



宏观研究报告

2023年7月7日

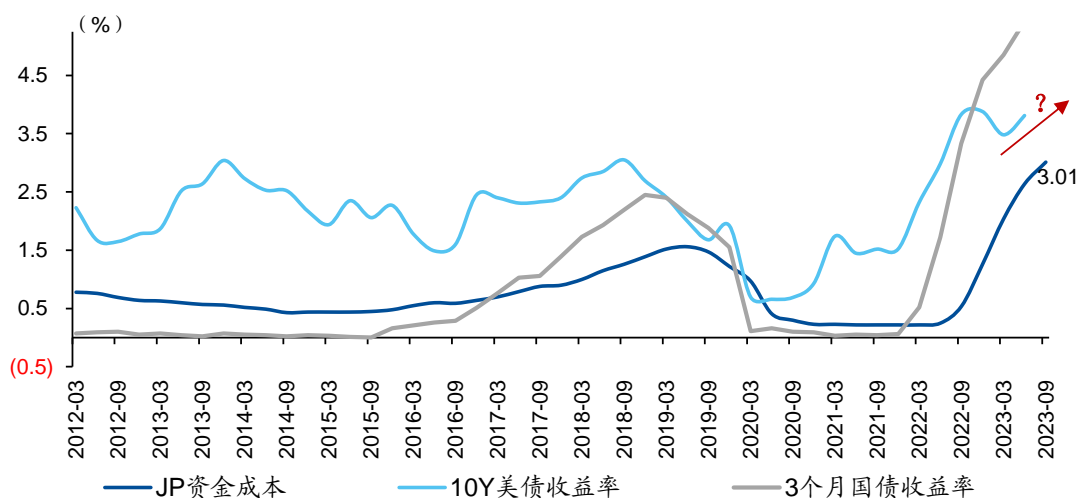
周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@qtias.com.hk

