

宏观动态跟踪报告

美债利率为何再创新高？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



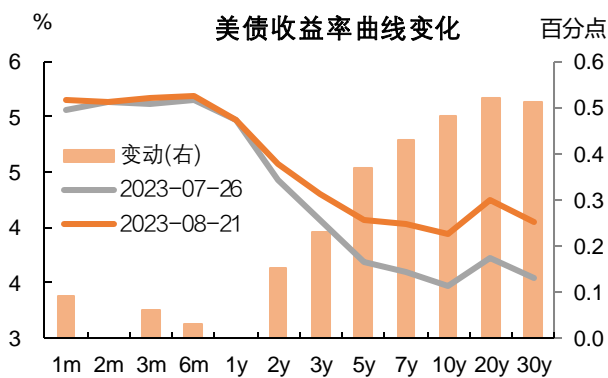
平安观点：

- **2023年8月21日，10年美债利率盘中升破4.36%、收于4.34%，超过2022年10月前高，刷新2008年以来新高。**7月26日美联储议息会议以来，中长期美债利率加快上行，其主要由实际利率驱动。需要指出的是，近期10年美债利率受美国加息预期的影响相对有限，CME数据显示，市场仍保持“9月大概率暂停加息、11月也未必加息”的基准预期。
- **美债利率为何再创新高？**首先，美国主权和银行业信用评级被下调，叠加美财政部增发债券，引发市场对美债偿付能力（价值）的新一轮审视。本轮美国政府践行现代货币理论（MMT），动用了力度空前的财政刺激。这一次美国信用等级的下调，可能重新唤起市场对“财政纪律”的记忆，引发对美国中长期债务可持续性的审视。其次，日本央行进一步调整YCC政策，日债需求不佳，亦拖累美债需求。8月17日，20年期日债标售需求创1987年来最差，不仅引发10年日债利率上升，也助推美欧债券利率上涨。如何理解日债利率上行对美债利率的传导？我们认为，日债利率“破位”是日本央行“落后于曲线”的重要信号，标志着市场担忧日本央行边际收紧政策。最终对于全球流动性趋紧的预期，引发美债乃至全球债券收益率上升。再次，美国零售、新屋开工及工业生产数据仍亮眼，营造美债利率上行环境。这些数据公布后，亚特兰大联储GDPNow模型将三季度GDP环比折年率预测值从4.1%，连续上修至5.0%和5.8%。最后，国际油价反弹，或也是美债利率上行的又一支撑。今年7月以来，国际油价反弹幅度超过10%，10年TIPS隐含通胀预期的波动中枢抬升。8月8-11日，三大能源报告集体看涨油价。但由于8月以来油价上涨出现波折，且目前油价也并没有明显突破2022年11月下旬以来的波动区间，所以并未显著影响债券市场的通胀预期。
- **美债利率或已处于顶部。**展望后市，在10年美债利率升破4.3%后，可能在技术面抬升债券市场博弈的高度，短期抬升美债利率波动中枢。但是，近期美债利率的快速上行存在一些“偶然”，可持续性有待观察：首先，围绕美债超发的担忧更多是情绪所致。围绕美国信用评级调整的风波或不会持续太久，且这可能迫使美国财政适度紧缩，有望令美债供需更加平衡。其次，日本央行短期再度收紧政策的概率不高。最新公布的日本通胀数据印证此前日本央行关于通胀见顶的观点。未来一段时间，日本央行完全可以按兵不动、静观其变。再次，美国经济和能源价格的上行空间或有边界。所以，站在1-2个季度的维度，当前10年美债利率可能已经处于顶部，具备配置价值。
- **风险提示：**美国信用评级再遭下调，日本货币政策超预期收紧，美国经济超预期上行，供给冲击引发能源价格上涨等。

2023年8月21日，10年美债利率盘中升破4.36%、收于4.34%，超过2022年10月前高，刷新2008年以来新高。美债利率加快上行，也一度引发8月以来美股的调整。究其原因，我们认为，美国信用评级被下调，以及日本央行调整收益率曲线控制（YCC）政策，是驱动美债利率上行的关键因素；而美国经济数据亮眼、国际油价偏强等，则为美债利率上行创造了良好环境。不过，近期美债利率的快速上行存在一些“偶然”，可持续性还有待观察。站在1-2个季度的维度，当前10年美债利率可能已经处于顶部，具备配置价值。

