

10 月 21 日，10 年期美债利率一度触及 4.3%，近期高歌猛进的美债利率将何去何从？与市场愈发悲观的观点不同，我们认为四季度 10 年期美债利率的合理中枢在 4% 左右，四季度美债利率大概率维持震荡，进一步上行空间有限。

➤ 先来复盘今年美债利率走势的“一波四折”

要了解美债利率将到哪里去，我们需要先知道它从哪里来。

2022 年美债利率（以 10 年期为代表）走势按驱动因素分类，大致可以分为四个阶段，“紧缩-衰退-宽松-紧缩”。

阶段一，年初至 4 月利率上行，市场交易紧缩。美联储鹰派表态和超预期通胀不断推升加息预期。

阶段二，5 月至 7 月上半月利率下行，市场交易衰退。对美国经济衰退的担忧令美债利率难以维持在高位。

阶段三，7 月下半月至 8 月上半月利率下行，市场交易宽松。随着经济指标走低，市场预期通胀见顶，“美联储紧缩最快阶段已经过去”的观点逐渐流行。

阶段四，8 月下半月至今，紧缩交易重新主导市场。市场之前低估了美国通胀的粘性、美国经济的韧性、以及美联储紧缩的决心。

再来理解最近一轮美债利率快速上行（8 月下半月至今），本质上定价的是对前期宽松预期修正。本轮上行还受到短期扰动，主要是英国养老金事件影响。

➤ 我们预计 4% 可能是四季度 10 年期美债利率的合理中枢

全球债市抛售放缓，通胀趋缓，当下货币紧缩预期也较为充分，我们认为这些条件或将阻止美债利率进一步大幅上行。

首先，英国养老金危机短期内基本被成功解决，美债利率短期上冲因素消除。前英国财长夸腾和前英国首相特拉斯离职，英国央行积极开展对债市干预，英国养老金危机短期内基本得以解决，美债利率上冲的短期因素消除。

第二，美国通胀 4 季度同比增速大概率回落，在通胀回落的宏观背景下，美债利率易跌难涨。当前美国工资增速出现短期见顶迹象，美国通胀增速有望随之回落。进入 4 季度后，美国总体和核心 CPI 同比增速将迎来高基数，通胀大概率回落。

最后，市场对美联储的加息预期已经非常充分，短期内加息路径难以大幅上修。当前市场有两种预期，一种预期 12 月美联储加息 75BP，另一种预期加息 50BP，两种预期的概率相差不多。4 季度美国通胀回落势头下，我们认为 12 月会议加息 50BP 概率更大。通过对比美国 OIS 曲线变化，我们认为投资者对终点利率的高度以及持续时间，预期非常充分。

➤ 美债利率真正的拐点可能落在 2023 年 1 季度

美债利率的下一个拐点在哪？我们认为可能会在 2023 年 1 季度出现。本质上是因为美国通胀增速的持续性或将在 2023 年 1 季度得到验证。

美国通胀问题的主要矛盾是核心通胀，而美国核心的通胀矛盾在租金。**从工资增速和市场租金对美国 CPI 租金分项的领先性观察，美国租金通胀的持续性将在 2023 年 1 季度迎来验证时刻。**

无论租金通胀如何演变，2022 年 4 季度可能都会是紧缩预期短暂的“喘息期”。随着美债利率走势偏震荡，以美股为首的风险资产的表现大概率会优于三季度。

➤ 风险提示：海外地缘政治风险；对美联储货币政策理解不到位；美国通胀失控风险；海外官方机构对市场干预。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 9 月经济数据点评：如何理解 9 月出口和经济数据-2022/10/24
2. 全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23
3. 月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20
4. 宏观专题研究：专项债提前下达的五问五答-2022/10/19
5. 二十大报告点评：二十大报告的五个关键词-2022/10/16

目录

1 简单复盘 2022 年美债利率走势	3
2 4%可能是 4 季度 10 年期美债利率的合理中枢	5
3 美债利率未来可能的拐点在 2023 年 1 季度	8
4 风险提示	9
插图目录	10