4%是10Y美债的“起点”还是“终点”？

基于银行资金成本与10Y美债的利差，10Y美债中枢或上移



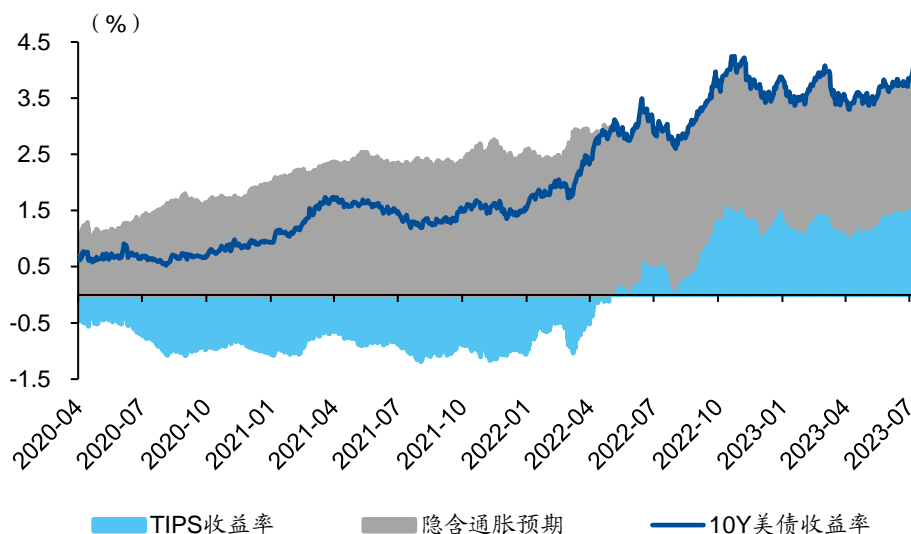
数据来源: Wind, 国泰君安国际

- **7月6日(美国当地时间), 10Y美债利率破4%。**6月ADP新增就业人数高达49.7万(前值27.8万), 远超市场预期的22.5万。这指向服务业扩张促使劳动力需求维持强劲, 美国劳动力市场仍具韧性, 市场通胀预期再度升温, 10年期美债利率持续抬升。
- **加息预期与短期经济韧性是美债利率上行的主要驱动。**高通胀、高利率的背景下, 美国部分经济数据超预期, 衰退预期有所退坡, 经济是否进入“新稳态”仍然需要进一步验证。一方面, 一季度美国GDP上修, 实际GDP终值年化环比2%, 较此前上修0.7个百分点, 主因居民消费的上调。另一方面, 美国资产定价对高利率的容忍度明显抬升, 房地产交易价格持续抬升, 房价也开始出现了环比转正。
- **通胀是推动美债利率下行的交易“主线”。**美国本轮高通胀周期下, 通胀范式已发生转变。具体表现为: 高通胀状态下的通胀分项联动效应强, 溢出效应大, 通胀粘性强, 形成的工资-通胀螺旋推升租金通胀。租金预期维持高位, 房租的坚挺成为房价回稳的重要推力。中长期看, 美国核心通胀中枢将在3%左右。
- **基于J.P. Morgan资金成本与美债的利差, 10Y美债利率中枢或进一步抬升。**当然, 从另一个角度来看, 美债市场的交易结构可能也正在出现变化, 尤其考虑到“衰退”和“着陆”的博弈仍然未见分解。所以从银行融资成本视角来考虑10年美债利率, 只是一个相对简便的视角, 真正的市场博弈不会如此简单。
- **由于10年美债中枢的进一步上移会面临强大的思维和历史惯性, 因此快速突破地心引力的可能性也不高。4%看似是一个重要的心理关口, 但从基本面的角度来看, 4%并不重要, 美国经济和通胀的未来走势才是投资者真正需要关注的。**

美债 10Y 收益率“破4”

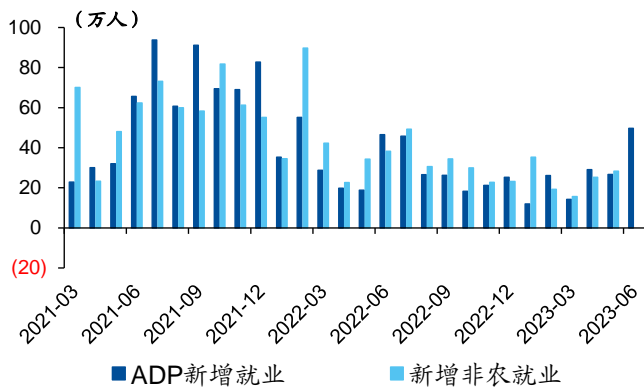
7月6日（美国当地时间），美国ADP就业数据超预期，加息预期升温，10年期美债收益率破4%。6月ADP新增就业人数高达49.7万（前值27.8万），远超市场预期的22.5万人。这指向服务业扩张促使劳动力需求维持强劲，美国劳动力市场仍具韧性。叠加鲍威尔放鹰，市场通胀预期再度升温，10年期美债利率持续抬升，自5月起已累计回升超50BP，直至突破4%。

图 1：7月6日（美国当地时间），10Y美债利率“破4%”