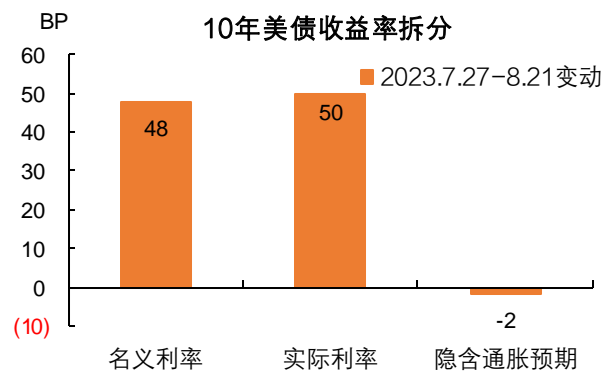
7月26日美联储议息会议以来，中长期美债利率加快上行，主要由实际利率驱动。7月27日至8月21日，2年至30期美债利率分别上行15-52BP，基本上期限越长、利率上升幅度越大。期间，10年美债利率累计上涨48BP，至4.34%，其中，10年美债实际利率上涨50BP，至2.00%，创2009年以来最高，是名义利率上行的关键驱动；10年TIPS隐含通胀预期同期反而小幅下降2BP，至2.34%，保持相对平稳。

图表1 近期2-30年期美债利率上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 近期10年美债利率上行主要受实际利率驱动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

需要指出的是，近期10年美债利率受美联储加息预期的影响相对有限。美联储7月议息会议释放的信号较为模糊，并不算“鹰派”。8月公布的7月新增非农数据(18.7万人)不及预期，7月CPI同比(3.2%)略低于预期，核心CPI同比(4.7%)也顺利回落至近两年新低，美联储进一步加息的必要性并未明显上升。近一段时间，美联储官员表态相对分化，支持进一步加息和停止加息的呼声基本相当。CME数据显示，近期市场仍保持“9月大概率暂停加息、11月也未必加息”的基准预期；截至8月21日，利率期货市场认为9月、11月美联储维持当前利率(5.25-5.5%)的概率分别是84.5%、53.8%。

一、美债利率为何再创新高

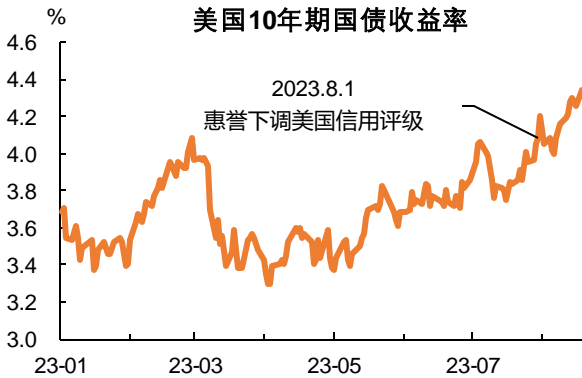
那么，哪些因素触发美债利率加快上行、创下本轮新高呢？

首先，美国主权和银行业信用评级被下调，叠加美财政部增发债券，引发市场对美债偿付能力(价值)的新一轮审视。8月1日，惠誉将美国长期外币债务评级从AAA下调至AA+。8月2日，美国财政部自2021年初以来首次提高了季度再融资操作中的较长期债券(3年、10年和30年期)发行量，从960亿美元提高至1030亿美元，超过市场预期的1020亿美元。上述事件立即引发美债抛售，8月1-3日，10年美债利率累计上涨23BP、升破4.2%大关。在主权信用评级下调后，美国银行业信用评级也发生下调。8月8日，穆迪宣布下调多家美国中小银行信用评级；8月15日，惠誉警告称或将下调数十家美国银行的评级。

与2011年美国主权信用评级历史上首次遭下调的情形不同，当时美债利率受避险情绪驱动而快速下降。本轮不同之处在于：美债上限已经上调、两党博弈已暂告一段落，美债实质性违约风险短期内可以避免；同时，美国经济增长保持韧性，美债利率处于一个易升难降的环境。不过，本轮美国政府践行现代货币理论(MMT)，动用了力度空前的财政刺激，从一系列疫情纾困法案到去年出台的“芯片法案”、“通胀削减法案”等，财政政策持续积极。这一次美国信用评级的下调，可能重新唤起

