

宏观动态跟踪报告

当10年美债利率升破5%

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



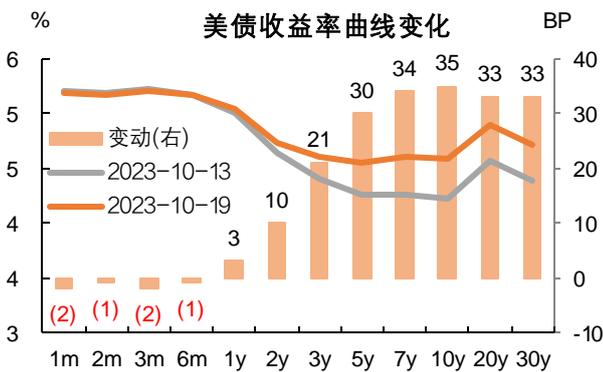
平安观点：

- 2023年10月19日,10年美债收益率盘中升破5%重要关口,收于4.98%,近一周累计上涨35BP。其中,实际利率累计上升20BP至2.49%,隐含通胀预期上升15BP至2.49%。
- 驱动因素。1)美国经济数据继续好于预期,三季度GDP增长预期进一步上修。本周零售和工业数据公布以后,亚特兰大联储GDPNow模型上修三季度美国GDP增长预测至5.4%,为9月14日以来最高。2)美联储官员密集“放鹰”,强调未来进一步加息的可能。虽然多数官员支持11月暂停加息,但不少官员暗示美联储应保留继续加息的选项。10月19日,美联储主席鲍威尔称,如果经济增长持续高于趋势水平,或者劳动力市场的紧张状况不再缓解,可能导致货币政策进一步收紧。截至10月19日,CME数据显示,截至明年1月至少再加息一次的概率由10月13日的30.4%升至35.8%。3)关于美债供需的担忧持续,推升期限溢价。10月18日,美国财政部数据显示,截至今年8月,日本、中国大幅减持手中的美债。当前市场对于美债供需失衡的风险十分敏感,这也解释了10年期及以上美债利率较2年期更快攀升的现象。4)地缘冲突并未显著驱动避险资金配置美债,反而抬升油价与通胀预期。
- 后市判断。展望未来一段时间,美债利率可能保持当前高水平波动区间。美国经济方面,在居民超额储蓄尚未耗尽、就业市场稳健、“再工业化”主题投资趋于增长等背景下,年内美国经济数据料将维持韧性;利率预期方面,目前不能排除今年12月或明年1月美联储再加息的可能性,利率预期仍有上修空间;通胀预期方面,地缘冲突如果持续甚至扩大,国际油价上行风险不能排除,美债通胀预期或仍维持高位;美债供给方面,当前市场对于国债“供大于求”的担忧占上风,在美国短期拨款11月17日到期前,两党能否顺利通过新的预算方案,以及新预算的规模能否削减至令市场“满意”的程度,这些都存在不确定性。
- 资产影响。在10年美债利率保持高位的背景下,我们提示三方面市场影响:一是,美股波动与调整压力阶段上升。当前美股估值不低,随着美债利率上升,股债性价比势必下降;经济与政策不确定性上升,可能抑制股票市场风险偏好。二是,美元指数或保持相对强势。10年美德国债利差已超过2022年11月的高点(彼时美元指数升破110)。近期地缘风险上升、油价上行压力加大,削弱欧洲、日本等非美经济增长前景,进一步加持美元指数。三是,黄金价格或存阶段回调风险。如果地缘冲突没有超预期扩大,黄金价格可能更受美债实际利率及美元汇率的影响。
- 风险提示:地缘冲突超预期,美国经济不及预期,日本货币政策超预期等。

2023年10月19日，作为全球资产定价的锚，10年美债收益率一度升破5%重要关口。我们认为，主要驱动因素来自四个方面：美国经济持续呈现韧性、美联储讲话保留再加息的可能、美债供给过剩的担忧仍在持续、以及地缘冲突抬升油价与通胀预期等。展望未来一段时间，美债利率或仍保持高位。在此背景下，美股波动和调整压力上升，美元指数或保持相对强势，黄金价格存在阶段调整风险。

