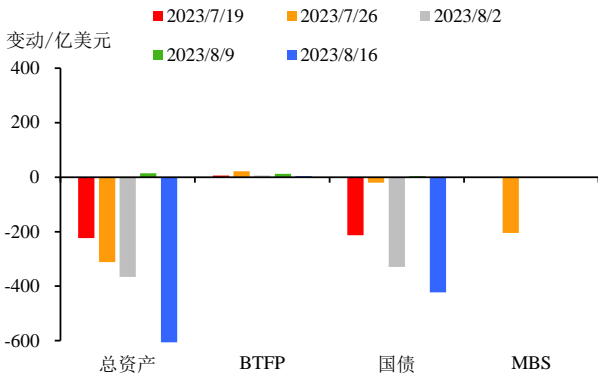
图21: Libor-OIS 边际上升



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

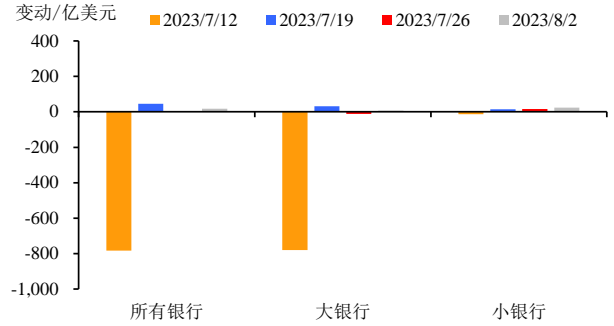


图22: 美联储资产负债表回落



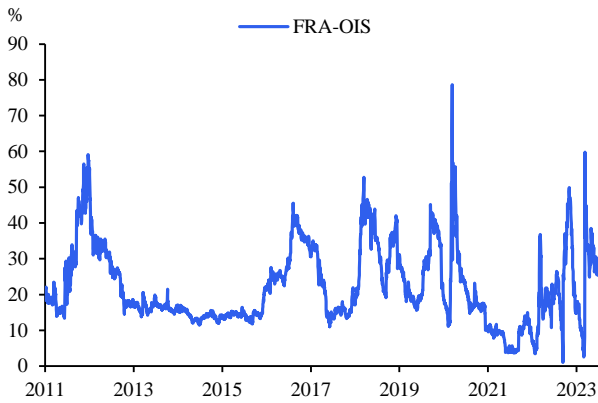
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图23: 美国商业银行存款规模小幅增加



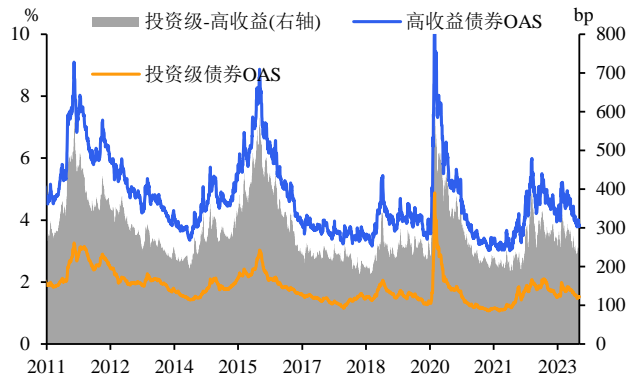
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图24: FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松



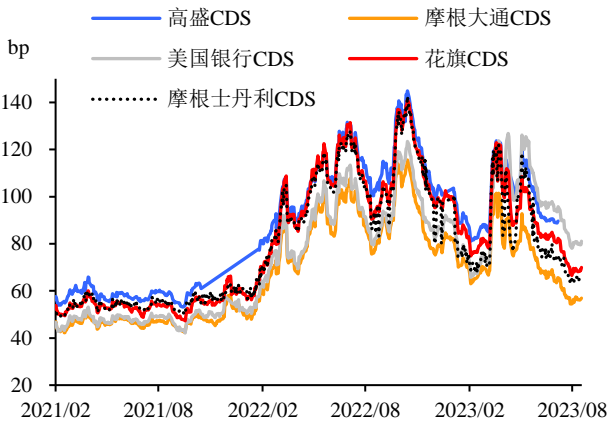
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图25: 企业信用风险继续边际回落



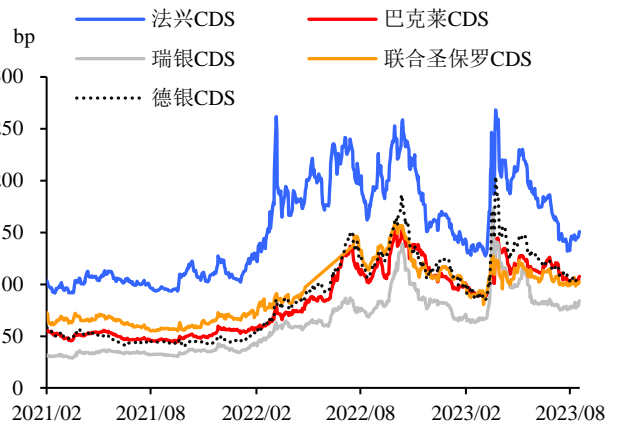
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 美国主要银行 CDS 指数小幅上升



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图27: 欧洲主要银行 CDS 指数边际上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>