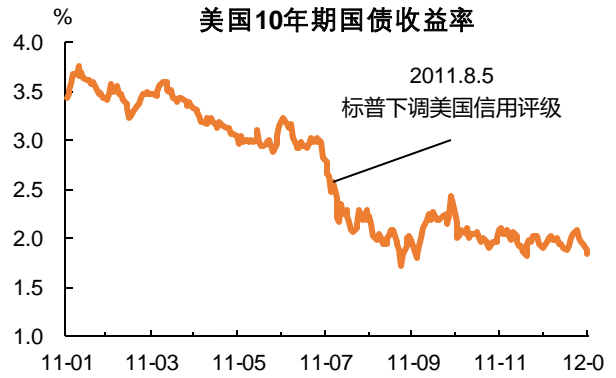
市场对“财政纪律”的记忆，引发对美国中长期债务可持续性的审视。

图表3 本轮美国信用评级被下调，美债利率上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 2011年美国信用评级下调，美债利率下跌

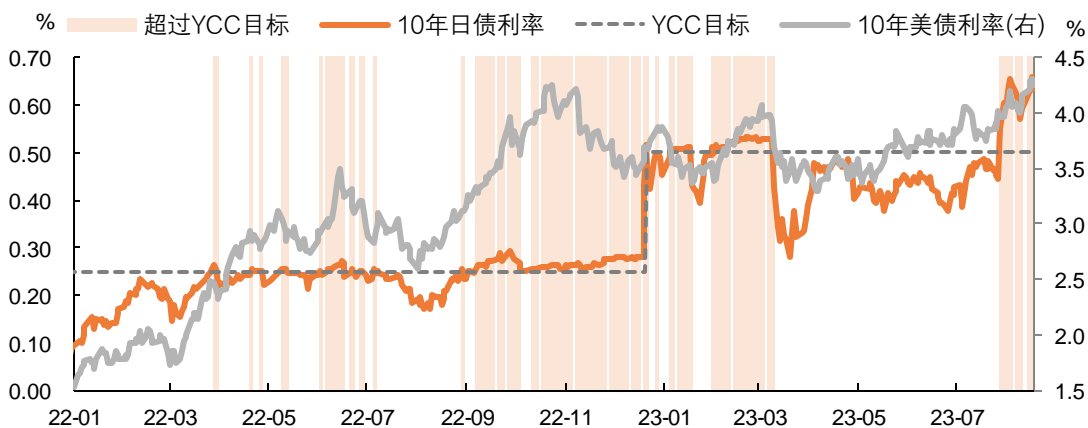


资料来源: Wind, 平安证券研究所

其次,日本央行进一步调整 YCC 政策,日债需求不佳,亦拖累美债需求。7月 28 日,日本央行宣布调整收益率曲线控制(YCC)政策,将 10 年期日债利率 0.5% 的上限视为“参考”而非“硬性限制”,默许 10 年期国债利率最高上升至 1%。此后,10 年日债利率持续升破 0.5%,7 月 28 日至 8 月 17 日期间累计上涨 21.4BP,至 0.657%。8 月 17 日,日本财务省标售规模约 9925 亿日元的 20 年期日本国债,得标利率与预发行利率之差高达 6.3 个基点,意味着市场需求创 1987 年来最差。此次标售不仅引发 10 年日债利率上升,也助推美欧债券利率上涨。

那么,如何理解日债利率上行对美债利率的传导? 2022 年以来,10 年日债利率超过 YCC 目标时,10 年美债利率往往上升。具有代表性的三段时期是: 1) 2022 年 5-6 月,由于日元快速贬值,投资者押注日本央行可能放弃 YCC,一度引发日债期货市场大跌,10 年日债利率小幅超过当时 0.25% 上限,10 年美债利率一度上涨超过 70BP,至 3.5% 附近。2) 2022 年 10-11 月,市场对 YCC 调整的预期再度升温,10 年日债利率持续高于 0.25%,10 年美债利率也升至前高的 4.25%。3) 2023 年 2-3 月,随着植田和男即将正式上任日本央行新行长,市场对 YCC 政策调整的预期再起,10 年日债利率持续高于新的上限 0.5%,10 年美债利率期间也上升近 70BP,至 4.08%,此后因美国地区银行危机爆发而回落。我们认为,日债利率“破位”是日本央行“落后于曲线”的重要信号,标志着市场担忧日本央行会边际收紧政策(而这一担忧可能兑现)。最终,对于全球流动性趋紧的预期,引发美债乃至全球债券收益率上升。

