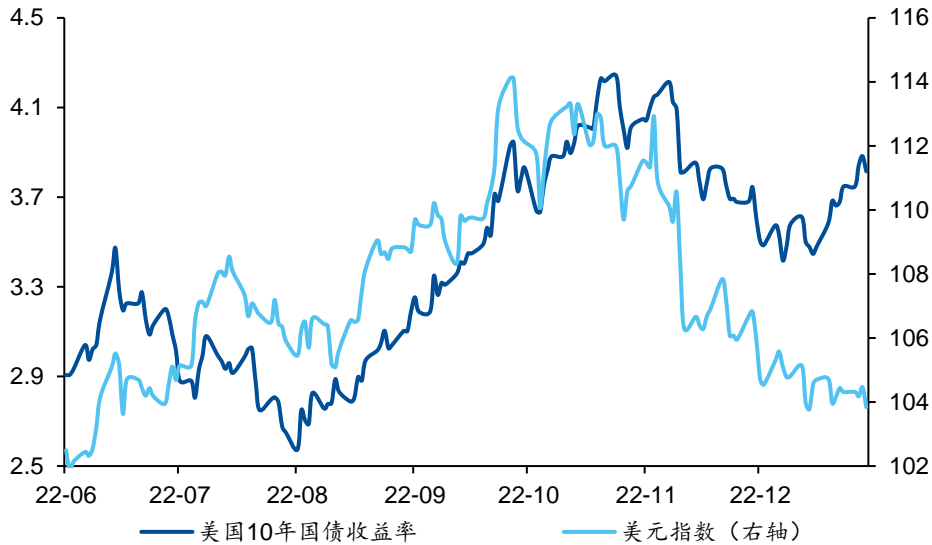




## 美元为何与 10 年美债“脱钩”？

美元与 10 年美债“脱钩”



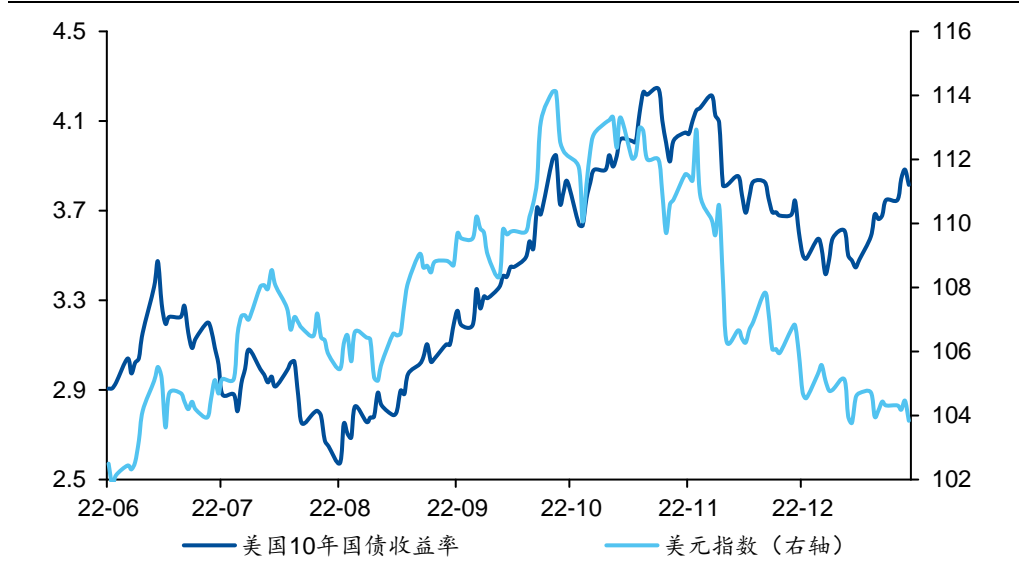
数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- **美元与 10 年美债利率出现“脱钩”。**从 11 月份开始，此前与 10 年美债收益率“亦步亦趋”的美元指数开始走出“独立行情”——美元指数在过去的两个月中跌势明显大于 10 年美债收益率的下行幅度。
- **利率的上行主要在长端，而非短端。**如果考察 2 年和 10 年美债利率的利差，我们会发现从本月中月以来，2 年美债利率几乎没有太大变化，由此带来了 2-10 年利率曲线的“陡峭化”。
- **导致美债 10 年利率上行的真正因素来自于“外因”。**首先是日本央行“超预期”调整 YCC 政策，这导致市场加码了来年日本央行进一步推动货币政策正常化的下注。与此同时，中国经济展望的明显改善也推动了美债长端利率的上行。
- **美债的“陡峭化”仍会温和持续。**由于短端利率受到货币政策影响，而美联储大概率会在加息至 5% 后进入政策观察期，因此 2 年美债利率上行动力并不充足。对于 10 年美债而言，其上行的幅度仍然受到中国、日本以及欧洲这几个外部因素的影响，这几个因素在可预见的未来内仍然会在市场中发酵。
- **美元仍将保持弱势。**我们认为欧元会回升至 1.10 一线，对应日元在 125 附近。人民币则继续保持温和走升态势，6.90 不会成为短期的阻碍。