1 简单复盘 2022 年美债利率走势

回顾 2022 年美债利率（以 10 年期为代表）的走势，大致可以分为四个阶段“紧缩-衰退-宽松-紧缩”。

阶段一，2022 年初至 2022 年 4 月主要体现为紧缩交易。

这段时间里，市场的紧缩情绪主要受三个因素驱动。

一是 1 月初公布的美联储 2021 年 12 月会议纪要罕见地提及了缩表内容，点燃了市场的紧缩情绪。因为美联储一直以来的指引是“缩表在加息之后”，缩表开启时间超预期，同样意味着加息开始时间超预期。

二是美国通胀数据超预期。1 月份和 3 月份的美联储 CPI 同比增速均超过市场预期，同样推升了加息预期。

三是俄乌冲突后，大宗商品价格快速上涨。市场开始定价俄乌冲突对通胀的拉动作用，推动利率上行。

阶段二，2022 年 5 月至 2022 年 7 月上半月主要体现为衰退交易。

在第二阶段，美国超预期通胀和疲软的经济数据相交织，美债利率震荡偏上行。

4 月和 5 月美国 CPI 同比增速继续超市场预期。每一次通胀数据公布后，都会加强市场的紧缩情绪。但是，美国 PMI 和消费者信心指数等软指标在 2 季度连续下挫，4 月末公布的美国 1 季度 GDP 也录得负增长，市场对美国经济衰退的担忧愈演愈烈。

在衰退交易的影响下，美债利率因为超预期通胀的冲高难以持续，6 月份 10 年期美债利率一度触及 3.5%，但很快回落至 3% 附近。

阶段三，2022 年 7 月下半月至 2022 年 8 月上半月主要体现为宽松交易。

自 7 月下半月开始，海外市场演绎了“衰退中后期”典型的宽松交易特征。背后主要的原因有三个，

一是以汽油为首的大宗商品价格开始回落，市场预期美国通胀见顶；

二是在 7 月议息会议上，鲍威尔表示将在未来“某个时点放缓加息步伐”，鸽派态度较强；

三是美国二季度 GDP 环比折年率录得-0.9%，美国进入“技术性衰退”。

随着经济指标走低，以及市场预期通胀见顶，“美联储紧缩最快的阶段已经过去”的观点逐渐流行。7 月下旬市场逐渐从衰退交易演变至“宽松交易”。这种情况下，美债利率与美元指数一同下跌，美股则迎来反弹。

