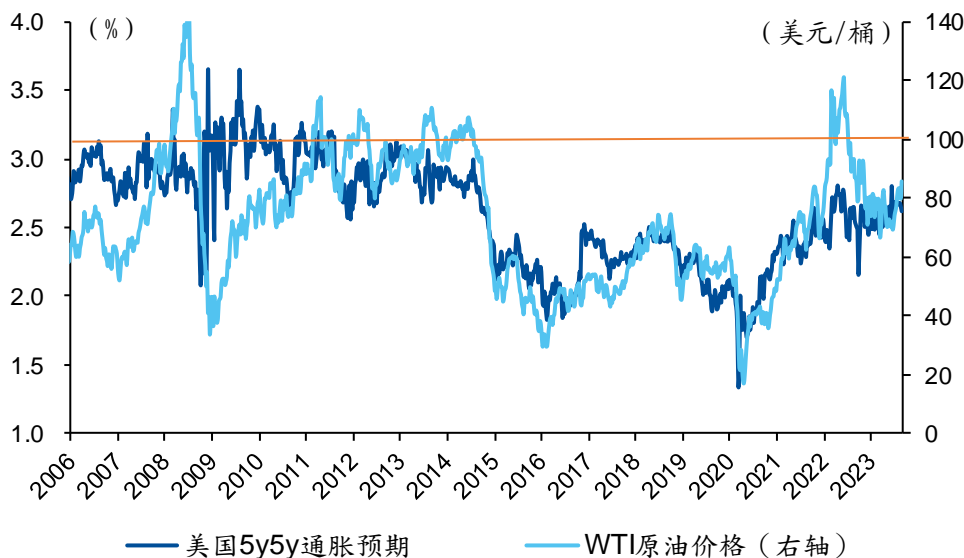




油价上行将如何影响 10 年美债？

原油价格与债券定价密切相关



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 原油价格的超预期上行，给本已略微平静的市场带来了新的波澜。隔夜布伦特原油价格上行至 90 美元上方，也创下了自去年 11 月以来的最高点。对于市场而言，上行的原油价格尽管来自于供给侧的冲击（即沙特牵头的原油减产），但突破过去数个季度运行区间的油价仍然是一个边际上不可忽视的变量。
- 一般而言，原油价格对于金融市场的冲击来自于两个方面，首先是 CPI 的影响，第二是对通胀预期的影响。对金融市场而言，更加需要关注的是对通胀预期的影响。从历史经验来看，汽油价格与短期的居民调查类通胀预期存在较高的相关性。这也表明普通居民对于油价的感受程度显然超过其仅在 CPI 篮子中 3% 左右的权重。
- 另一个值得关注的指标，则是从债券交易得出的收益率曲线的变化。其中市场较为关注的是 5y5y 利率，换言之是长端利率减去短端利率而得出的对于中长期通胀的预期。与居民调查类预期不同，金融市场交易得出的通胀预期，更反映了边际的变化，尤其是对预期外冲击的影响。
- 简单的线性外推可以发现，如果原油价格上升至 100 美元左右，那么 5y5y 的 breakeven 利率可能会上行至 3% 左右的区间，与现在相比大约会高出 40 个基点。
- 复盘历史，1990 年以来，从油价上行幅度较大的几个时间段来看，10 年美债收益率上行的平均值为 33 个基点。换言之，如果未来一段时间原油价格继续上行，那么 10 年美债收益率突破前高的概率也会随之上升。

