

## 美债收益率，“急下”后何去何从？

11月上旬以来，美债利率大幅下行，驱动风险资产价格明显反弹。美债利率下行，是不是“新”趋势的开始、后市何去何从？本文分析，可供参考。

### 一、美债利率快速下行的原因：“通胀预期”快速降温

近期美债利率快速下行，全球权益、商品等资产价格均出现明显反弹。11月7日至11月25日，10Y、5Y和2Y美债利率分别下行54bp、54bp和30bp，至3.68%、3.85%和4.42%。全球权益市场明显反弹，主要股指普遍上涨，标普500、德国DAX、法国CAC40、恒生指数，分别上涨6.8%、8.0%、4.6%和8.7%。与此同时，美元指数的快速回落下，主要商品多数收涨。

本轮美债收益率下行，主要触发因素是10月份通胀数据低预期；通胀的见顶回落、衰退的渐行渐近，导致市场的加息预期大幅下修。11月10日美国公布的10月CPI、核心CPI数据，双双超预期回落。核心通胀见顶的“曙光”，使得市场的加息预期显著下修。11月7日至25日，市场隐含12月加息75bp的概率由80.6%骤降至24.2%；10年期美债利率也随之快速回落。

### 二、长端利率快速下行，对基本面逻辑或有一定透支

从短期利率来看，2年期美债利率通常紧跟美联储终点利率变化，而近期则与美联储加息路径出现较大偏离。11月7日以来，市场隐含的美联储加息终点利率小幅回落13bp至5.00%，而2年期美债利率则大幅回落29bp至4.42%。其隐含了美联储将在12月加息不足50bp、且随后将结束加息周期的预期，与美联储点阵图、官员暗示的，仍将至加息65bp的预期有分化。

从期限利差来看，10Y-2Y美债期限利差也走到了历史极值水平，同样存在对基本面过度反应之嫌。历史回溯来看，1988年以来、历次美国经济步入衰退前，10Y-2Y美债利率倒挂深度通常不超过50bp；而11月7日以来，10年期、2年期美债利率分别下行54bp和30bp，导致10Y-2Y美债利差的倒挂进一步加深至74bp，反映市场对经济与通胀预期已有很大程度下修。

### 三、美债利率中短期或仍有反复，情绪扰动在所难免

供给影响下通胀中短期仍将维持高位，近期美联储官员态度也普遍“偏鹰”；而美债市场“深度”的下降，或将放大短期扰动的市场反应。短期可能的扰动：1) 劳动力供给弹性受限，使贝弗里奇曲线右移，或导致薪资增长更为刚性；2) 美油产量受限，叠加俄油制裁、OPEC+减产影响，油价回落空间有限；3) 鲍威尔等多位官员均对终点利率做出了4.75%以上预测。

未来一段时期，盈利端的影响逐步显现，或导致美股市场波动依然较大。历史回溯来看，受盈利下滑拖累，衰退初期的1-2个季度，美股多面临调整风险。中短期因素影响包括：1) 美股企业盈利与GDP为同步指标，美国经济步入衰退时，美股企业盈利或仍将面临调整；2) 美元的韧性对美股海外收入形成明显侵蚀，三季度标普500指数成分股海外收入占比已回落至31%。

**风险提示：美联储货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期**

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人  
lixinyue@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、美债利率快速下行的原因：“通胀预期”快速降温 .....	3
2、长端利率快速下行，对基本面逻辑或有一定透支 .....	4
3、美债利率中短期或仍有反复，情绪扰动在所难免 .....	5