### 美元与 10 年美债“脱钩”

从 11 月份开始，此前与 10 年美债收益率“亦步亦趋”的美元指数开始走出“独立行情”——美元指数在过去的两个月中跌势明显大于 10 年美债收益率的下行幅度。如果说两者在过去两个月的趋势仍然是大体类似的，但从本月中以来，10 年美债收益率出现了大约 40 个基点的上行，但美元指数仍然持续走弱，这背后的原因值得关注。

图 1：美元指数与 10 年美债收益率出现“脱钩”



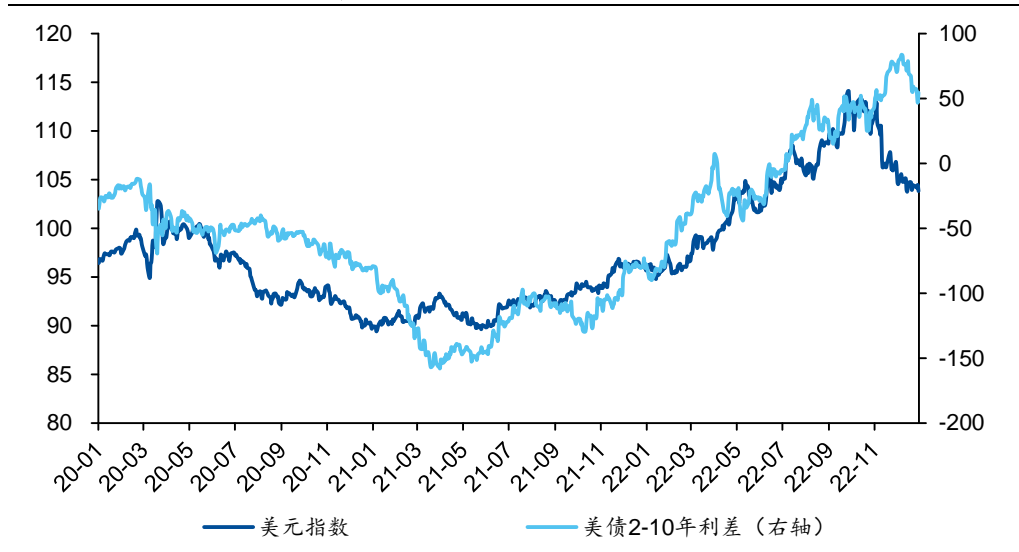
数据来源：Choice, 国泰君安国际

### “背离”因素在“外”

在我们看来，美元与 10 年美债背离，主要是两个原因造成：

首先，利率的上行主要在长端，而非短端。如果单纯考察 10 年美债收益率，我们看到了明显的上行。但如果考察 2 年和 10 年美债利率的利差，我们会发现从本月中以来，2 年美债利率几乎没有太大变化，由此带来了 2-10 年利率曲线的“陡峭化”。