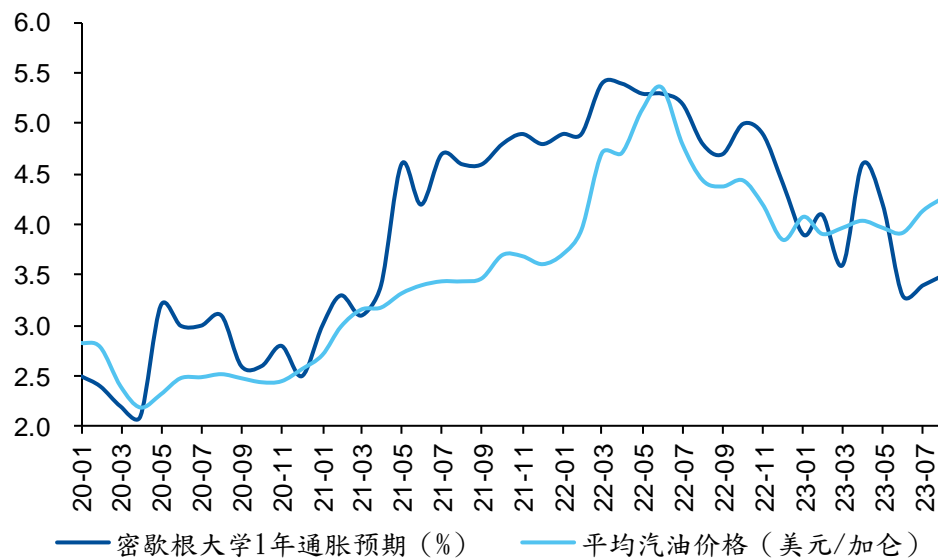
原油价格的超预期上行，给本已略微平静的市场带来了新的波澜。隔夜布伦特原油价格上行至 90 美元上方，也创下了自去年 11 月以来的最高点。对于市场而言，上行的原油价格尽管来自于供给侧的冲击（即沙特牵头的原油减产），但突破过去数个季度运行区间的油价仍然是一个边际上不可忽视的变量。

一般而言，原油价格对于金融市场的冲击来自于两个方面，首先是 CPI 的影响，第二是对通胀预期的影响。事实上，原油价格对于 CPI 的影响是间接的，因为在多数原油相关产品中，只有汽油被大多数美国家庭直接消费。汽油支出占有所有家庭支出的 3%。鉴于原油成本占汽油零售价格的一半左右，粗略的经验法则是，**原油价格意外上涨 20% 意味着汽油消费价格上涨 10%，在其他条件相同的情况下，预计 CPI 将上涨 0.3 个百分点。**由于从石油价格上涨到汽油价格上涨的完全传导需要大约四个星期，因此石油价格冲击往往会对每月消费者价格指数（CPI）产生直接影响。换言之，原油价格在近期的快速上行，将大概率会在 9 月的 CPI 数据中显现出来（数据将于 10 月中公布）。

而对金融市场而言，更加需要关注的是对通胀预期的影响。从历史经验来看，汽油价格与短期的居民调查类通胀预期存在较高的相关性。这也表明普通居民对于油价的感受程度显然超过其仅在 CPI 篮子中 3% 左右的权重。而一旦短期通胀预期上行，那么美联储也会在未来的数次议息会议中对此予以关注。

另一个值得关注的指标，则是从债券交易得出的收益率曲线的变化。其中市场较为关注的是 5y5y 利率，换言之是长端利率减去短端利率而得出的对于中长期通胀的预期。与居民调查类预期不同，金融市场交易得出的通胀预期，更反映了边际的变化，尤其是对未知冲击的影响。而居民调查类通胀预期则反映的是实际的物价感受。