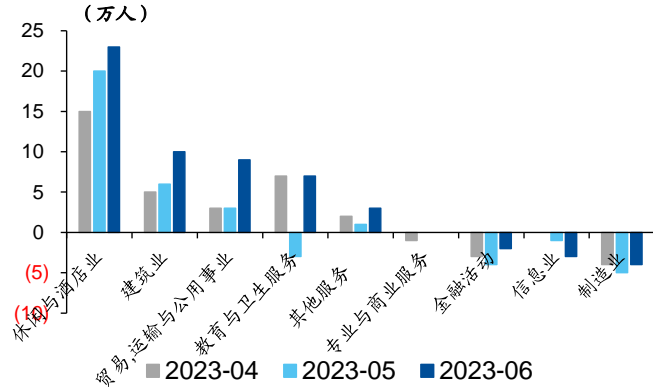
数据来源：Wind, 国泰君安国际

图 2：6月ADP新增就业超预期，就业市场仍具韧性



数据来源：Wind, 国泰君安国际

图 3：服务业、建筑业支撑ADP新增就业



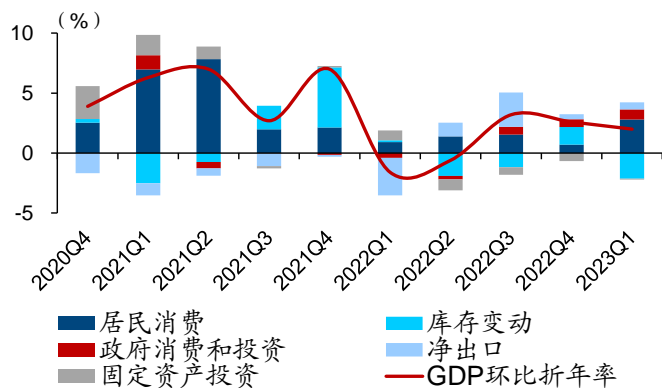
数据来源：Wind, 国泰君安国际

加息预期与短期经济韧性是驱动，通胀是主线

高通胀、高利率的背景下，美国部分经济数据超预期，衰退预期有所退坡，经济是否进入“新稳态”仍然需要进一步验证。一方面，一季度美国GDP上修，实际GDP年化环比终值为2%，较此前上修0.7个百分点，主因居民消费的上调。结合美国居民超额储蓄以及实际可支配收入提高，美国居民消费仍有一定支撑。5月居民实际可支配收入同比增长

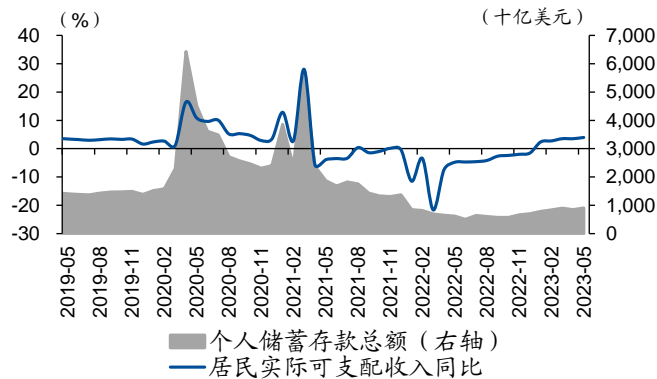
4%，较前值抬升 0.5 个百分点，其分项中的雇员报酬增长显著（约贡献 1.2%），一定程度上推动居民消费。

