

如何看待美债收益率走高

不仅仅是特定事件引发的抛售

美债收益率走高或反映了市场对于高利率水平维持时间不断加长的担忧，而不仅仅是由惠誉降级和较大规模美债发行计划所引起的。美债 10 年收益率短期高位震荡仍然是我们的基准情形。

- **发生了什么？** 美债 10 年收益率快速走高并接近前期高点，各类资产表现普遍欠佳。
- **如何理解？** 惠誉下调美国信用评级以及美国财政部宣布新的美债发行计划可能并不是美债收益率走高的唯二解释。从宏观线索来看，美债（尤其是中长端）收益率的走高或反映了市场对于高利率水平维持时间不断加长的担忧。
- **我们的观点？** 美债 10 年收益率短期高位震荡仍然是我们的基准情形；近期美债中长端收益率快速走高显示“紧缩交易”回归的风险增加；美国通胀和就业数据仍将是决定美债中长端收益率走势的关键宏观因素。
- **风险提示：** 美国金融风险 and 通胀韧性超预期，美联储货币政策框架发生显著改变。

相关研究报告

《大类资产交易周报》20230730
《宏观策略日报：美股美债关联度回正显示“紧缩”担忧再次升温》20230803
《宏观策略日报：惠誉下调美国评级目前对市场冲击暂时有限》20230802

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

美债 10 年收益率快速走高并接近前期高点，各类资产表现普遍欠佳。在过去的几个交易日中，美债收益率出现了较快速度的走高（主要是 5 年期以及更后端的长债收益率曲线；较一周前水平平均走高超 10 个基点）。其中，美债 10 年收益率在过去一周走高超 20 个基点，目前已经升至约 4.17% 的水平，距离 2022 年 10 月 4.24% 的近年历史高点仅剩约 7 个基点。与此同时，除美元外的其它各类资产表现普遍欠佳。