阶段四，2022 年 8 月下半月至今，紧缩交易重新主导市场。

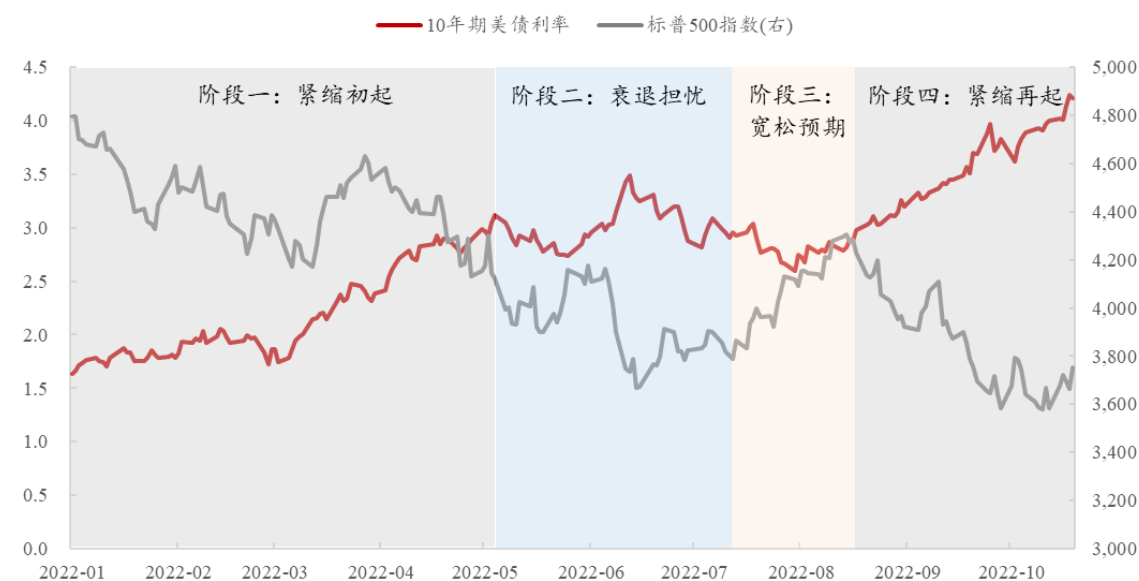
8 月以来紧缩交易的原因可以大致总结为三个“低估”。

一是市场低估了美国通胀的粘性，虽然能源价格的下降确实带动了美国总体 CPI 同比增速的回落，但在 3 季度，工资增速和租金通胀推动美国核心 CPI 同比增速反弹。

二是市场低估了美国经济的韧性，截至 10 月 24 日，亚特兰大联储 GDP Now 模型预测美国 3 季度 GDP 环比折年率为 2.9%。

三是市场低估了美联储紧缩的决心，而鲍威尔在 Jackson Hole 央行年会上的发言打破了投资者诸如“失业率上升美联储就会转向”、“因为中期选举，美联储将迫于政治压力转向宽松”等预期。

图1：海外市场 2022 年“一波四折”（左：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4%可能是4季度10年期美债利率的合理中枢

8月份以来，美债利率一路上行，10年期美债利率在10月21日甚至一度突破4.3%。与市场相对悲观的观点不同，我们认为4季度10年期美债利率的合理中枢在4%左右。也就是说，进一步上升的空间已经比较有限。

全球债市抛售的放缓、趋缓的通胀环境、以及充分的货币紧缩预期是美债利率难以继续上冲的主要原因。

首先，英国养老金危机短期内基本被成功解决，美债利率短期上冲因素消除。

英国前财政部长夸腾在9月23日公布了《2022增长计划》，这被称作英国在1972年以来公布的最激进的减税方案。

宽松的财政政策带来了两个后果，一是财政赤字增加需要英国财政部发行更多的国债进行融资，给债市带来供给冲击；二是财政宽松或将带来更大的通胀压力。这与英国央行加息抗通胀，以及主动卖出英国国债进行缩表的政策背道而驰。

减税计划公布后，受加息预期和国债供给增加的影响，英国国债利率快速上升。

9月23日-28日四个交易日内，10年期英债利率便上行了49BP。因为英国养老金资产端持有大量的利率衍生品头寸，利率上行使得衍生品价值下降，养老金需要补缴大量的保证金。因为利率上行幅度巨大，养老金需要补缴的保证金规模同样巨大，它们不得不抛售英国国债去筹措资金。债券抛售又让利率进一步上行，需要补缴的保证金随即增加，因而英国养老金的保证金问题陷入了“死亡循环”。

为了防止英国养老金危机的进一步发酵，9月28日英国央行宣布将实施暂时性的购债计划，并在10月11日扩大了购债范围和规模。同时，为了避免缩表对债市产生不必要的冲击，英国央行还宣布将长端国债排除在未来的缩表计划之外（养老金主要持有的是长端国债）。另一方面，前英国财政部长夸腾和英国首相特拉斯均在近期宣布辞职，新任财政部长亨特则宣布取消大部分的减税措施。

在英国货币和财政政策的“协同”下，英国养老金危机短期内基本得以解决。截至10月20日，10年期英国国债利率已经回落至3.96%。由于发达国家债券市场的联动比较紧密，英债利率的回落同样会拖累美债利率，美债利率短期上冲的因素被消除。

图2：英国养老金危机短期基本解决（左：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：英国通胀问题严重（单位：%）