图 4：消费过热，美国一季度GDP上修



数据来源：Wind，国泰君安国际

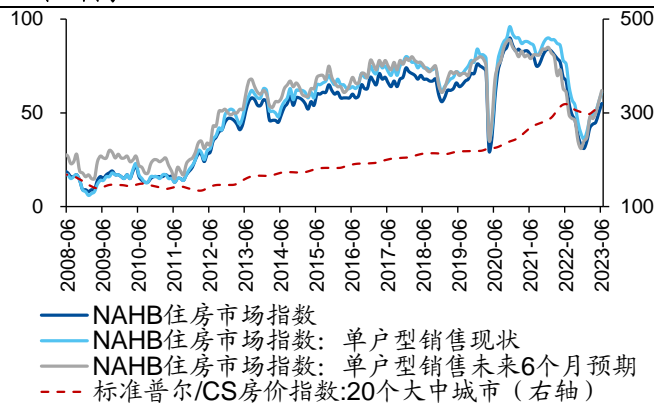
图 5：美国5月居民可支配收入改善，雇员报酬提升是主因，一定程度上支撑居民消费



数据来源：Wind，国泰君安国际

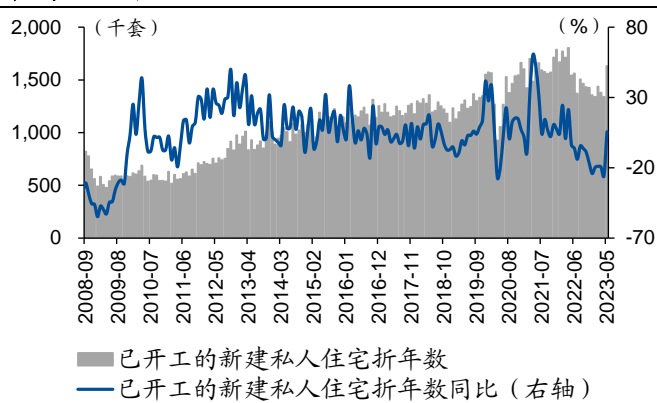
另一方面，美国资产定价对高利率的容忍度明显抬升。以美国房地产市场为例，高利率有效压制了购房需求，引致房地产交易量大幅萎缩，但是房地产市场依然表现坚挺。究其原因，高利率形成较高置换成本抑制房地产供给，供给端趋紧，房地产交易价格持续抬升，房价也开始出现了环比转正。

图 6：6月美国NAHB住房指数升至55，为2022年7月以来新高



数据来源：Wind，国泰君安国际

图 7：5月美国新房开工同比由负转正，为5.7%（前值为-26%）



数据来源：Wind，国泰君安国际

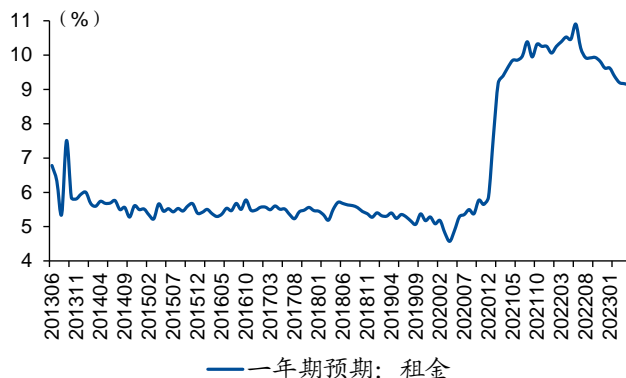
通胀是推动美债利率下行的交易“主线”。尽管美国通胀下行趋势从2022年8月就已确立，但核心通胀粘性强，美国通胀范式或已发生转变。具体来看，美国本轮通胀属于高通胀周期，而在高通胀状态下，通胀分项联动效应强，溢出效应大，通胀粘性强，形成的工资-通胀螺旋推升租金通胀。由于从定价角度，租金在一定程度上可以看作是房地产价值的真实体现。租金通胀高企、租金预期维持高位是房价回稳的重要推力。