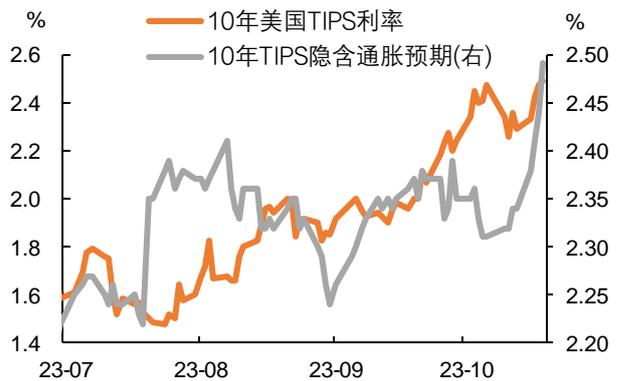
10年美债收益率本周大幅上升，盘中曾升破5%大关，继创2007年以来新高。2023年10月19日，10年美债收益率盘中升破5%，收于4.98%，近一周已累计上涨35BP。其中，10年TIPS利率（实际利率）累计上升20BP，至2.49%，隐含通胀预期上升15BP至2.49%。近一周（截至10月19日），中长期美债收益率飙升，普遍刷新2007年以来新高。30年期美债收益率累计上涨33BP，至5.11%；2年期美债收益率累计上涨10BP，5.14%。

图表1 近期中长期美债收益率飙升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 10年美债实际利率和通胀预期均上升

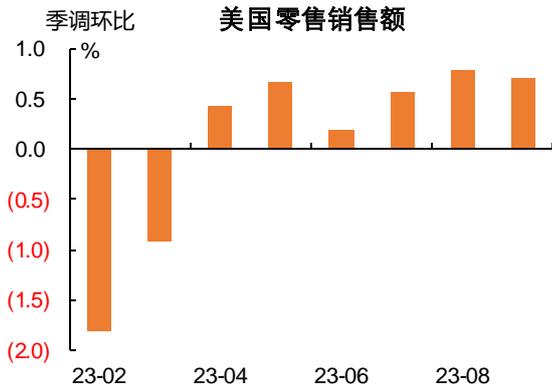


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1、驱动因素

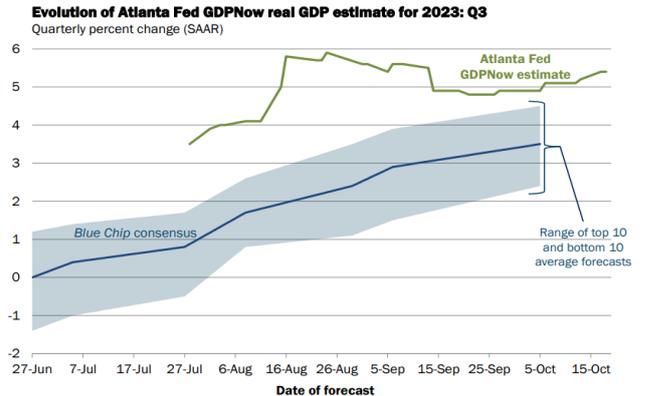
一是，美国经济数据继续好于预期，三季度GDP增长预期进一步上修。本周公布的经济数据显示，美国经济仍具韧性：一方面，9月零售数据意外强劲，零售销售额环比增速为0.7%，预期0.3%，前值由0.6上修至0.8%，反映美国消费者需求仍在稳健增长；另一方面，9月工业生产指数同样超预期上涨，环比增速为0.3%，预期0%，前值为0.4%，创2018年以来新高，工人罢工浪潮并未拖累制造业增长。零售和工业数据公布以后，亚特兰大联储GDPNow模型上修三季度GDP增长率预测，预计美国三季度GDP环比折年率为5.4%，不仅高于10月14日预测的5.1%，也是9月14日以来最高预测。

图表3 美国 9 月零售销售额环比增速为 0.7%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表4 模型预计美国三季度 GDP 环比折年率为 5.4%



资料来源：亚特兰大联储 (2023.10.19),平安证券研究所

二是，美联储官员密集“放鹰”，强调未来进一步加息的可能。近一周，美联储官员密集讲话。整体来看，考虑到近期美债利率飙升、金融条件趋紧，多数官员支持暂停加息，这也令市场进一步确信美联储 11 月不加息。但是，也有不少官员讲话，暗示美联储保留继续加息的选项。10 月 17 日，里士满联储主席巴尔金讲话称，“不能依靠长债收益率上升来收紧政策”；18 日，美联储理事沃勒称，“如果经济继续展现力道，或通胀稳定或重新加速，很可能需要进一步收紧政策”；19 日，美联储主席鲍威尔称，（如果有）更多证据表明经济增长持续高于趋势水平，或者劳动力市场的紧张状况不再缓解，这可能会导致通胀进展的恶化风险上升，并可能导致货币政策进一步收紧。截至 10 月 19 日，CME FedWatch 数据显示，市场进一步确信 11 月暂停加息，但今年 12 月或明年 1 月再加息一次的概率未能排除，预计截至明年 1 月至少再加息一次的概率由 10 月 13 日的 30.4% 升至 35.8%（10 月 18 日该预期一度升至 40.3%）。