图表 1. 美债 10 年收益率接近前期高点



资料来源：彭博，中银证券

图表 2. 除美元外的其它各类资产在过去几个交易日中表现普遍承压

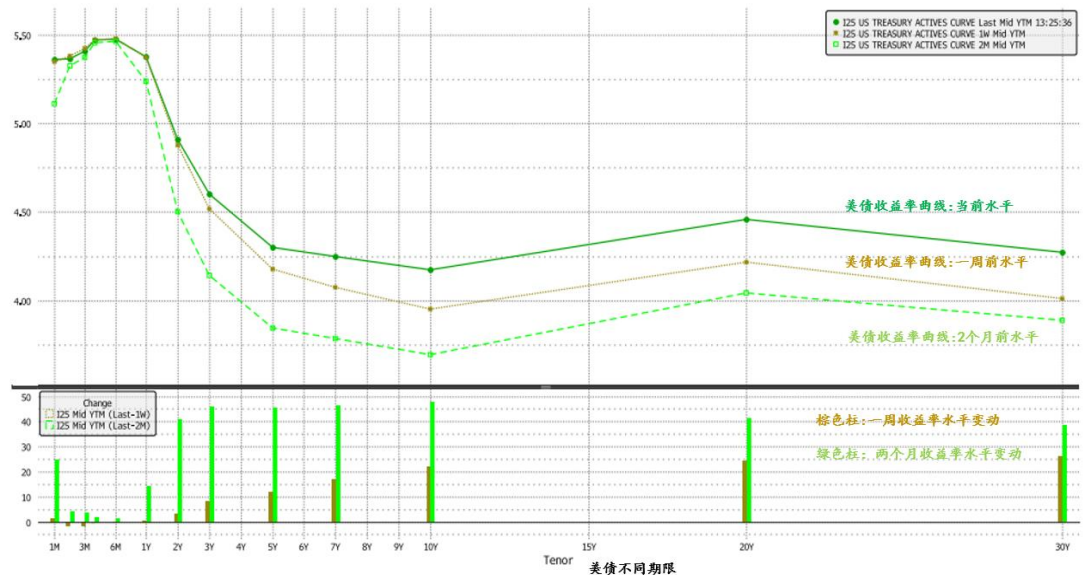
		除美元外的各类资产承压					
全球主要金融资产指标		收盘价	价格隔日变动	价格5日变动	价格30日变动	2023年以来价格变动	5月中旬以来变动
风险资产	比特币	29285	0.6%	-0.2%	-4.9%	77.1%	7.1%
	标准普尔500指数	4502	-0.3%	-1.8%	1.0%	17.3%	8.8%
	道琼斯工业平均指数	35216	-0.2%	-0.7%	2.3%	6.2%	5.6%
	纳斯达克综合指数	13960	-0.1%	-2.5%	1.0%	33.4%	12.9%
	日经225指数	32159	-1.7%	-1.8%	-3.8%	23.2%	8.5%
	COMEX铜期货	390	1.5%	-0.7%	3.2%	2.3%	4.3%
	上海深圳沪深300指数	4005	0.9%	0.3%	2.7%	3.4%	0.2%
	标普/澳证200指数	7312	-0.6%	-1.2%	0.4%	3.9%	0.6%
	MSCI新兴市场指数(除中国)	1220	-0.7%	-2.9%	-0.2%	11.3%	6.6%
	创业板指数	2242	1.1%	1.0%	0.4%	-4.5%	-2.5%
	韩国KOSPI指数	2605	-0.4%	-0.1%	0.5%	16.5%	5.1%
	欧元区斯托克50价格指数	4305	-0.7%	-3.6%	-2.0%	13.5%	-0.3%
	恒生科技指数	4406	0.4%	-1.3%	8.1%	6.7%	12.3%
	香港恒生指数	19421	-0.5%	-2.5%	0.0%	-1.8%	-2.8%
	富时100指数	7529	-0.4%	-2.1%	0.1%	1.0%	-3.2%
	全球高收益债利差	4.8%	-1.9	-9	9	69	92
	全球投资级企业债利差	1.3%	0.0	-2	7	16	26
	小麦期货(CBT)	627	-2.0%	-11.0%	-0.2%	-20.8%	-5.1%
	ICE布伦特原油期货	85	2.3%	0.2%	11.7%	-0.9%	13.2%
	纽交所天然气期货	2.57	3.6%	-2.8%	-5.3%	-4.7%	8.0%
美元兑日元	142.58	-0.5%	1.0%	-1.3%	8.7%	4.7%	
美元兑英镑	0.7869	0.0%	1.1%	0.0%	-4.9%	-1.4%	
美元兑离岸人民币	7.1820	-0.3%	0.4%	-0.6%	3.8%	3.2%	
金价	1934	0.0%	-1.3%	0.4%	6.0%	-4.1%	
美元兑欧元	0.9133	-0.1%	0.6%	-0.6%	-2.2%	-0.7%	
美元指数即期汇率	102.5	0.0%	0.9%	-0.5%	-0.9%	0.1%	
10年期德国国债收益率	2.61%	-7	-11	-15	-3	-30	
10年期美国国债收益率	4.18%	-10	-22	-32	-30	-67	
10年期中国国债收益率	2.66%	0	1	-1	18	6	
避险资产							

资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年8月3日收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

惠誉下调美国信用评级以及美国财政部宣布新的美债发行计划可能并不是美债收益率走高的唯二解释。8月2日，美国评级机构惠誉(Fitch Ratings)宣布将美国长期信用评级由最高级的AAA降至AA+。