图 2：美元指数意味着利率曲线进一步“陡峭化”？



数据来源：Choice, 国泰君安国际

从今年以来的表现来看，美元指数与美债的 2-10 年利差有着较高的相关性。总体而言，由于长端利率上行速度不如短端，我们看到了美债收益率曲线的“倒挂”，这在一定程度上意味着市场认为美国经济存在“衰退”可能，而美元作为避险货币吸引了资本的流入，同时美联储加息也明显快于其他经济体，这也提升了美元的吸引力。

但近期 2 年美债收益率不再上行，在很大程度上意味着市场预期美联储的加息已经进入“尾声”。目前的普遍预期是美联储会加息至 5-5.25% 附近，并大概率在未来的 2 次会议中完成。由于美国通胀表现也处于下行通道中，市场的预期目前看来是相对合理的。

第二，导致美债 10 年利率上行的真正因素来自于“外因”。近期有两个因素导致了美债中长期利率的上行，首先是日本央行“超预期”调整 YCC 政策，这导致市场加码了来年日本央行进一步推动货币政策正常化的下注。由于日本长期实施负利率政策，并在本轮发达国家的加息进程中处于“后段班”，未来日本央行一旦加速加息，则可能海外资金回流日本国内，而这意味着资金可能会流出美债。从美债整体收益率曲线来看，长端利率水平较低，成为了资金首先选择抛售的对象。技术上而言，日本央行的 YCC 政策的目标工具是日本的 10 年国债收益率，由于长期的宽松政策导致了日本 10 年国债利率畸低。而一旦日本进行货币政策正常化，10 年国债利率大概率出现快速上行，对应而言，10 年期美债受到的压力也会更大。

与此同时，中国经济展望的明显改善也推动了美债长端利率的上行。从利率本身的运行而言，长端利率更容易受到经济预期的改善而出现上行，而近期中国疫情管控政策放松后，中国以及全球的经济展望都受到了提振，这也带来了预期改善并推动了美债利率曲线的陡峭化。

第三，欧洲的货币政策紧缩也慢于美联储，这导致了欧洲中长期利率的上行幅度快于美国，也带来了欧美利差的收窄。在这个过程中，欧元也出现了明显的升值，加上日本央行收紧货币政策的预期强化，日元也随之升值，最终带来了美元的走弱。

图 3：欧美利差收窄推动欧元



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

## 美元弱势仍将持续

**美债的“陡峭化”仍会温和持续。**由于短端利率受到货币政策影响，而美联储大概率会在加息至5%后进入政策观察期，因此2年美债利率上行动力并不充足。对于10年美债而言，其上行的幅度仍然受到中国、日本以及欧洲这几个外部因素的影响，正像我们上面提到的，这几个因素在可预见的未来内仍然会在市场中发酵。但与此同时，受到美国经济“衰退”预期的影响，10年美债的上行速率会受到一定的抑制。短期而言，对于利率曲线陡峭化的最大敌人是“滞胀”，但由于美国通胀率大概率会较快下行，因此“滞胀”交易很难在短期内卷土重来。

**美元走弱仍将持续。**美元走弱的主要因素是“外因”，而非“内因”。而这几个“外因”短期内很难被证伪，尤其是日本央行将在1月中召开货币政策会议，市场很难在此前降低对日本加速收紧的预期。如果日本央行超预期“放鸽”，那么市场可能会出现一定的美元多头回补，否则美元的走弱态势仍将持续。我们认为欧元会回升至1.10一线，对应日元在125附近。人民币则继续保持温和走升态势，6.90不会成为短期的阻碍。