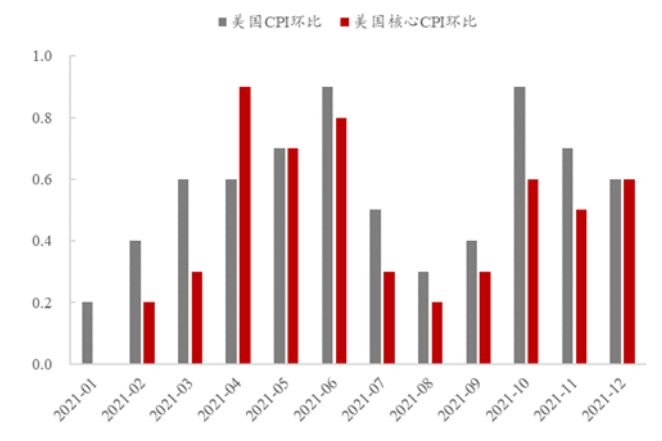
资料来源：Wind，民生证券研究院

美国无论是总体 CPI 还是核心 CPI，4 季度同比增速均大概率回落。在通胀回落的宏观背景下，美债利率易跌难涨。

在基数效应的带动下，美国通胀增速在 4 季度回落是大概率事件。可以看到，2021 年美国通胀环比增速的节奏比较明显，呈现“二季度高-三季度低-四季度高”的特征。因此，3 季度核心 CPI 同比从 6 月 5.9%上行至 9 月 6.6%的一大重要原因是低基数。进入 4 季度，美国将重新迎来通胀高基数，因此总体 CPI 和核心 CPI 同比增速回落是大概率事件。

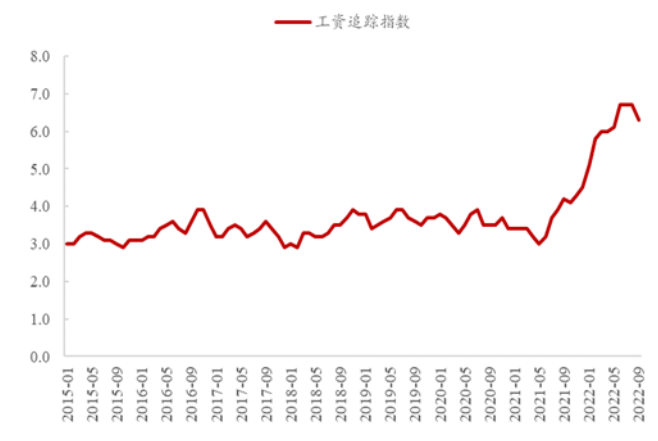
美国工资增速出现短期见顶迹象，助力美国通胀增速回落。美国亚特兰大联储编制的工资追踪指数同比增速（3 月平均）在 2022 年 9 月出现了回落。这意味着，在 2022 年 3 月份美国职位空缺见顶后，美国的工资增速终于出现了回落的曙光。虽然说，美国劳动力市场供需失衡的问题并未得到解决，这或意味着未来工资增速中枢偏高。但短期内，美国工资增速的回落或将带动通胀增速的回落。

图4：美国 CPI4 季度基数效应回落（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：美国工资增速出现短期见顶迹象（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

最后，市场对美联储的加息预期已经非常充分，短期内加息路径难以大幅上修。

对于未来加息路径的预期，我们可以从“近端加息幅度-终点利率-终点利率持续时间”三个维度分析。

联邦基金期货对近端加息幅度和终点利率的定价已经非常充分。

截至 2022 年 10 月 24 日，联邦基金期货定价 11 月会议加息 75BP，12 月加息 75BP 的概率和加息 50BP 大致相当。

在 4 季度美国通胀的回落势头下，只要通胀增速不大幅超过预期，我们认为 12 月会议加息 50BP 的概率更大。

另一方面，当前美国通胀问题的主要矛盾在于核心通胀中枢的抬升。这意味着，对于未来美联储的货币政策，判断终点利率的持续时间比终点利率的高度更加关键。**当前 5%左右的终点利率预期已经比较充分。**

当前美国 OIS 曲线形状表示市场对终点利率持续时间的交易同样充分。

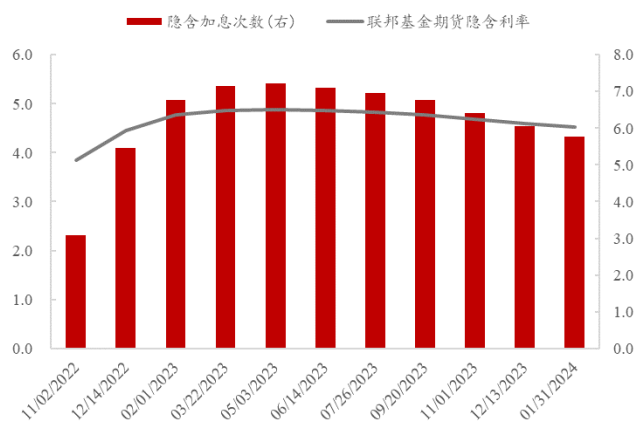
通过比较 10 月 24 日和 10 月 17 日（10 年期美债利率为 4.02%）的 OIS 曲线，我们发现