## 图表目录

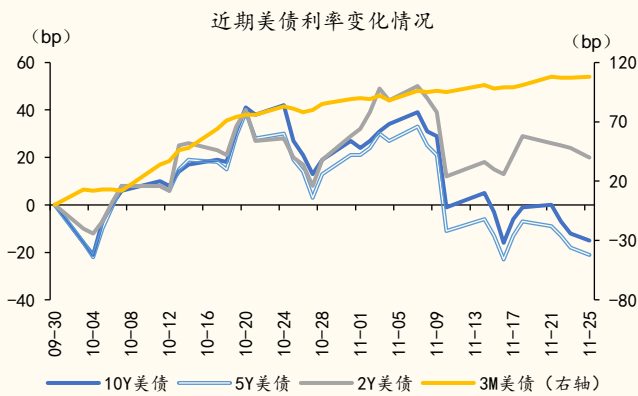
图表 1: 近期，美债利率快速下行 .....	3
图表 2: 全球权益、商品等资产价格明显反弹 .....	3
图表 3: 11 月以来的 10Y 美债收益率走势 .....	3
图表 4: 美国通胀数据普遍见顶回落 .....	3
图表 5: 12 月加息 75bp 的预期快速回落 .....	4
图表 6: 市场对终点利率的预期也出现明显下修 .....	4
图表 7: 10 年期美债见顶领先最后一次加息交易日数 .....	4
图表 8: 政策利率与 10 年期美债收益率走势 .....	4
图表 9: 美联储加息终点利率与 2Y 国债收益率 .....	5
图表 10: 市场预期的美联储加息路径 .....	5
图表 11: 美债利率的期限利差倒挂领先于经济衰退 .....	5
图表 12: 历次 10Y-2Y 美债倒挂的深度 .....	5
图表 13: 美国就业市场可能回不去从前 .....	6
图表 14: 劳动力供给缺口越发刚性 .....	6
图表 15: 美国页岩油钻井数量增长缓慢 .....	6
图表 16: 劳动力供给缺口越发刚性 .....	6
图表 17: 今年美联储议息会议前后美债利率多上行 .....	6
图表 18: 美联储官员近期关于终点利率的发声 .....	6
图表 19: 美国就业市场可能回不去从前 .....	7
图表 20: 美债流动性压力指数与美债波动率指数 .....	7
图表 21: 经济衰退开始后美股继续回调深度与月数 .....	7
图表 22: 衰退中，股市通常经历杀估值、盈利两阶段 .....	7
图表 23: EPS 仍然有下修空间 .....	8
图表 24: 美元强势冲击海外收入 .....	8

11月上旬以来，美债利率大幅下行，驱动风险资产价格明显反弹。美债利率下行，是不是“新”趋势的开始、后市何去何从？本文分析，可供参考。

### 1、美债利率快速下行的原因：“通胀预期”快速降温

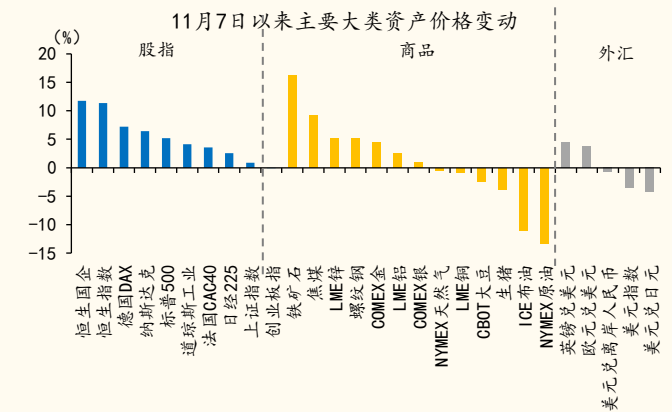
近期美债利率快速下行，全球权益、商品等资产价格出现明显反弹。11月7日至11月22日，10Y、5Y和2Y美债利率分别下行54bp、54bp和30bp，至3.68%、3.85%和4.42%。全球权益市场明显反弹，主要股指普遍上涨。截至11月22日，主要股指普遍上涨，标普500、德国DAX、法国CAC40、恒生指数分别上涨6.8%、8.0%、4.6%和8.7%。商品市场多数上涨，其中铁矿石领涨，上涨幅度超15%。外汇市场美元指数走弱，截至11月25日，英镑和欧元兑美元分别升值6.24%和4.45%，至1.2090和1.0397。