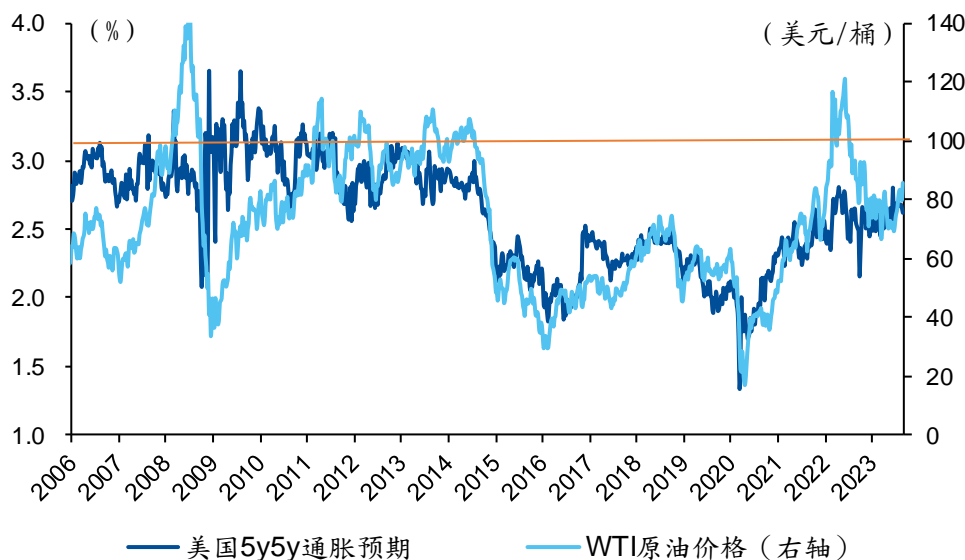
图 1：汽油价格对居民通胀感受影响显著



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

从历史上的拟合效果而言，原油价格与金融市场的通胀预期存在较高的相关性。换言之，债券市场会对新的边际增量进行新的梳理，并在交易价格中予以反映。目前，美国的汽油价格已经处于 1994 年有数据以来的次高位，从这个角度而言，油价一旦出现进一步的上行，那么金融市场的通胀预期也大概率会随之反馈。换言之，长端利率上行的幅度可能会更大。

图 2：原油价格也会影响债券市场



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

说到这里，肯定有人会问，原油价格一方面影响未来数月的 CPI，另一方面却对长端利率影响更大，这似乎听起来有些难以理解。事实上，原油价格的上升对于通胀和利率的影响是复杂的，但油价是否会影响工资-通胀螺旋，才是界定的分野。我们在近期的研究中，也一直提及“高通胀”状态下各种通胀因子之间的高摩擦性，从而导致了通胀的粘性。近期 BIS 的研究中，也发现在高通胀状态下，以石油供应为例，采用面板回归，将通胀增长率对石油供应正向冲击（负向冲击）等变量进行回归，低通胀状态和高通胀状态中，负向石油供应冲击下通胀的响应程度是完全不同的。结果表明，在高通胀状态下，石油供应负向冲击的影响较为强烈，且其影响程度随着时间的推移而不断增强，持续时间可以长达 3 年。相反，在低通胀状态下，石油供应负向冲击对通胀的影响微弱，甚至有抑制作用，可能指向较高的石油价格对经济活动存在收缩效应，石油需求减少会降低通胀水平。

从这个角度而言，如果认可本轮是一个高通胀周期，那么原油价格的再度上升对于金融市场的通胀预期抬升，可能是一个传导更加顺畅的过程。简单的线性外推可以发现，如果原油价格上升至 100 美元左右，那么 5y5y 的 breakeven 利率可能会上行至 3%左右的区间，与现在相比大约会高出 40 个基点。

在下图中，我们也通过一个简单的复盘来考察油价与债券利率之间的关系，从1990年以来，在以下几个时段内油价出现了较为显著的涨幅。而从油价上行幅度较大的几个时间段来看，10年美债收益率上行的平均值为33个基点。换言之，如果未来一段时间原油价格继续上行，那么10年美债收益率突破前高的概率也会随之上升。

图 3：原油价格也会影响债券市场

		油价累计涨幅 (%)	10年国债收益率变动 (bp)
1	1990/08/10-1990/10/12	51.32	15.00
2	1999/2/5-1999/4/30	58.67	27.40
3	2002/1/18-2002/3/15	32.09	43.30
4	2009/2/13-2009/6/19	85.42	89.14
5	2016/2/12-2016/5/27	66.43	10.61
6	2020/3/20-2020/7/10	139.37	4.39
7	2020/10/30-2020/12/25	30.81	4.94
8	2022/1/7-2022/3/25	44.36	71.11
	均值	63.56	33.24

数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

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