两条曲线的差距集中在两个部分。一是近端的利率（2个月以内），一个是较远端的利率（5年及以上）。这意味着，当前的利率曲线和一周前的分歧在于12月会议的加息幅度（约2个月），和5年后的利率预期。而最为关键的3个月到2年期部分（2023-2024年的利率预期）则基本没有分歧。很明显，市场对于5年后美联储货币政策的判断并没有准确性，这部分利率的分歧更多和市场上其他的供需因素相关。因此，我们认为市场对终点利率持续时间的定价也已经相当充分。

综上，美债利率短期冲高因素（英国养老金危机导致的债券抛售）基本消除。同时，因为4季度美国通胀趋向回落，且当前利率市场对美联储未来的加息预期已经非常充分，我们认为在4季度市场难以对加息路径预期进行大幅上修。

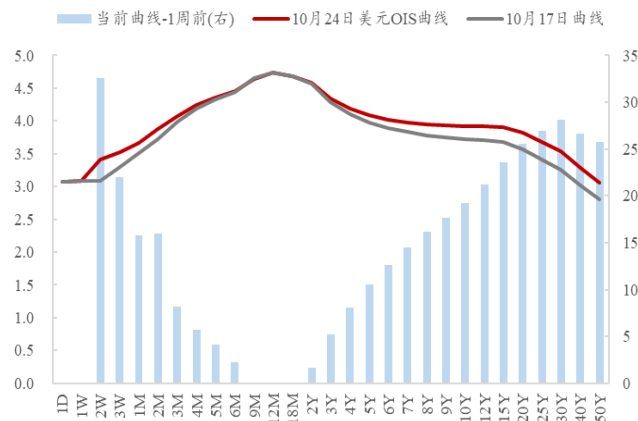
这种情况下，我们判断4季度10年期美债利率的合理中枢在4%左右。

图6：联邦基金期货隐含加息预期充分（左：% ，右：次）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图7：OIS 曲线分歧在近端和较远端（左：% ，右：BP）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

3 美债利率未来可能的拐点在 2023 年 1 季度

我们认为，下一个美债利率有决定性意义的拐点可能会在 2023 年 1 季度出现。本质上是因为美国通胀增速的持续性或将在 2023 年 1 季度得到验证。

在当前美国的核心通胀中，租金通胀是最为重要的分项，而 CPI 租金分项通常与市场租金增速和美国居民的工资增速有关。

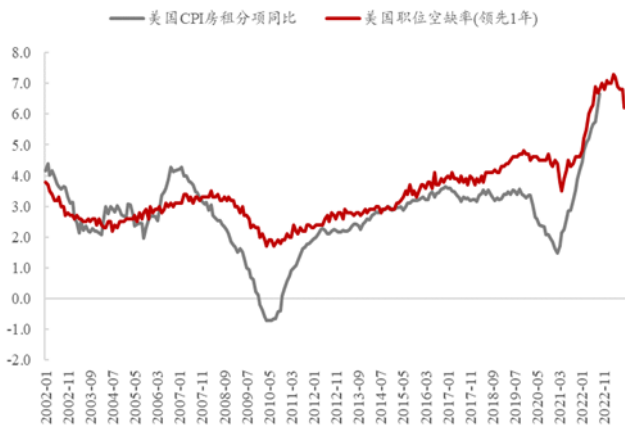
无论从市场租金还是工资增速的角度，美国租金通胀拐点的验证都会在 2023 年 1 季度出现。

首先，消费者对于租金的承受能力和他们的收入水平有关。我们发现美国职位空缺率大概领先 CPI 租金分项同比增速 12 个月。美国职位空缺率在 2022 年 3 月份见顶，这意味着，美国 CPI 租金分项同比增速或许会在 2023 年 3 月见顶。

