

宏观动态跟踪报告

美债收益率蹿升的四股力量

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060120100001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

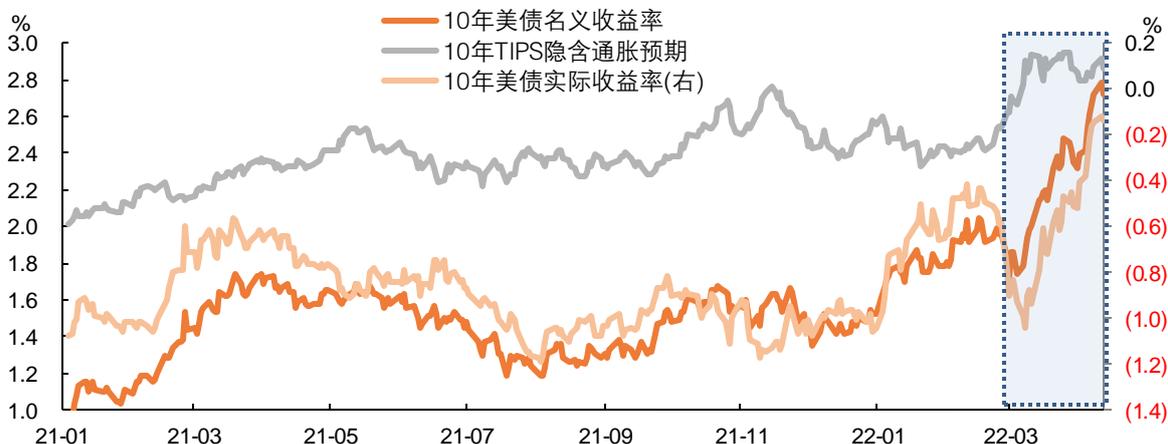


平安观点：

- 2022年3月上旬以来，10年美债收益率由1.8%左右蹿升至2.8%左右，上行速度大超市场预期。在本篇报告中，我们详细讨论推升10年美债收益率的四股力量，并展望其全年走势。
- **力量一：通胀预期高企。**俄乌冲突后，国际能源和粮食价格急涨，美国通胀指标与通胀预期随之升温。2月下旬至3月上旬，10年TIPS国债隐含通胀预期急涨50bp至2.9%；3月上旬以后截至4月中旬，该通胀预期仍在2.8-2.95%之间维持高位震荡（并未因实际利率上行而回落）。当前美国通胀压力暂未实质缓和，市场或尚不确定美联储能否有效遏制通胀。
- **力量二：经济预期好转。**地缘冲突后，美债市场在交易“胀”的同时也交易了“滞”，10年美债实际利率一度下降50bp。不过3月中旬以后，市场对美国“滞胀”的担忧有所缓解；俄乌局势并未恶化；国际大宗商品价格出现拐点；美国经济数据仍呈较强韧性。亚特兰大联储GDPNow模型显示，美国经济基本面（预期）的拐点在3月上旬，恰好对应10年美债实际利率反弹拐点。4月以来，美国就业数据强劲，实际利率继续上行。
- **力量三：加息预期剧变。**货币政策预期的剧烈变化，往往导致实际利率剧烈反应。正如2013年“紧缩恐慌”下，10年美债实际利率在1个月里急涨约100bp。今年3月以来，美国货币政策预期有两方面剧烈变化：一是，年内加息节奏加快。CME利率期货市场预计全年加息幅度由200bp升至250bp左右。二是，本轮加息“上限”引人遐想。美联储3月预计2023-2024年利率达到2.8%；圣路易斯联储主席布拉德最新主张加息至3.5%。
- **力量四：美债供给急增。**市场预期美联储持债将发生变化时，实际利率或先行反应。近期美联储缩表路径逐渐明晰，市场开始price in美债供给增加。美联储3月议息会议纪要显示，或将每月缩表950亿美元，处于市场预期的上限水平。尤其是，10年TIPS国债流通性较弱，且美联储持有的比例较高，缩表影响或被放大。本轮QE后，美联储持有的中长期通胀指数债券占所有国债比例，上升了1.5个百分点左右。
- 往后看，美国加息和缩表预期对实际利率的扰动或将减弱，同时通胀预期与实际利率很难持续同步上行，美国经济基本面、政策利率水平与美债供需，将决定美债实际利率的波动中枢。基于我们对2022年美联储加息节奏的判断，并参考2017-2019年美联储加息和缩表时期的美债收益率走势，我们预计：今年二季度，“快加息+缩表”或使10年美债收益率继续上行，高点或在3.1%左右；下半年，随着美联储紧缩周期步入中程，货币政策紧缩节奏可能“由快转慢”，10年美债收益率可能掉头向下，年末水平或在2.6%左右，从而全年10年美债收益率走势或呈“倒V型”。