图表5 近一周美联储官员讲话主要观点

时间	人物	主要观点
10 月 13 日	费城联储主席 Harker	美联储本轮加息周期已经结束，可以让利率保持目前的水平。目前的利率水平足以让通胀回归至长期目标水平。
10 月 16 日	芝加哥联储主席 Goolsbee	美国通胀放缓是一种趋势，而非昙花一现，这是“不可否认的”。他否认美联储在使通胀率回到美联储 2% 的目标方面进展停滞，并告诫不要将即将做出的货币政策决定与并不宽泛的数据挂钩。
10 月 16 日	费城联储主席 Harker	美联储不应通过提高借贷成本给经济产生新的压力，目前不应该考虑任何提高“美联储的利率目标。在通胀压力减弱的环境下，美联储已经完成了加息。
10 月 17 日	里士满联储主席 Barkin	美联储仍有时间决定下一步的利率举措，因为坊间信息显示，美国经济正在放缓，通胀压力正在下降。尽管长期借贷成本上升正对需求造成下行压力，但不能依靠长债收益率上升来收紧政策，目前还不清楚这将如何影响两周后美联储的政策决定。
10 月 17 日	明尼亚波利斯联储主席 Kashkari	通胀回落所需时间远远超过预期，而且目前通胀“仍然过高”。
10 月 18 日	美联储理事 Waller	美联储需要等待、观察和观望经济的发展，然后再就政策利率路径采取明确的行动。如果经济趋软，可以保持政策利率稳定；如果经济继续展现力道，或通胀稳定或重新加速，很可能需要进一步收紧政策。
10 月 18 日	纽约联储主席 Williams	利率需要在一段时间内保持高位，才能使通胀率回到联储设定的 2% 的目标。

10月18日	费城联储主席 Harker	由于越来越多的证据表明借贷成本上升将导致经济放缓，美联储应延长暂停加息的时间。
10月19日	美联储主席 Powell	如果有更多证据表明经济增长持续高于趋势水平，或者劳动力市场的紧张状况不再缓解，或导致通胀进展的恶化风险上升，将令货币政策进一步收紧。巴以冲突带来的新一轮地缘紧张局势高度加剧，美联储将会密切关注事态发展对经济的影响。美债收益率近期涨势已经造成金融状况显著收紧，意味着美联储无需加息更多。

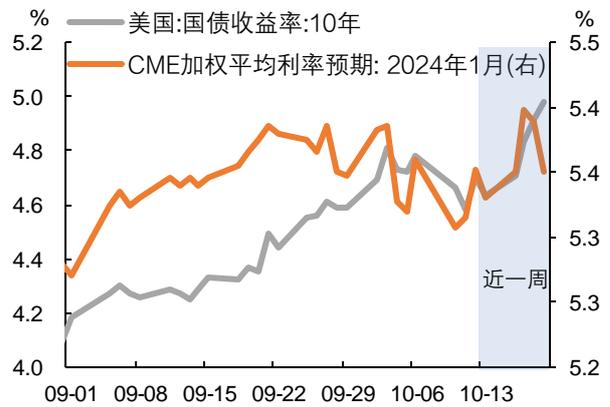
资料来源: Wind, 美联储, 平安证券研究所

图表6 CME 最新利率概率预测

	4.75%及以下	5%	5.25%	5.5%及以上	加权平均
2023-11-1	0.0%	0.0%	99.6%	0.4%	5.25%
2023-12-13	0.0%	0.0%	75.1%	24.9%	5.31%
2024-1-31	0.0%	0.0%	64.2%	35.8%	5.35%
2024-3-20	0.0%	10.3%	59.1%	30.7%	5.31%
2024-5-1	3.9%	29.0%	47.0%	20.1%	5.21%
2024-6-12	16.2%	36.6%	34.9%	12.4%	5.11%
2024-7-31	34.2%	35.7%	23.2%	6.9%	4.98%
2024-9-18	51.1%	29.8%	15.2%	3.9%	4.87%
2024-11-7	62.5%	24.2%	10.7%	2.5%	4.77%
2024-12-18	74.0%	17.8%	6.7%	1.4%	4.65%