图表 1：近期，美债利率快速下行



来源：Wind，国金证券研究所

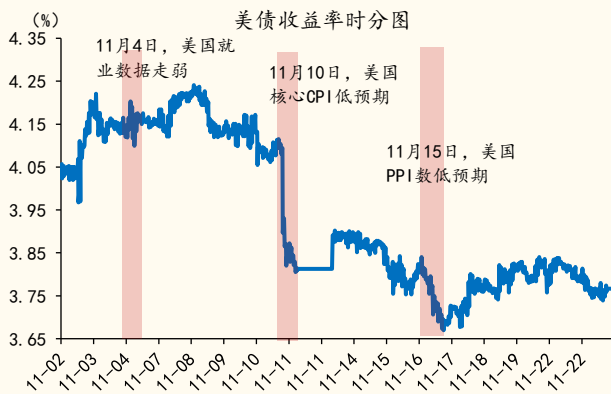
图表 2：全球权益、商品等资产价格明显反弹



来源：Wind，国金证券研究所

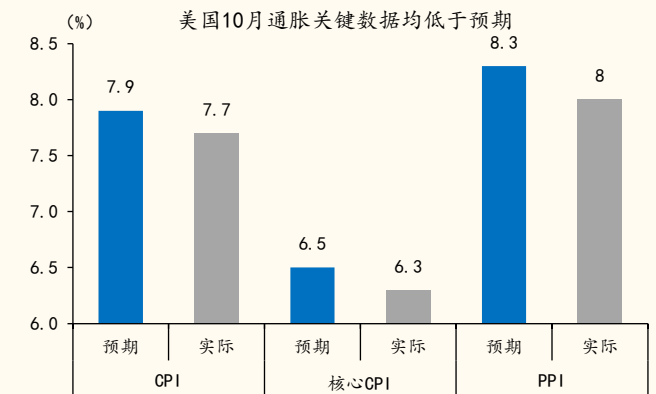
本轮收益率下行，主要触发因素是10月份通胀数据低预期。11月10日美国公布10月CPI、核心CPI数据，双双超预期回落。其中CPI同比上涨7.7%，低于预期的7.9%、前值的8.2%，为1月份以来最低水平；剔除食品和能源价格后，10月核心CPI同比上涨6.3%，低于预期的6.5%、前值的6.6%。11月15日公布的美国10月PPI同比增长8.0%，同样低于预期的8.3%。核心通胀见顶的“曙光”，驱动10Y美债利率快速回落，数据公布后从4.1%快速回落30bp。

图表 3：11月以来的10Y美债收益率走势



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 4：美国通胀数据普遍见顶回落

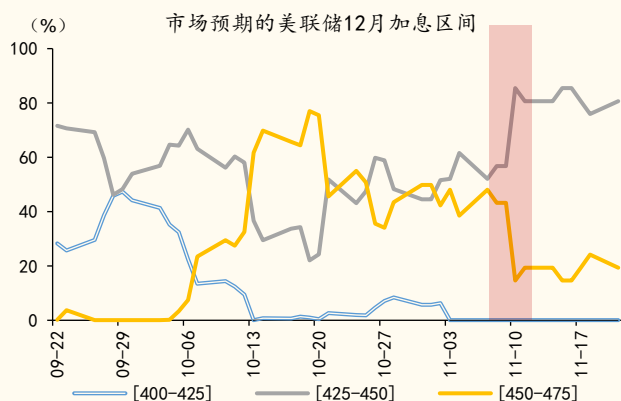


来源：Bloomberg，国金证券研究所

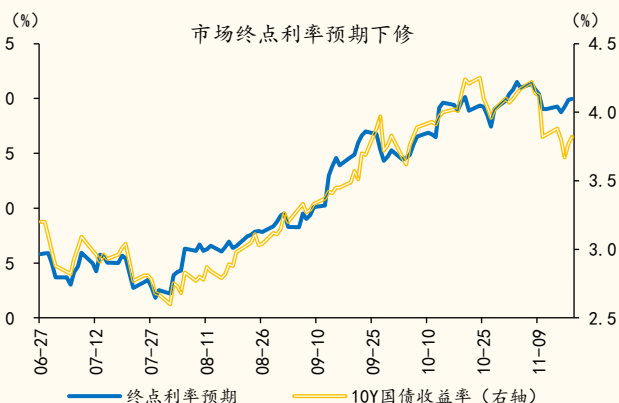
通胀的见顶回落、衰退的渐行渐近，导致市场的加息预期下修；此外，海外央行的交易行为也有一定影响。通胀的见顶回落，使得市场的加息预期出现了显著下修。11月7日至25日，市场隐含加息75bp的概率由80.6%骤降至24.2%；加息终点利率的预期也由5.13%下修至4.99%。与此同时，随着美元指数指数的回落，前期货币保卫战下，海外央行抛售美债、干预汇市的行为也得到暂缓。