2022年3月上旬以来,10年美债收益率由1.8%左右持续蹿升,4月12日盘中升破2.8%,创2019年1月以来新高。其中,10年TIPS国债(实际)利率由-1.0%左右上升至-0.1%左右,隐含通胀预期维持在2.8-2.95%区间高位震荡。值得注意的是,2019年1月美国政策利率处于2.25-2.50%的中性水平,而当前政策利率仅0.25-0.50%。这说明,当前美债收益率上行节奏,将市场预期的“抢跑”反映得淋漓尽致。

图表1 2022年3月上旬以来,10年美债收益率蹿升:通胀预期维持高位、实际利率快速上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为,近期美债收益率蹿升的原因,可归结为四股力量:一是,地缘政治冲突后的通胀预期走高,且市场对于通胀能否回落出现分歧,使通胀预期在货币紧缩下仍保持高位震荡;二是,近期美国经济数据保持坚韧,市场对“滞”的担忧有所缓解,推动实际利率上行;三是,货币政策预期出现剧烈变化,对美联储加息节奏和上限的预期上移,刺激实际利率上行;四是,美联储缩表路径日渐明朗,市场预期10年美债(尤其TIPS国债)的市场供给将进一步释放,继而推升实际利率。在本篇报告中,我们详细讨论推升10年美债收益率的四股力量,并展望其全年走势。

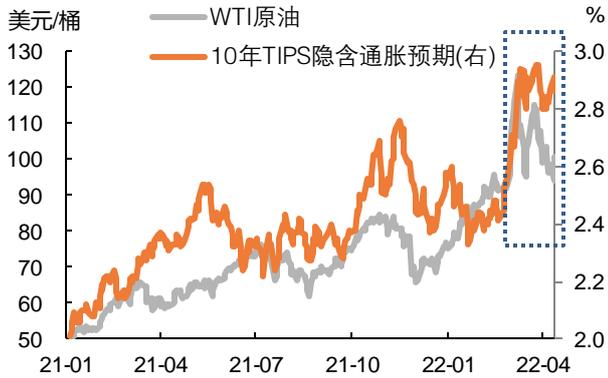
力量一: 通胀预期高企

俄乌冲突后,国际能源和粮食价格急涨,美国通胀指标与通胀预期也随之升温。2月23日至3月8日,WTI原油期货价由92美元/桶上涨至124美元/桶(涨幅达34%),CBOT小麦期货价由875美分/蒲式耳上涨至1311美分/蒲式耳(涨幅达50%)。3月10日公布的美国2月CPI数据超预期上涨(同比7.9%、预期7.8%),其中能源和食品分项同比分别达7.9%和25.6%。3月11日公布的美国密歇根大学1年通胀预期(初值)达5.4%,首次超过2008年峰值的5.2%,创1981年以来新高。

美债市场交易的通胀预期短时拉升,后维持高位震荡。2月下旬至3月上旬,10年TIPS国债隐含通胀预期急涨50bp至2.9%,创2002年有数据以来新高。3月上旬以后截至4月中旬,该读数仍在2.8-2.95%之间维持高位震荡(并未因实际利率上行而回落),为实际利率带动名义利率上升提供了坚实基础。