资料来源: CME(2023.10.20), 平安证券研究所

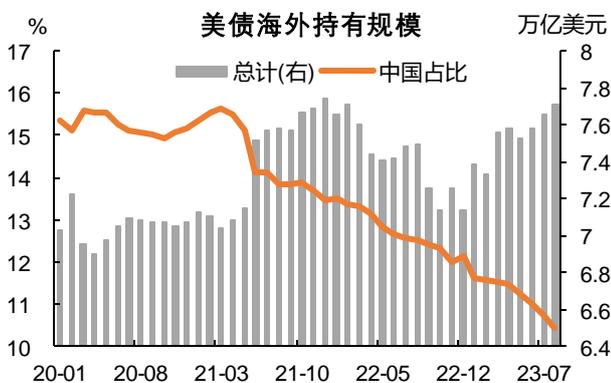
图表7 明年1月加权平均利率预期上涨至5.39%



资料来源: CME, 同花顺, 平安证券研究所

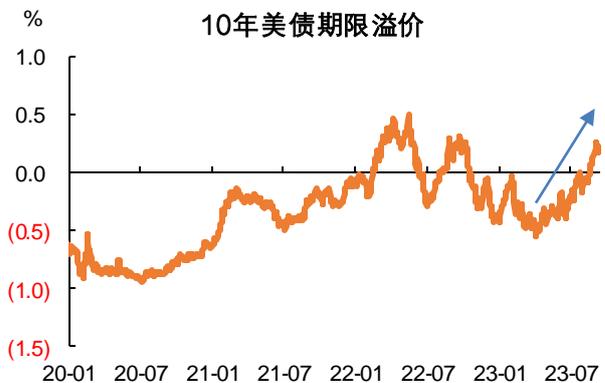
三是，关于美债供需的担忧持续，推升期限溢价。国债供给方面，自今年8月美国信用评级下调、美国财政部宣布增发，市场对于美债“超发”的担忧已成为美债利率上行的重要驱动（参考我们报告《美债利率为何再创新高？》）。10月以来，美国政府暂时避免关门，但围绕财政纪律的担忧仍在推升期限溢价。国债需求方面，10月18日，美国财政部数据显示，今年以来截至8月，两大海外美债持有者（日本、中国）大幅减持手中的美债，日中两国较2020-2022年平均减持超过3千亿美元的美债，其中，中国连续5个月减持，8月美债持有占比自15%以上减少至10%左右。总之，当前市场对于美债供需失衡的风险十分敏感，这也解释了10年期及以上美债利率较2年期更快攀升的现象。

图表8 中国8月美债持有占比减少至10%



资料来源: 美国财政部, 平安证券研究所

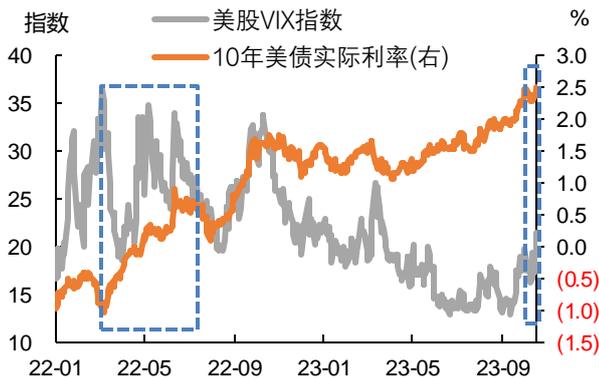
图表9 10年美债期限溢价持续上行



资料来源: FRED, 平安证券研究所

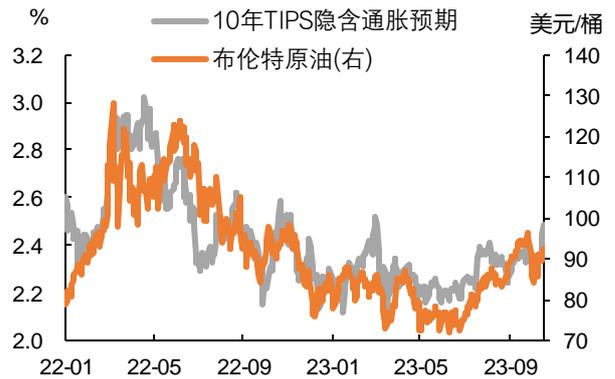
四是，地缘冲突并未显著驱动避险资金配置美债，反而抬升油价与通胀预期。自 10 月 7 日巴以冲突爆发以来，市场避险情绪虽有升温但幅度相对有限。近期美股 VIX 指数由 17 左右升破 20，而 2022 年俄乌冲突时 VIX 曾升至 30 以上。巴以冲突爆发以来，美国多位官员到中东地区展开斡旋，暗示美国有意愿管控冲突、不希望战事扩大。10 月 18 日拜登公开发言表示，美国支持以色列，但又提醒以方仍需遵守战争规则，给人道主义通道留下机会；他还提到，没有“明确证据”表明伊朗参与了近期的冲突。不过，与 2022 年类似，地缘冲突增加了全球原油等能源供给的不确定性，赋予油价上涨风险，继而令美债市场的通胀预期明显抬升。截至 10 月 19 日，布伦特原油回升至 92.4 美元/桶、创 10 月以来新高，而美债通胀预期与国际油价高度相关。