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除远大医药(00512.HK)、泸州银行(01983.HK)、晋商银行(02558.HK)、顺丰房托(02191.HK)及郑州银行(06196.HK)，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的吉利汽车(00175.HK)、中国外运-H股(00598.HK)、交通银行-H股(03328.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、百度集团-SW(09888.HK)、金山软件(03888.HK)、新创建集团(00659.HK)、商汤-W(00020.HK)、中国有色矿业(01258.HK)、乐享互动(06988.HK)、广汽集团-H股(02238.HK)、中国联塑(02128.HK)、合景泰富集团(01813.HK)、旭辉控股集团(00884.HK)、正荣地产(06158.HK)、哔哩哔哩-W(09626.HK)、碧桂园(02007.HK)、腾讯控股(00700.HK)、雅居乐集团(03383.HK)、中国奥园(03883.HK)、龙光集团(03380.HK)、融创中国(01918.HK)、新世界发展(00017.HK)、新天绿色能源(00956.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、复星国际(00656.HK)、中国中免(01880.HK)、洪九果品-H股(06689.HK)、科济药业-B(02171.HK)、民生银行-H股(01988.HK)、协鑫新能源(00451.HK)、周大福(01929.HK)、彩虹新能源(00438.HK)、金融街物业(01502.HK)、国美零售(00493.HK)、中海物业(02669.HK)、奥园健康(03662.HK)、金科服务(09666.HK)、雅生活服务(03319.HK)、甘肃银行(02139.HK)、兖矿能源(01171.HK)、滨海投资(02886.HK)、华南城(01668.HK)、中国旭阳集团(01907.HK)、移卡(09923.HK)、威高股份(01066.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、中梁控股(02772.HK)、四环医药(00460.HK)、重庆银行(01963.HK)、东方证券-H股(03958.HK)、中广核电力-H股(01816.HK)、中广核新能源(01811.HK)、中广核矿业(01164.HK)、江苏宁沪高速公路(00177.HK)、药明康德(02359.HK)、绿城中国(03900.HK)、泉峰控股(02285.HK)、凯莱英-H股(06821.HK)、小鹏汽车-W(09868.HK)、奈雪的茶(02150.HK)、小米集团-W(01810.HK)、旭辉永升服务(01995.HK)、中石化冠德(00934.HK)、中石化炼化工程-H股(02386.HK)、上海石油化工股份(00338.HK)、中国石油化工股份-H股(00386.HK)、泡泡玛特(09992.HK)、晨鸣纸业(01812.HK)、理文造纸(02314.HK)、思摩尔国际(06969.HK)、中关村科技租赁(01601.HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司在有，或将会为本研究报告所评论的联想集团(00992.HK)、中国移动-H股(00941.HK)、香港交易所(00388.HK)、银河娱乐(00027.HK)、长城汽车-H股(02333.HK)、友邦保险(01299.HK)、金沙中国有限公司(01928.HK)、瑞声科技(02018.HK)、舜宇光学科技(02382.HK)、国药控股-H股(01099.HK)、中国海洋石油(00883.HK)、药明生物(02269.HK)、美团-W(03690.HK)、快手-W(01024.HK)、小鹏汽车-W(09868.HK)、中信証券-H股(06030.HK)、中国铁塔-H股(00788.HK)、小米集团-W(01810.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、网易-S(09999.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、中芯国际(00981.HK)、阿里健康(00241.HK)、百度集团-SW(09888.HK)、吉利汽车(00175.HK)、比亚迪股份-H股(01211.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、工商银行-H股(01398.HK)、中银香港(02388.HK)、中国银行-H股(03988.HK)、汇丰控股(00005.HK)、中国平安-H股(02318.HK)、中国人寿-H股(02628.HK)、腾讯控股(00700.HK)、融创中国(01918.HK)、龙光集团(03380.HK)、中国奥园(03883.HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告内容既不代国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及之个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辦人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规则, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com