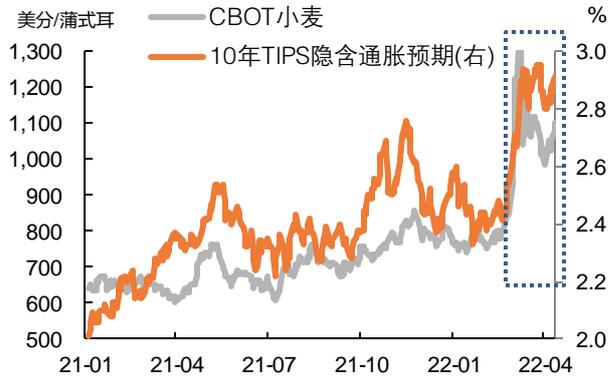
原因或许在于,当前美国通胀压力暂未实质性缓和,市场对于美国通胀走势仍有分歧,尚不确定美联储能否通过紧缩有效遏制通胀。3月16日公布的美联储3月经济预测,大幅上调2022年美国PCE同比增速1.7个百分点至4.3%,也上调了2023年PCE同比0.4个百分点至2.7%。4月12日公布的美国3月CPI同比高达8.5%,能源和食品分项同比再分别升至32%和8.8%。截至4月12日,WTI原油仍在100美元/桶附近(较地缘冲突前涨10%),CBOT小麦仍在1100美分/蒲式耳附近(较地缘冲突前涨26%)。

图表2 油价上涨推升美债通胀预期



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 粮价上涨推升美债通胀预期



资料来源: Wind,平安证券研究所

力量二：经济预期好转

国际地缘冲突后，美债市场在交易“胀”的同时也交易了“滞”，因过高的通胀压力不利于经济增长。无论是价格高企直接抑制消费需求，还是货币政策为遏制通胀而过快加息，均会引发市场对美国经济前景的担忧。2月23日至3月8日，10年美债实际利率快速下降50bp至-1.04%，并“掩盖”了美债通胀预期的涨幅，期间10年美债名义利率并未升破2%。

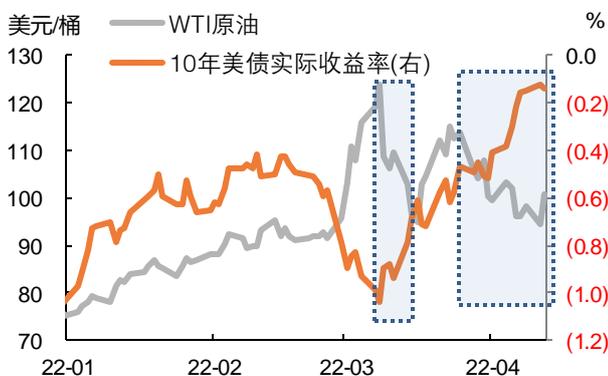
不过，3月中旬以后，市场对美国“滞胀”的担忧有所缓解。原因有三：

一是，俄乌局势并未恶化，俄乌谈判持续（尽管进展较缓），美国经济面临的不确定性有所下降。如3月8-9日，乌克兰表示愿意讨论放弃加入北约的条件，10年美债实际利率自-1.04%的低点大幅反弹14bp。

二是，国际大宗商品价格出现拐点，缓解市场“滞胀”担忧（即使通胀预期尚未显著下降、但也并未持续走高）。如3月14-15日，WIT油价由109美元/桶急跌至96美元/桶，10年美债实际利率两日累涨25bp。

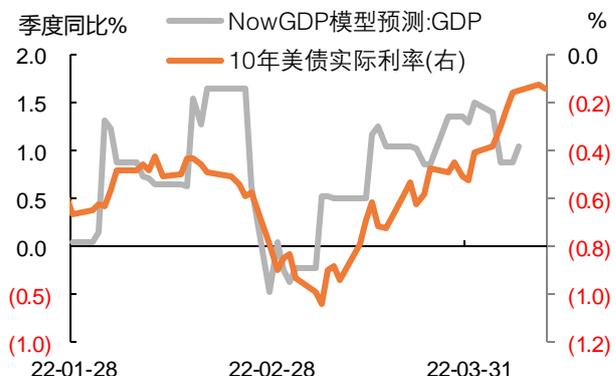
三是，美国经济数据仍表现出较强韧性，市场对于美国经济的悲观预期有所“纠偏”。亚特兰大联储GDPNow模型根据美国各类经济数据的高频分析显示，美国经济基本面（预期）的拐点在3月上旬，恰好对应10年期美债实际利率反弹拐点。4月以来，美国就业数据继续鼓舞人心，4月1日公布的3月失业率超预期下降至3.6%，截至4月2日的美国初请失业金人数超预期下降至16.6万人（创1968年以来最低）等。4月以来截至11日，10年美债实际利率上涨了40bp。