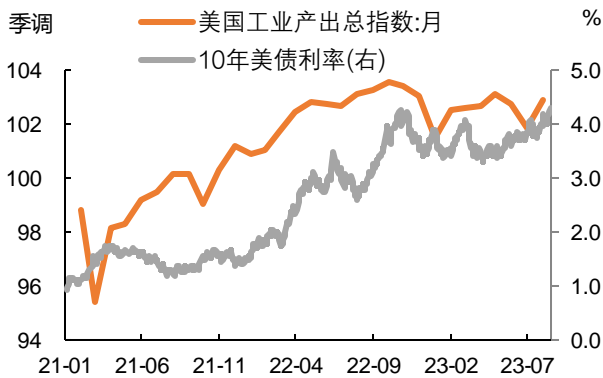
图表5 10 年日债利率超过 YCC 目标时,10 年美债利率往往上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

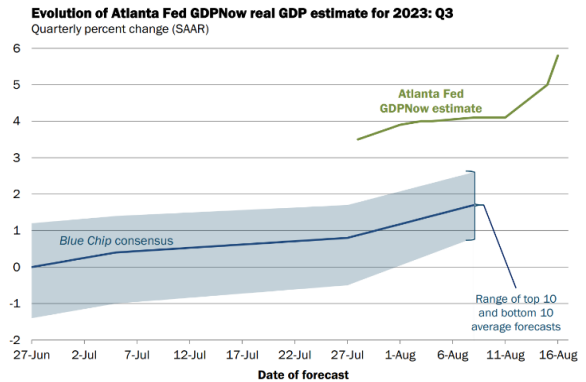
再次，美国零售、新屋开工和工业生产数据仍亮眼，营造美债利率上行环境。8月15-16日公布的一系列重要经济数据强于预期，包括美国7月零售销售环比增长0.7%（预期0.4%），新屋开工年化达145.2万户（预期145万户、前值143.4万户），工业产出环比增长1.0%（预期0.3%）等，增加了三季度美国经济增长再度超预期的可能性。这些数据公布后，亚特兰大联储GDPNow模型将三季度美国GDP环比折年率预测值从4.1%连续上修至5.0%、5.8%。虽然单月数据尚不足以准确预估三季度美国经济状况，但趋势上美国经济环比保持向上，增加了经济超预期上行的可能性。

图6 美国工业产出上升、美债利率上升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图7 GDPNow 模型上修三季度美国经济增长预期

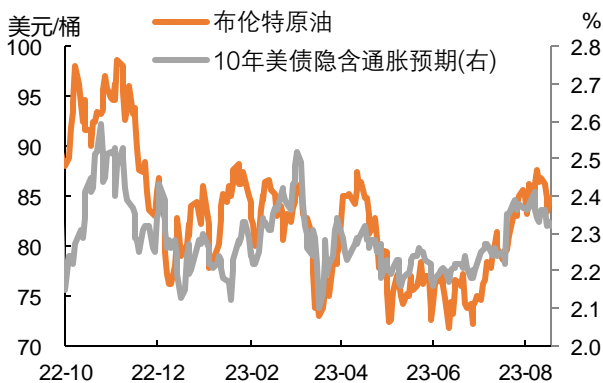


资料来源：亚特兰大联储, 平安证券研究所

最后，国际油价反弹，或也是美债利率上行的又一支撑。国际油价通常牵动美债市场的通胀预期：今年7月以来，国际油价反弹幅度超过10%，10年TIPS隐含通胀预期的波动中枢也由2.2%左右抬升至2.3%上方。7月27日以来，WTI和布伦特原油期货价基本站稳于80和85美元/桶附近，其中布伦特原油曾于8月10日盘中升破88美元/桶，超过今年4月的前高、创今年1月以来新高。8月8-11日，三大能源报告（EIA、OPEC和IEA）集体看涨油价，其中EIA分别上调2023、2024年布伦特油价预期值4.1%、3.6%。有意思的是，三大能源报告结论一致，但理由各不相同：EIA主要看好需求增长，而OPEC和IEA主要表达了对供给收缩的担忧。