图表 5：12月加息75bp的预期快速回落

图表 6：市场对终点利率的预期也出现明显下修



来源：CME，国金证券研究所



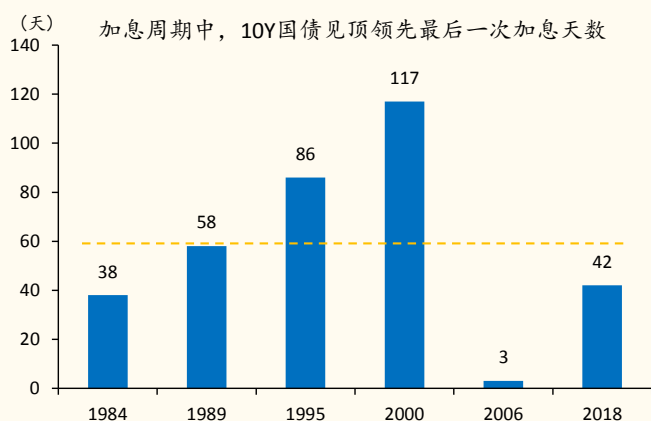
来源：Bloomberg，国金证券研究所

## 2、长端利率快速下行，对基本面逻辑或有一定透支

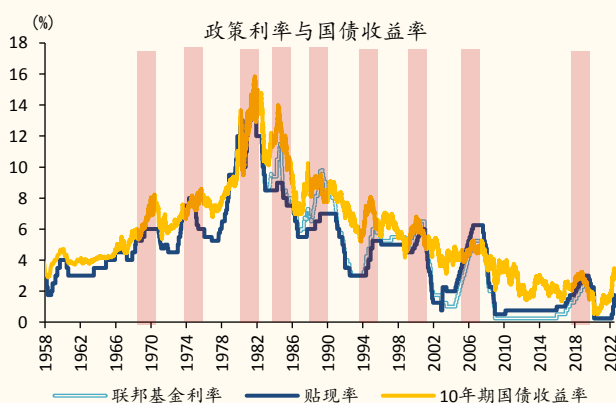
经验显示，市场利率一般领先政策利率 1-2 个季度；近期美国债市总体偏乐观，有历史规律可循。历史回溯来看，在 1982 年以后，美联储将中介目标由数量型目标 M2 增速转向价格型目标货币市场利率。此后的 6 轮加息周期里，10Y 美债收益率多领先政策利率约 1-2 个季度见顶。相对特殊的 2006 年，在地产风险隐现时加息戛然而止，10Y 美债利率与政策利率同步见顶。本轮美国宏观指标的“外强中干”，或指向美联储加息操作或止步于明年上半年；美债利率见顶的市场预期开始发酵，乐观情绪驱动下长端美债利率快速回落。

图表 7：10 年期美债见顶领先最后一次加息交易日数

图表 8：政策利率与 10 年期美债收益率走势



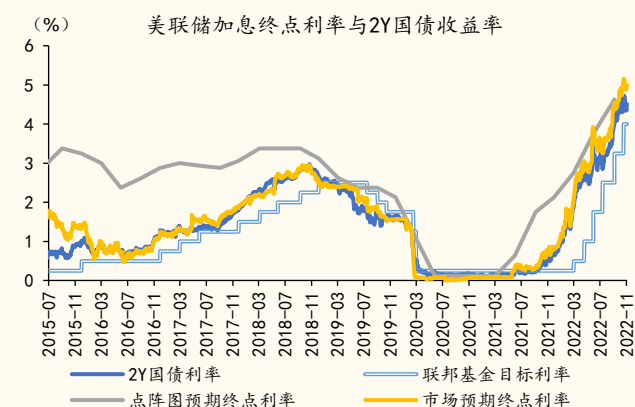
来源：NBER，Wind 国金证券研究所



来源：Fed，NBER，Wind，国金证券研究所

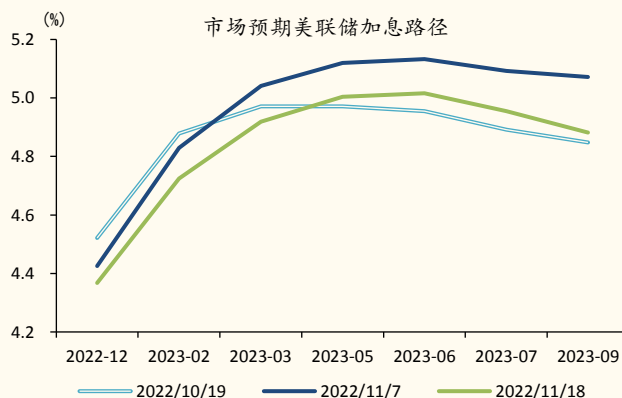
然而，近期市场乐观情绪的反应过快，与基本面或有背离；以 2 年期美债利率为例，其与终点利率偏差过大。历史来看，2 年期美债利率通常紧跟加息终点利率变化；而在近期，两者间出现了明显的分化。11 月 7 日以来，联邦利率期货隐含的美联储加息终点利率小幅回落了 13bp 至 5.00%，而 2 年期美债利率则大幅回落 30bp 至 4.42%，其隐含了美联储在 12 月加息不足 50bp、且随后将结束加息周期的市场预期，与美联储点阵图、联储官员暗示的加息路径大相径庭。