图表4 油价降温刺激美债实际利率上行



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 美国经济数据“反弹”推动美债实际利率上行



资料来源: 亚特兰大联储,平安证券研究所

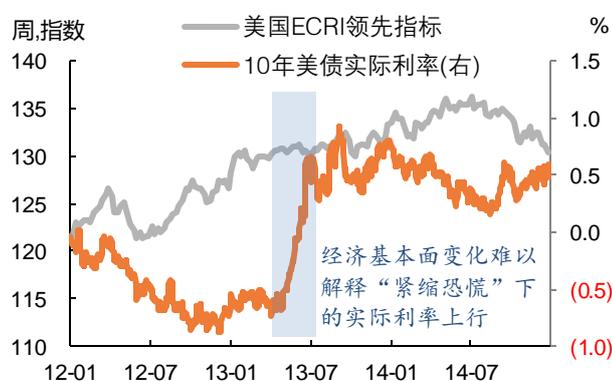
力量三：加息预期剧变

美联储政策预期的剧烈变化，或导致美债实际利率剧烈反应（即使基本面未发生明显变化）。正如 2013 年 5 月“紧缩恐慌”（Taper）下，10 年美债实际利率在 1 个月里急涨约 100bp，而同期美国 ECRI 经济领先指标基本不变。

2022 年 3 月以来，美国货币政策预期呈现两方面剧烈变化：一是，年内加息节奏明显加快。美联储 3 月首次加息仅 25bp，其对于 2022 年政策利率的预测中值为 1.9%。但 3 月议息会议后，美联储主要官员密集“放鹰”，不断强化年内单次加息 50bp 的可能性。3 月 18 日至 4 月上旬，CME 利率期货市场预计，美联储全年加息幅度（加权平均）由 200bp 左右升至当前的 250bp 左右。这意味着，3 月议息会议上刚刚建立的加息预期很快被“打破”。在此期间，10 年美债实际利率累计上涨近 60bp。

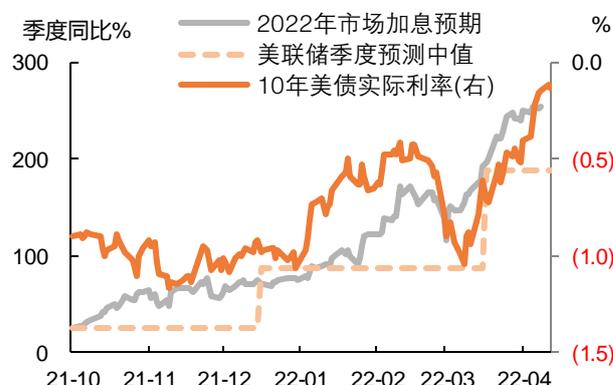
二是，本轮加息终点的“上限”引人遐想。美联储 3 月经济预测显示，2023 年和 2024 年利率预测中值达到 2.8%，超过 2.5% 的长期利率水平。美联储主席鲍威尔 3 月讲话暗示，必要时会考虑加息至 2.5% 以上的限制性水平。圣路易斯联储主席布拉德 4 月 7 日讲话时称，基于泰勒规则测算，本轮美联储应加息至 3.5%。

图表6 美联储政策预期剧烈变化引发实际利率大涨



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表7 美联储加息预期升温推动美债实际利率上行



资料来源：Wind, CME FedWatch, 平安证券研究所

注：“市场加息预期”为 CME FedWatch 统计的加息预期加权平均值。

力量四：美债供给急增

美联储持有国债，“挤占”流通市场的美债供给，继而影响美债定价。回顾历史，2008 年国际金融危机以后，美联储增持美债通常会压制实际利率，减持则抬升实际利率。又或者，市场预期美联储持债将发生变化时，实际利率先行反应。2013 年“紧缩恐慌”期间，虽然当时美联储仍在增持美债，但意外的 Taper 信号立即引发了债市对于美联储减持的交易。

近期美联储缩表路径逐渐明晰，市场开始 price in 美债供给增加。4 月 5 日美联储“二把手”布雷纳德发表有关快速缩表的言论；4 月 6 日公布的美联储 3 月会议纪要显示，美联储或将每月缩表 950 亿美元、处于市场预期的上限水平。10 年美债实际利率由 4 月 4 日的 -0.38% 跃升至 4 月 7 日的 -0.16%。