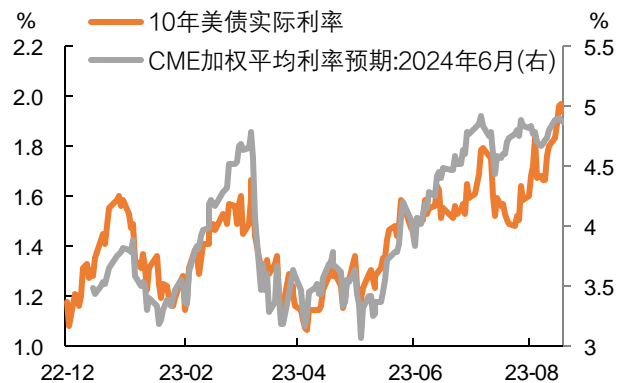
值得一提的是，由于8月以来油价上涨出现波折，且目前油价也并未明显突破2022年11月下旬以来的波动区间，所以并未显著影响债券市场的通胀预期。但是，由于远期油价预期升温，市场可能将注意力从通胀本身转移至货币政策的选择，即思考美联储加息终点会否更高、首次降息会否比预期得更晚。CME数据显示，市场对2024年6月的利率预期（加权平均）由8月7日的4.67%上升至8月16日的4.90%，期间10年美债实际利率上升28BP，至1.96%，为本轮美债利率创新高奠定了基础。

图8 油价通常牵动美债银行通胀预期



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图9 远期利率预期牵动美债实际利率



资料来源：Wind, CME, 平安证券研究所

二、美债利率或已处于顶部

展望后市，在 10 年美债利率升破 4.3% 后，可能在技术面抬升债券市场博弈的高度，短期抬升美债利率波动中枢。但是，从驱动因素看，近期美债利率的快速上行存在一些“偶然”，可持续性有待观察。站在 1-2 个季度的维度，当前 10 年美债利率可能已经处于顶部，具备配置价值。

首先，围绕美债超发的担忧更多是情绪所致。参考摩根大通 2023 年 8 月的报告《美国债务水平令人担忧吗？》，历史上国债供应量对美债利率的影响并不明显，政策利率仍是决定性因素。目前，美联储已经达到或十分接近本轮加息终点，即便仍在缩表，货币紧缩对美债利率的驱动力可能已在弱化。至于美国债务的可持续性，如我们在报告《美债上限博弈：这次有什么不一样》中指出，美国政府债务在未来三年的可持续性尚可，可谓“虽有远虑但无近忧”。此外，围绕美国信用评级调整的风波或不会持续太久，且这一事件的结局可能是迫使美国财政适度紧缩，从而有望令美债供需更趋平衡。

其次，日本央行短期再度收紧政策概率不高。日本央行 7 月再度调整 YCC 政策，距离去年 12 月首次调整时隔半年之久，且调整幅度较为克制，凸显了植田行长“不急转弯”的政策理念。目前，10 年日债利率的实际上限已由 0.5% 上调至 1%，近期 10 年日债最高升破 0.65%，但距离 1% “新上限”仍有较大距离。此外，最新公布的日本 7 月核心 CPI 同比（3.1%）出现回落，CPI 同比（3.3%）持平于前值，印证此前日本央行关于通胀见顶的观点。总之，未来一段时间，日本央行可以按兵不动、静观其变。

再次，美国经济和能源价格的上行空间或有边界。美国经济方面，我们在报告《美国经济下一步》中指出，虽然本轮“软着陆”概率上升，但美国经济下行只是延缓而非反转。我们预计，美国经济下半年环比增速或难超过上半年，即便个别月份数据亮眼，但可持续性不能保证。能源价格方面，当前全球需求预期并不强，除非供给出现超预期的扰动，否则油价进一步上行的动能不强，或也不至于令美国通胀形势急剧恶化。

风险提示：美国信用评级再遭下调，日本货币政策超预期收紧，美国经济超预期上行，供给冲击引发能源价格上涨等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层