图 8: 房屋空置率处于历史低位, 房价具韧性



数据来源: Wind, 国泰君安国际

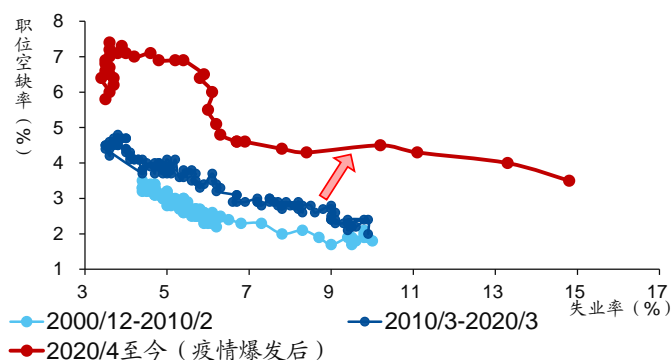
图 9: 居民租金预期仍维持高位



数据来源: Wind, 国泰君安国际

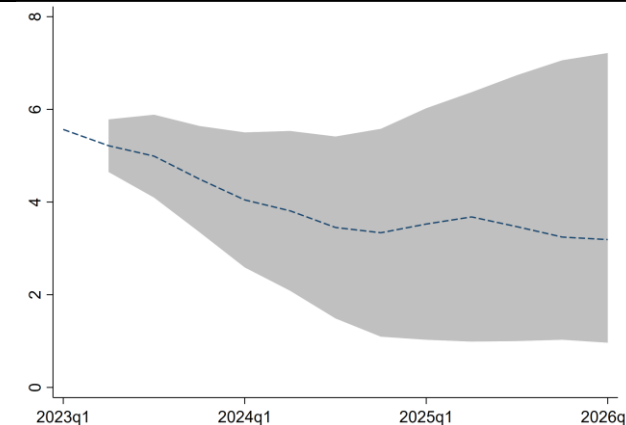
中长期, 美国核心通胀中枢可能维持在 3% 左右。疫情后, 美国就业市场的贝弗里奇曲线明显外移, 职位空缺与失业之间的匹配效率下降。劳动力市场维持紧张状态, 并成为影响美国核心通胀走势的最大不确定性因素。我们结合理论和实证模型, 预计美国未来三年核心中枢将在 3% 左右, 因而目前美债交易主线仍是通胀。

图 10: 美国就业市场的“贝弗里奇曲线”



数据来源: Wind, 国泰君安国际

图 11: 美国未来三年核心通胀中枢将在 3% 左右



数据来源: Wind, 国泰君安国际

4%是“起点”还是“顶点”？

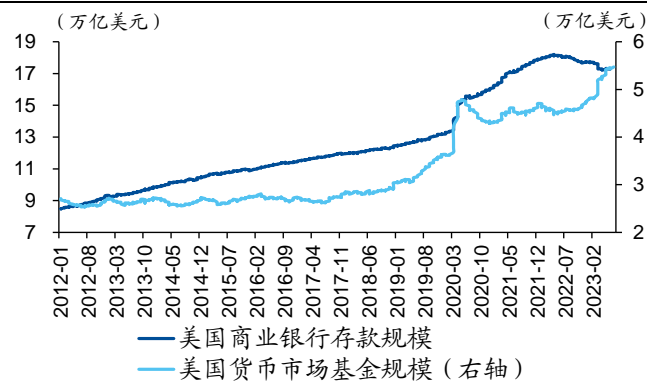
交易存在“惯性”, 美债利率上行具持续性。可能存在交易性因素, 即收益率在突破关键“阈值”后自我反馈式上升。换言之, 美债利率抬升至一定程度存在“自我反馈”式的关键节点。一旦突破这一关键节点时, 前期显著的上行进一步促使部分投资者出售国债, 进而持续推升收益率, 进入自我反馈式或自我强化式的上升通道。

银行资金成本 (Funding Cost) 可以作为判断美债长端利率的参考指标。从期限溢价视角看, 美债长期收益率可以拆解为短期名义利率 (短期名义利率又可以从通胀视角拆分为短期实际利率和通胀预期)、实际期限溢价和通胀风险溢价三个部分。由此, 我们可以基于短期名义利率来预测长期美债收益率的大体走势。进一步地, 利率的本质是资金的价格, 银

行资金成本或蕴含更多市场信息，可以作为判断美债长端利率趋势的参考。一方面，美国资金成本与短端利率挂钩。从2022年美联储快速加息以来，货币市场基金成为居民青睐的金融工具，造成居民“存款搬家”，商业银行存款收缩，相应的银行准备金减少。为了阻止存款外流，商业银行提高负债端成本（存款利率），即资金成本增加，因而与短端利率挂钩。历史数据显示，3个月美债收益率基本围绕联邦基金目标利率上下波动，而银行资本成本与3个月美债利率走势基本一致，这也表明银行资本可以作为美债短期利率的代理变量。另一方面，与美债短期利率不同的是，银行资金成本受到的市场交易扰动相对较小，波动相对不剧烈，可以用于预测长端美债利率中枢的大致情况。