(相关点评请参见8月2日《宏观策略日报：惠誉下调美国评级目前对市场冲击暂时有限》)另一方面，美国财政部近日也公布了其下周以及2023年3季度和4季度的国债发行计划。具体来看，美国财政部公布的计划包括了：1) 在下周发行约1030亿美元的较长期限的国债，这略微超出了市场的预期；2) 在2023年3季度净发行约1万亿美元的国债以及在2023年4季度净发行约8520亿美元的国债，这其中将包括各类期限的国债。尽管惠誉下调美国信用评级以及美国财政部宣布数额较大的美债发行计划在一定程度上造成了市场扰动，但是我们认为不应该对这两个事件的冲击过分夸大，原因包括：1) 市场对于这两个事件均有一定的预期。事实上，惠誉在宣布下调美国信用评级至AA+之前，已经在5月24日将美国AAA的信用评级展望调至“负面”，而美国财政部下属的美国国债借贷咨询委员会(TBAC, Treasury Borrowing Advisory Committee)则定期更新其对于美国国债发行的预期，并同国债市场主要参与者保持着密切沟通。2) 从美债收益率曲线变动来看，过去几个交易日收益率快速上行的现象主要发生在偏长期的国债中，而中短期国债收益率上行幅度较小。如果是惠誉下调评级导致市场对于美国政府偿债能力信心快速下降，或者美债未来供给计划显著超预期从而使得市场担心美债整体供需失衡，那么我们应该看到的是美债曲线整体的上移，但是这种情况并未发生。