图表 9：美联储加息终点利率与 2Y 国债收益率



来源：Bloomberg，国金证券研究所

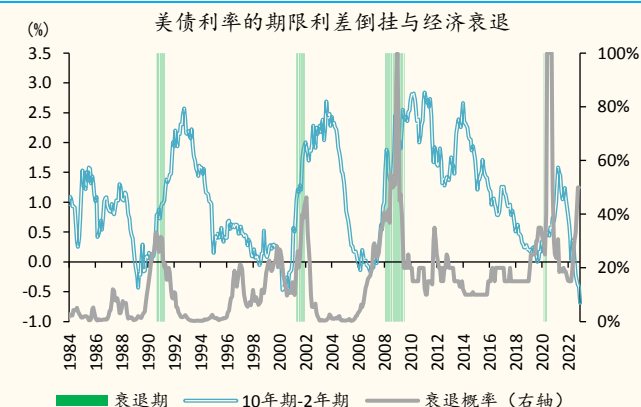
图表 10：市场预期的美联储加息路径



来源：Bloomberg，国金证券研究所

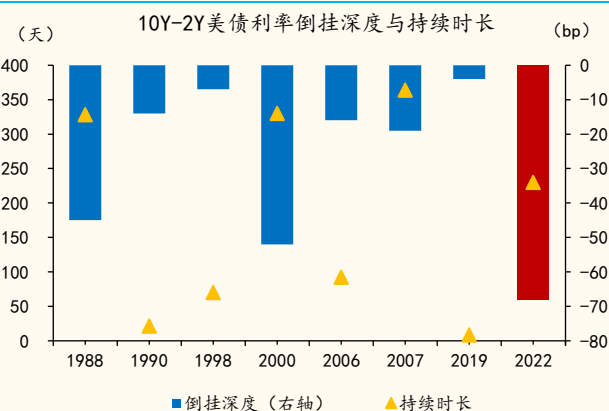
10Y-2Y 美债利率的期限利差同样也走到了历史极值水平，同样存在对基本面过度反应之嫌。历史回溯来看，1988 年以来、历次美国经济步入衰退前，10Y-2Y 美债利率倒挂深度通常不超过 50bp；而 11 月 7 日以来，10 年期、2 年期美债利率分别下行 54bp 和 30bp，至 3.68% 和 4.42%，导致 10Y-2Y 美债利差的倒挂进一步加深至 74bp，反映市场对经济与通胀预期已有很大程度的下修。

图表 11：美债利率的期限利差倒挂领先于经济衰退



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 12：历次 10Y-2Y 美债倒挂的深度

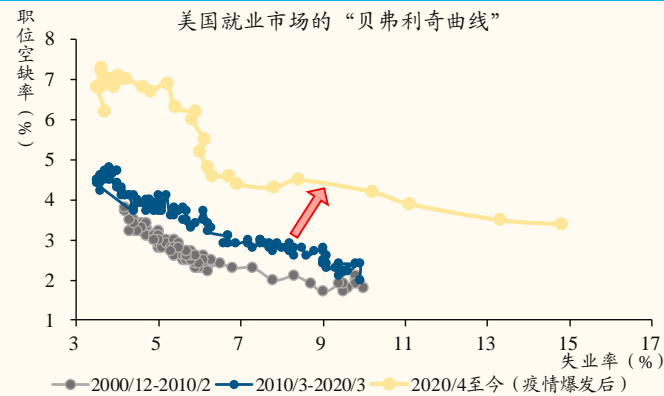


来源：Wind，国金证券研究所

### 3、美债利率中短期或仍有反复，情绪扰动在所难免

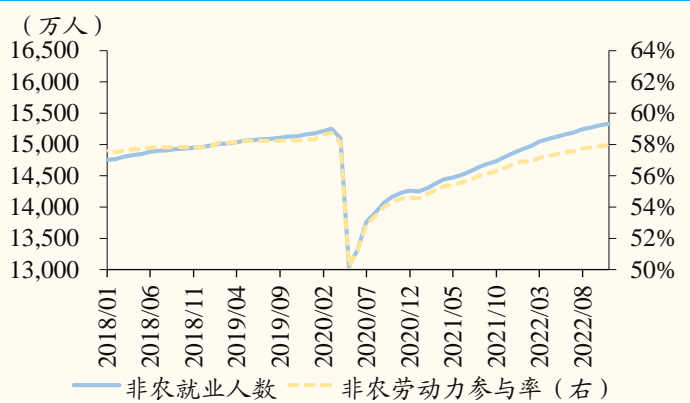
供给影响下，人力与资源价格中短期下行空间有限，导致中短期高通胀仍将持续一段时间。1) 从就业市场来看，即便未来就业需求下滑，供给弹性受限，使得“贝弗里奇”曲线长期向右偏移，或将导致薪资增长更为刚性、推升通胀。2) 从能源价格来看，美国页岩油企资本开支的刚性导致新钻井增长缓慢、库存井不断消耗，同时油田品质的下降，也导致单井产量的下滑拖累了美油产量的增长；叠加俄油制裁、OPEC+减产协议的影响，供给刚性下油价回落空间有限。