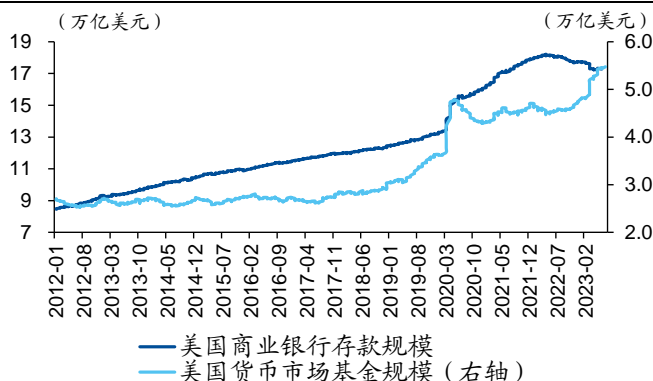
基于 J.P. Morgan 资金成本与美债的利差，10Y 美债利率中枢或进一步抬升。从历史数据看，疫情前 10Y 国债收益率与 J.P. Morgan 资金成本的利差均值在 1.5% 左右。从中期视角来看，J.P. Morgan 的资金成本可能在 3% 左右，这也预示着美债中枢可能温和上行。

图 12: 加息周期通胀伴随货币市场基金规模扩大



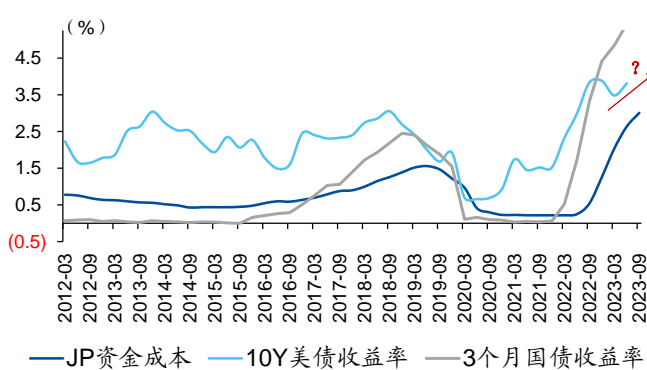
数据来源: Wind, 国泰君安国际

图 13: 居民存款“搬家”促使银行资金成本抬升



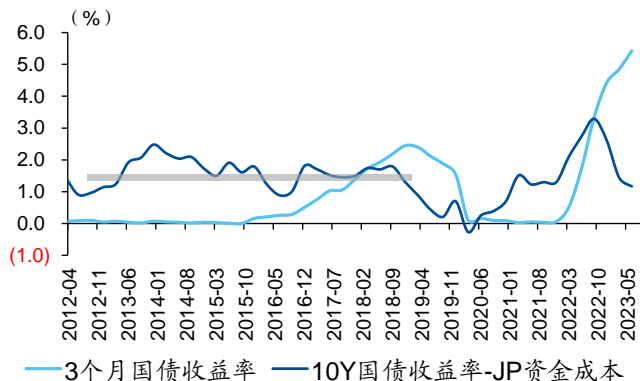
数据来源: Wind, 国泰君安国际

图 14: 基于银行资金成本, 10Y美债中枢或进一步上升



数据来源: Wind, 国泰君安国际
注: 样本数据为 J.P. Morgan 的资本成本

图 15: 疫情前, 10Y国债与JP资金成本的利差均值为1.5%左右



数据来源: Wind, 国泰君安国际

当然，从另一个角度来看，美债市场的交易结构可能也正在出现变化，“衰退”和“着陆”的博弈仍然未见分解。所以从银行融资成本视角来考虑 10 年美债利率，只是一个相对简便的视角，真正的市场博弈不会如此简单。由于 10 年美债中枢的进一步上移会面临强大的思维和历史惯性，因此快速突破地心引力的可能性也不高。总体而言，市场需要进一步关注利率上移对于经济和金融市场的影响，4%看似是一个重要的心理关口，但从基本面的角度来看，4%并不重要，美国经济和通胀的未来走势才是投资者真正需要关注的。

感谢陈秋羽博士对本文作出的杰出贡献

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	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

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	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 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。
- (2) 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。
- (3) 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的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例, 或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 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