另一方面，市场租金水平（如 Zillow 房租指数）同样和 CPI 租金分项相关，不过在统计口径上两者并不相同。大部分市场租金指数（以 Zillow 房租指数为例）统计的是当前挂牌的租金价格，也就是“新租金水平”；美国 CPI 的租金分项则包含了大量存量的租约。因为租约通常年度更新，从直觉上说，市场租金增速应该领先美国 CPI 租金分项同比增速约 1 年时间。

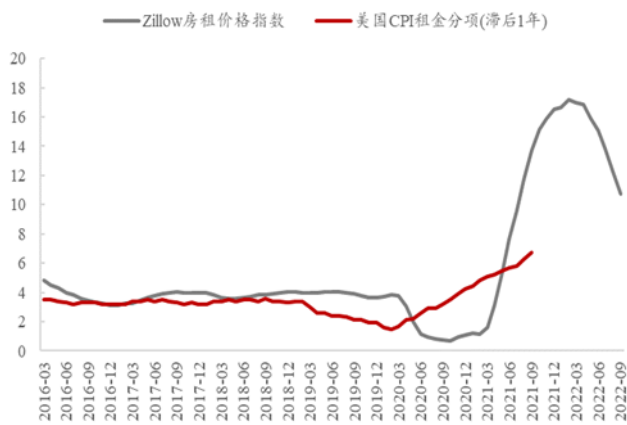
近期，美国劳工部发布的一篇论文验证了两者的关系，并表示市场租金指数增速确实领先 CPI 租金分项约 4 个季度。Zillow 房租指数同比增速已经在 2022 年 2 月见顶，这意味着美国 CPI 租金分项有望在 2023 年 2 月迎来拐点。

图8：美国职位空缺领先房租 CPI（单位：张）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图9：Zillow 房租指数增速领先房租 CPI（单位：%）



资料来源：Wind，Zillow，民生证券研究院

总的来说，美国通胀问题的主要矛盾是核心通胀，而美国核心的通胀矛盾在租金。美国租金通胀的持续性将在 2023 年 1 季度迎来验证时刻。

假如届时美国租金通胀的韧性较强，这意味着美联储驯服通胀之路仍任重道远。美联储将不得不延长政策利率维持在终点利率水平的时间，美债利率将开启新一轮的上行。

假如届时美国租金通胀增速顺利回落，这意味着美联储当前的利率政策成效不错，美联储可以按照原有的加息计划操作。这时候美国加息预期将见顶，美债利率也会见顶。

无论租金通胀如何演变，2022 年 4 季度可能都会是紧缩预期短暂的“喘息期”。随着美债利率走势偏震荡，以美股为首的风险资产的表现大概率会优于 3 季度。

4 风险提示

1) **海外地缘政治风险。**如果俄乌冲突加剧，可能会深化欧洲能源危机，从而对欧元汇率和欧洲经济基本面产生额外冲击。

2) **对美联储货币政策理解不到位。**可能会误读美联储对企业债务风险的反应函数。

3) **美国通胀失控风险。**若美国中长期通胀预期失控，美联储紧缩步伐还将超预期加快，这将引起资本市场动荡。

4) **海外官方机构对市场干预。**假如日本央行持续干预日元汇率，并最终不得不通过抛售所持美债以筹备资金，美债利率或超预期上行。

插图目录

图 1: 海外市场 2022 年“一波四折” (左: %)	4
图 2: 英国养老金危机短期基本解决 (左: %)	5
图 3: 英国通胀问题严重 (单位: %)	5
图 4: 美国 CPI4 季度基数效应回落 (单位: %)	6
图 5: 美国工资增速出现短期见顶迹象 (单位: %)	6
图 6: 联邦基金期货隐含加息预期充分 (左:%, 右:次)	7
图 7: OIS 曲线分歧在近端和较远端 (左:%, 右:BP)	7
图 8: 美国职位空缺领先房租 CPI (单位: 张)	8
图 9: Zillow 房租指数增速领先房租 CPI (单位: %)	8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026