图表 13: 美国就业市场可能回不去从前



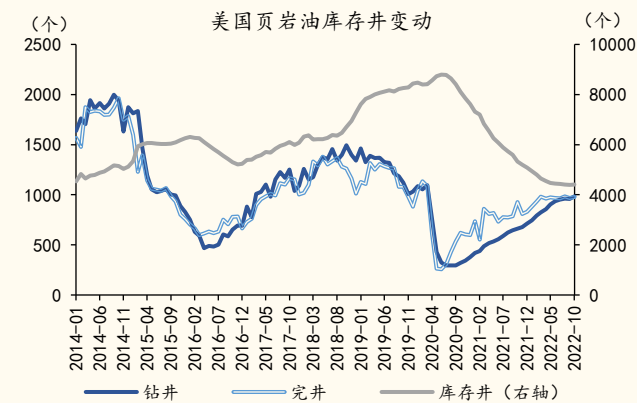
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 劳动力供给缺口越发刚性



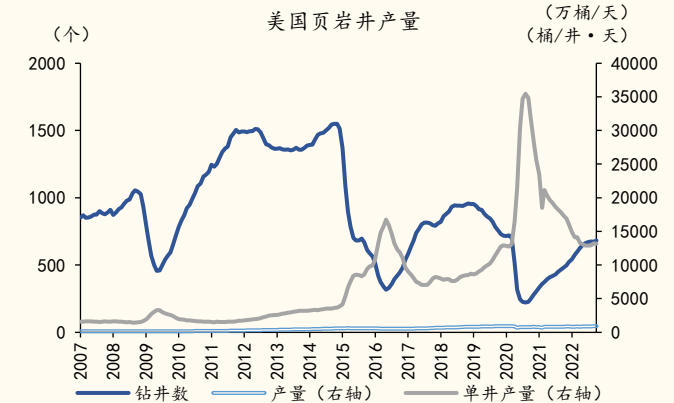
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 15: 美国页岩油钻井数量增长缓慢



来源: EIA, 国金证券研究所

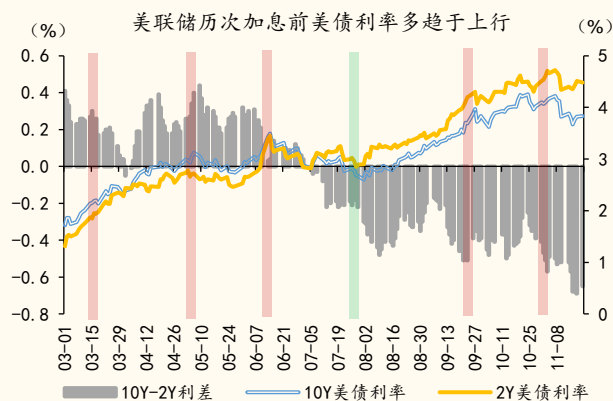
图表 16: 劳动力供给缺口越发刚性



来源: EIA, 国金证券研究所

美联储官员近日表述上来看，整体态度依然偏鹰；12月议息会议前后预期仍可能有扰动。美联储主席鲍威尔表示，明年峰值利率水平可能高于9月点阵图显示的4.65%这一水平；圣路易斯联储主席布拉德表示，终点利率至少要上升至5.00%-5.25%，才有可能达到“充分限制”让通胀重回2%的水平；其他多位官员也均对终点利率做出了4.75%以上预测。今年前6次美联储议息会议前后，10Y美债利率多趋于上行。12月议息会议点阵图潜在的调整，与市场对终点利率预期的再修正，或将带来走势和终点利率较一致的中短端利率再度上行。