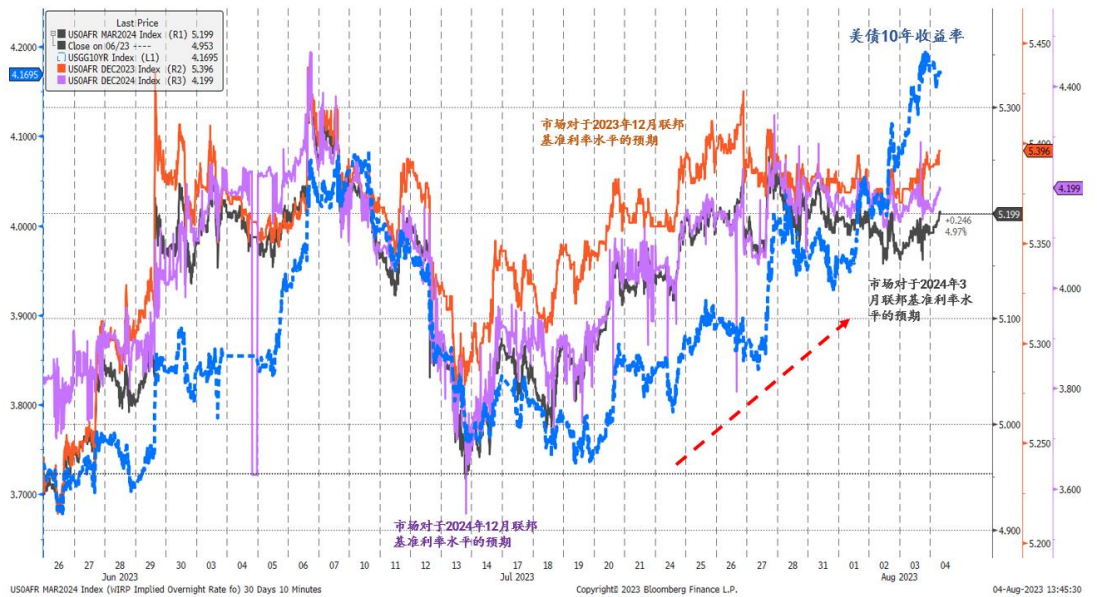
图表3. 美债收益率曲线变动：当前 vs 一周前 vs 两个月前



资料来源：彭博，中银证券

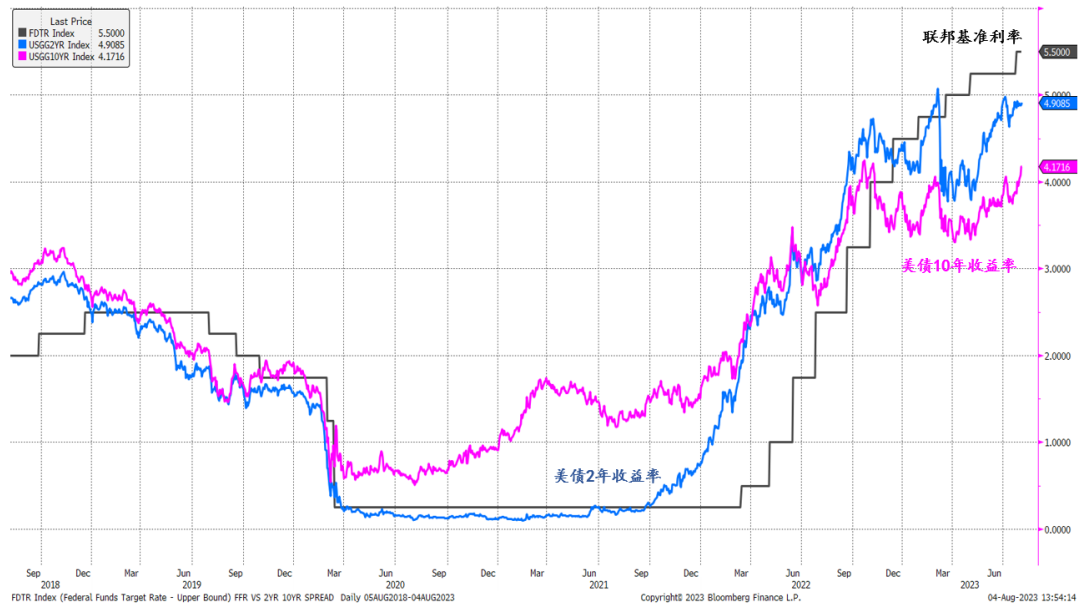
从宏观线索来看，美债（尤其是中长端）收益率的走高或反映了市场对于高利率水平维持时间不断加长的担忧。从美债10年期收益率的走势来看，其从7月末开始就持续震荡上行，近期的加速上行也应当放在这一近期的趋势性上行中理解，而不应该认为其完全是由本周的特定事件所引起的。从整个美债收益率曲线的变动来看，我们注意到不管是最近一周，还是最近两个月，中长端期限的收益率上行幅度都显著高于短端的上行幅度。考虑到近期美联储已经进入加息尾声，因此短端利率相对平稳是完全可以理解的。那么该如何理解同一时间长端的较大幅度上行呢？我们认为这可能反映了市场对于高利率水平维持时间不断加长的担忧，也即市场不断延展着其对于美联储的“higher for longer”可能会持续的时间。或者说，市场不断推迟着对于未来降息时间点的预期。在这一过程中，长端利率（衡量市场对于货币政策的中长期预期）不断朝短端利率（衡量市场对于货币政策的短期预期）靠近，并推动美债倒挂情况以长端更快走高追赶短端的方式出现修复。

图表 4. 美债 10 年收益率同市场对于未来联邦基准利率水平的预期一同走高



资料来源：彭博，中银证券

图表 5. 美债中长端收益率近期持续追赶基准利率



资料来源：彭博，中银证券

美债 10 年收益率短期高位震荡仍然是我们的基准情形；近期美债中长端收益率快速走高显示“紧缩交易”回归的风险增加；美国通胀和就业数据仍将是决定美债中长端收益率走势的关键宏观因素。由于我们认为短期关键宏观线索较为匮乏（短期来看，美国经济、通胀走势以及中国经济复苏节奏和强度均缺乏明确趋势）并且考虑到美联储处于加息尾声，我们因此认为美债 10 年收益率短期高位震荡的可能性较大。近期美债中长端收益率快速走高显示“紧缩交易”回归的风险增加。（相关点评请参见 8 月 3 日《宏观策略日报：美股美债关联度回正显示“紧缩”担忧再次升温》。）美国通胀走势（尤其是剔除住房通胀的服务业通胀水平，也即所谓的“Super Core”）以及与之相关的美国劳动力市场数据（尤其是非农时薪数据和失业率）将仍然是决定美债中长端收益率能否持续走高的关键宏观因素。

风险提示：美国金融风险 and 通胀韧性超预期，美联储货币政策框架发生显著改变。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371