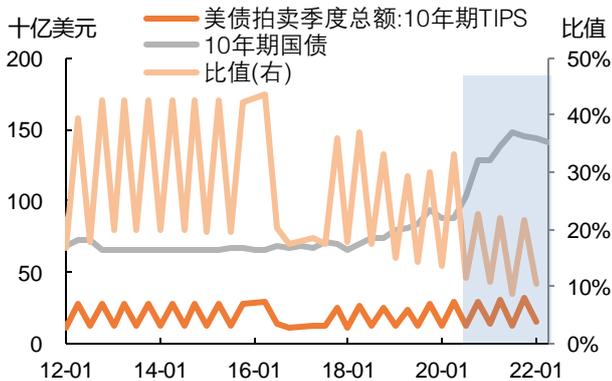
尤其是，10 年 TIPS 国债流通性较弱，且美联储持有比例较高，缩表影响或被放大。从市场供给看，2020 年美联储实施 QE 以来，10 年美债发行额明显上升，但 10 年 TIPS 国债新增数量有限，继而 10 年 TIPS 国债拍卖额与 10 年美债的比例下降了 5 个百分点左右。从美联储资产端看，美联储持有的“中长期通胀指数债券”占所有国债比例，在本轮 QE 后上升了 1.5 个百分点左右。未来美联储缩表，或释放较多比例的 TIPS 国债，因而可能更加明显地抬升美债实际利率。

图表8 美联储增持美债压制实际利率，减持则抬升实际利率



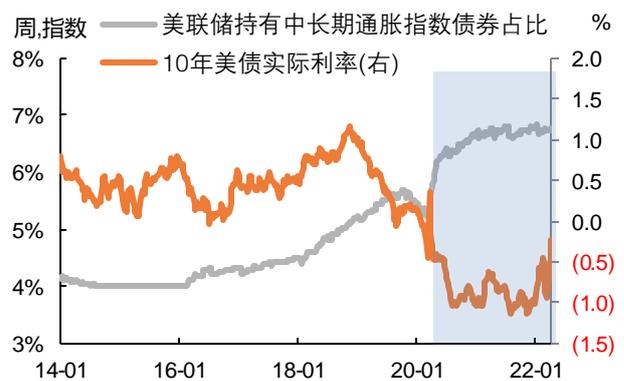
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 本轮QE后，10年TIPS市场供给占比下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 美联储缩表或释放更多比例的TIPS国债



资料来源: Wind,平安证券研究所

展望：10年美债收益率走势或呈“倒V型”

总结而言，2022年3月以来，10年美债收益率（尤其实际利率）攀升由四股力量共同推动：**通胀预期维持高位、经济预期边际好转、加息预期发生剧变、以及缩表将至引发的美债供给预期变化等**。而且，这些力量之间可能相互作用，如通胀预期与经济预期走强，共同强化加息和缩表预期，使这段时间美债实际利率以罕见的速度上行。

但是，未来上述一些因素的影响可能减弱：**一是，加息和缩表预期对实际利率的扰动或将消退**。由于美联储已经基本明确“快加息+缩表”的政策组合，未来市场加息预期或将难进一步升温，市场也已逐渐 price in 缩表的影响。**二是，通胀预期与实际利率很难持续同步上行，因二者之间存在相互抑制作用**：实际利率继续走高，通胀预期或受压制（预计这种情形概率较大）；通胀预期更加巩固，经济预期可能转弱、实际利率可能下行。

展望二季度，“快加息”（5月和6月议息会议均可能单次加息50bp）和缩表（5月或6月将正式开启）将进一步抬升美债实际利率，通胀预期或将仍在较高水平上震荡，继而**10年美债名义收益率仍可能上行，预计高点或在3.1%左右**。下半年，随着美联储紧缩周期步入中程，货币政策紧缩节奏可能“由快转慢”，同时地缘政治冲突可能缓解进而缓和通胀预期，10年美债名义收益率可能掉头往下，预计年末水平或在**2.6%左右**，从而**全年10年美债收益率走势或呈“倒V型”**。

判断依据如下:

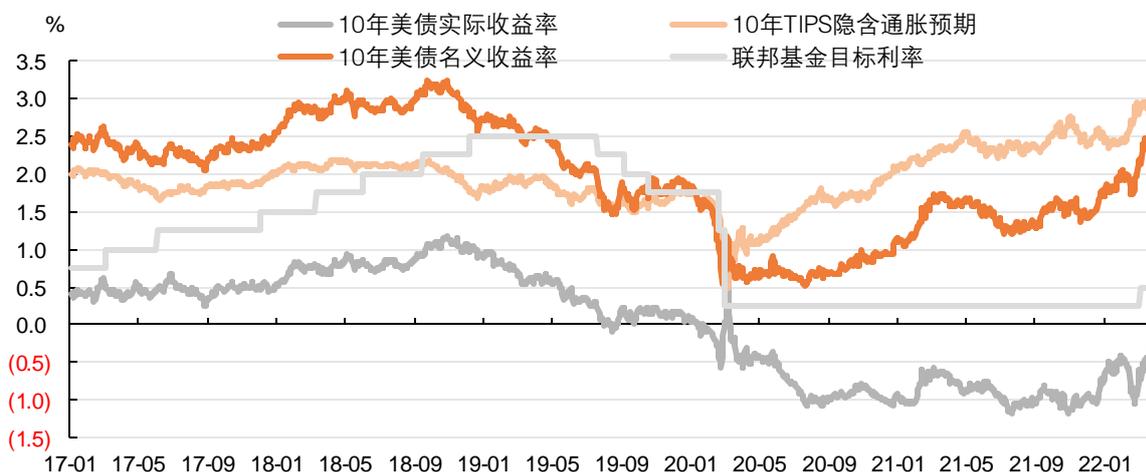
首先, 在排除货币政策预期的剧烈波动后, 美国**经济基本面、政策利率与美债供需**将决定美债实际利率的波动中枢。

其次, 我们判断 **2022 年中美国联邦基金利率或将达到 1.25-1.50%, 年末或将达到 2.00-2.25%** (下半年加息节奏可能较上半年放缓)。(参考我们近期报告《美国“滞胀”: 这次有什么不一样? 》)

最后, 参考上一轮 (2017 年至 2019 年) 美联储加息和缩表时期的美债收益率走势与水平, 对 2022 年中及年末的 10 年美债收益率水平和走势进行大致判断:

- **当政策利率在 1.25-1.50% 时**, 10 年美债实际利率为 0.5-0.8%、通胀预期为 1.9-2.1%、名义利率将为 2.4-2.9%。我们预计, 2022 年中, 10 年美债实际利率将为 0.3-0.6% (今年美国经济预期更弱、缩表初期对实际利率提振有限)、通胀预期将为 2.4-2.6% (本轮通胀压力更大), 继而 10 年美债名义利率或将升至 2.9-3.3% (3.1% 左右)。
- **当政策利率在 2.00-2.25% 时**, 10 年美债实际利率将为 0.9-1.1%、通胀预期为 2.0-2.1%、名义利率将为 3.1% 左右。我们预计, 2022 年末, 10 年美债实际利率或将达 0.6-0.3% (货币政策预期可能转松)、通胀预期将为 2.1-2.3% (回归较合理区间), 继而 10 年美债名义利率或将回落至 2.4-2.8% (2.6% 左右)。

图表11 参考 2017-2019 年美国政策利率与美债收益率走势, 对 2022 年美债收益率走势的预测



时间	10y 实际利率%	10y 通胀预期%	10y 名义利率%	政策利率水平%
2017 年 12 月-2018 年 2 月	0.5-0.8	1.9-2.1	2.4-2.9	1.25-1.50
2018 年 6-8 月	0.8	2.1	2.9	1.75-2.00
2018 年 9-11 月	0.9-1.1	2.0-2.1	3.1	2.00-2.25
2018 年 12 月-2019 年 7 月	1.0-0.3	1.7-1.9	2.1-2.8	2.25-2.50
2022 年中(E)	0.3-0.6	2.4-2.6	2.9-3.3	1.25-1.50
2022 年末(E)	0.6-0.3	2.1-2.3	2.4-2.8	2.00-2.25

资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示:

- 1) 地缘局势、国际大宗商品价格和美国通胀演绎或超预期, 使美债市场通胀预期上行、实际利率下行。
- 2) 今年下半年美联储加息节奏有较大不确定性, 继而影响美债利率走势。
- 3) 美联储缩表力度或超预期, 引发美债实际利率大幅波动。
- 4) 美国经济下行压力或超预期, 引发美债利率大幅下行。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033