图表 17: 今年美联储议息会议前后美债利率多趋于上行



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

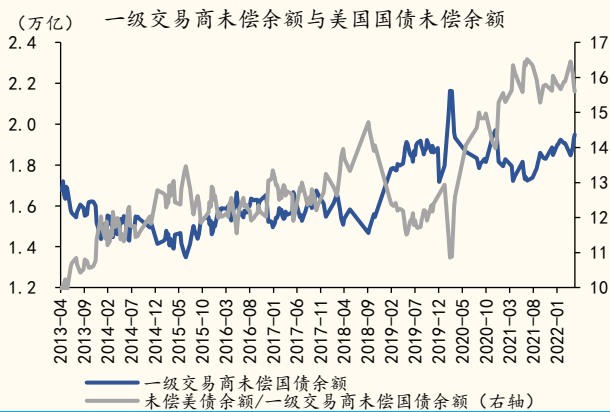
图表 18: 美联储官员近期关于终点利率的发声

职务	发言人	日期	言论
美联储主席	鲍威尔	2022/11/3	明年利率达到的峰值水平可能高于美联储9月份时做出的预期(4.6%)。
圣路易斯联储主席	布拉德	2022/11/18	目前的政策目标利率仍低于让通胀至2%目标所需的“充分限制性”水平。即使基于鸽派立场的假设，利率也至少需要上升到5%左右，而更严格的假设则建议利率高于7%。
旧金山联储主席	戴利	2022/11/17	4.75%~5.25%似乎是一个合理的利率峰值水平，在到达那个区间后利率可以一段时间内维持不变。
亚特兰大联储主席	博斯蒂克	2022/11/19	我认为有必要进一步收紧75到100个基点，我相信这一水平的政策利率将足以在合理的时间范围内抑制通胀。按照博斯蒂克的说法，这将使美联储的终端利率设定在4.75%-5%区间内。
里士满联储主席	巴尔金	2022/11/4	为了将通胀降至目标水平，美联储需要采取一切必要措施，这可能将利率峰值推高至5%以上。
明尼阿波利斯联储主席	卡什卡利	2022/10/18	如果我们没有看到潜在通胀或者核心通胀有所改善，那我不认为美联储有理由将基金利率停留在4.5%或者4.75%的水平上。
前波士顿联储主席	埃里克·罗森格伦	2022/11/2	现在美联储看起来有可能会将其终端利率——加息周期的终点提高到5%上方，我认为的具体数字是至少5.5%。

来源: Fed, 国金证券研究所

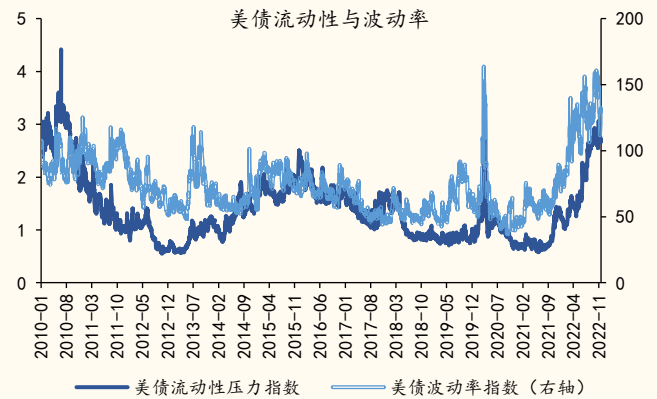
美国政府债券的流动性压力指数创近 2010 年以来新高，反映市场“深度”下降，短期预期扰动时市场波动易倍放大。疫情期间，美国国债余额大幅攀升，而一级交易商的资产负债表规模却并未相应扩张。做市商对激增美债的吸纳能力不足，导致美债市场深度快速下降，美债流动性压力指数在 10 月 31 日一度上行至 3.07，创 2010 年 8 月以来新高。市场“深度”不足，容易加剧美债市场波动，截至 11 月 22 日，美债隐含波动率指数为 133.53，处于 2008 年以来高位。

图表 19: 美国就业市场可能回不去从前



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

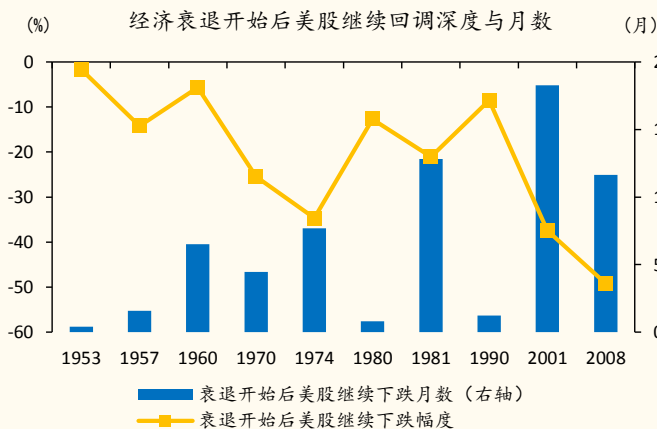
图表 20: 美债流动性压力指数与美债波动率指数



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

股票市场还需留意盈利下滑可能带来的影响。历史规律显示，受盈利下滑拖累，衰退初期的 1-2 个季度，美股多仍面临调整风险。向后看，经济下行压力下，生产率下滑、海外收入减少均可能对美股盈利端造成冲击。1) 历史上看，非农生产率与 EPS 走势多为同步指标，2022 年 Q2 美国非农生产率同比增长-2.4% 已回落至十年低位，或显示盈利下修仍未结束；2) 美元的韧性对美股海外收入形成明显侵蚀，三季度标普 500 成分股海外收入占比已回落至约 31%。

图表 21: 经济衰退开始后美股继续回调深度与月数



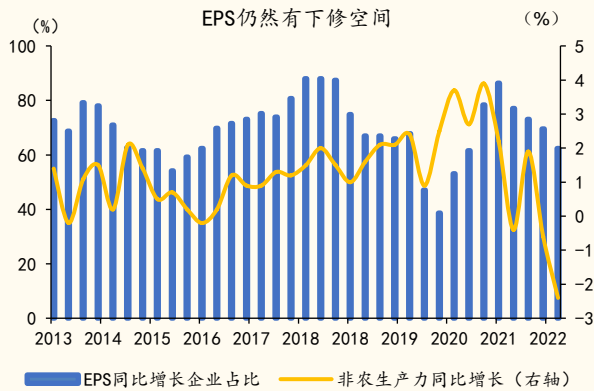
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 22: 衰退中，股市通常经历杀估值、盈利两阶段



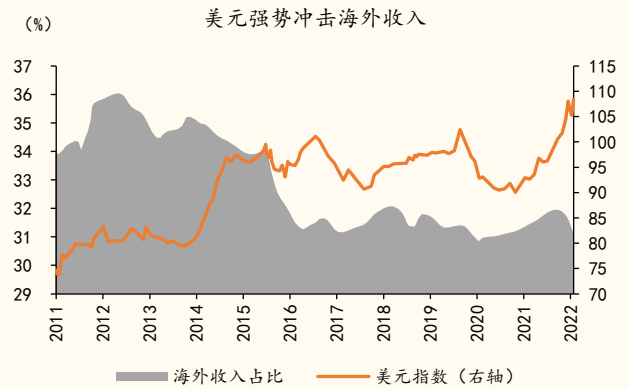
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 23: EPS 仍然有下修空间



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 24: 美元强势冲击海外收入



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### 经过研究, 我们发现:

- 1) 11月7日至11月25日, 10Y、5Y和2Y美债利率分别下行54bp、54bp和30bp。本轮美债收益率下行, 主要触发因素是10月份通胀数据低预期; 通胀的见顶回落、衰退的渐行渐近, 导致市场的加息预期大幅下修。11月10日美国公布的10月CPI、核心CPI数据, 双双超预期回落。核心通胀见顶的“曙光”, 使得市场的加息预期显著下修。
- 2) 近期市场乐观情绪的反应过快, 与基本面或有背离。1) 从短期利率来看, 2年期美债利率通常紧跟美联储终点利率变化, 而近期则与美联储加息路径出现较大偏离。11月7日以来, 2年期美债利率回落至4.42%, 其隐含了美联储将在12月加息不足50bp、且随后将结束加息周期的预期, 与美联储点阵图、官员暗示的预期有分化; 2) 从期限利差来看, 10Y-2Y美债期限利差也走到了历史极值水平, 同样存在对基本面过度反应之嫌。
- 3) 供给影响下通胀或将持续一段时期, 近期美联储官员态度也普遍“偏鹰”; 而美债市场深度的下降, 或将加剧粘性通胀、终点利率预期对市场的扰动。1) 劳动力供给弹性受限, 使贝弗里奇曲线向右偏移, 或导致薪资增长更为刚性; 2) 美油产量受限, 叠加俄油制裁、OPEC+减产协议的影响, 油价回落空间有限; 3) 鲍威尔等多位官员均对终点利率做出了4.75%以上预测。
- 4) 未来一段时期, 盈利端的影响逐步显现, 或导致美股市场波动依然较大。历史回溯来看, 受盈利下滑拖累, 衰退初期的1-2个季度, 美股多仍面临下调风险。向后看, 经济下行压力下, 生产率下滑、海外收入减少或对美股盈利端造成冲击。1) 美股企业盈利与GDP为同步指标, 经济衰退时面临下调; 2) 美元韧性对美股海外收入或仍有侵蚀。

### 风险提示:

- 1、**美联储货币政策收紧超预期:** 通胀率高居不下、就业市场韧性仍在, 可能会导致美联储货币政策收紧超预期, 持续大幅度加息。
- 2、**海外经济衰退超预期:** 持续大幅加息, 可能带来海外经济体需求的快速恶化, 叠加能源价格居高不下, 经济步入深度衰退。



**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402