图表 10 巴以冲突以来市场避险情绪升温但幅度有限



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 11 油价与美债通胀预期高度相关



资料来源：Wind, 平安证券研究所

2、后市判断

展望未来一段时间，美债利率可能保持当前高水平波动区间，或难明显下行。美国经济方面，在居民超额储蓄尚未耗尽、就业市场稳健、“再工业化”主题投资趋于增长等背景下，年内美国经济数据料将维持韧性；利率预期方面，目前不能排除今年 12 月或明年 1 月美联储再加息的可能性，且高利率持续的时间仍有争议，利率预期仍有上修空间；通胀预期方面，地缘冲突如果持续甚至扩大，国际油价上行风险不能排除，美债通胀预期或仍维持高位；美债供求方面，当前市场对于美债“供大于求”的担忧占上风，在美国短期拨款 11 月 17 日到期前，两党能否顺利通过新的预算方案，新预算的规模能否削减至令市场“满意”的程度，这些都存在不确定性。

3、资产影响

在 10 年美债利率保持高位的背景下，我们提示三方面市场影响：

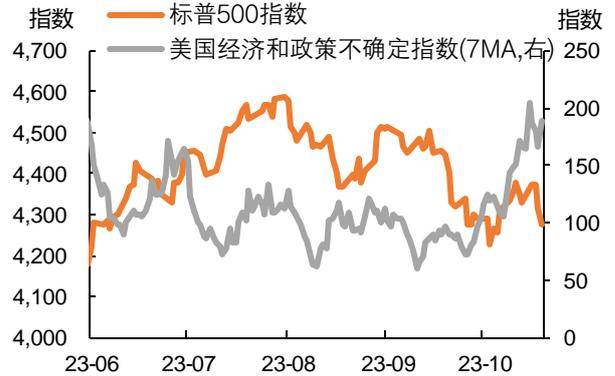
一是，美股波动与调整压力阶段上升。一方面，当前美股估值不低（今年以来标普 500 市盈率累计增长约 16%），随着美债利率上升，股债性价比势必下降。截至 10 月 19 日，美股风险溢价指标（标普 500 市盈率倒数与 10 年美债利率之差）下降至 -0.63%，继续创本轮新低。短期不排除部分股票资金流入债市，并制造股票市场波动的可能。另一方面，10 年美债利率升破 5% 大关，暗示市场对于中长期美国经济、通胀和利率前景出现更大分歧，经济与政策不确定性上升，这也可能抑制股票市场风险偏好。

图表12 美股风险溢价创新低



资料来源: Wind,平安证券研究所

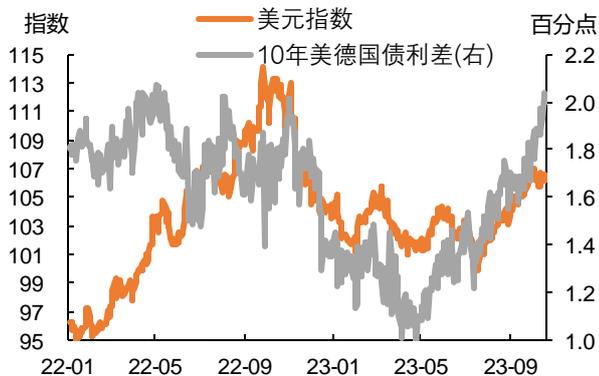
图表13 美国经济和政策不确定性上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

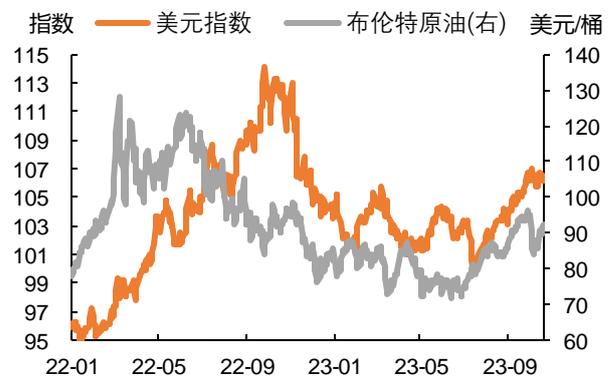
二是，美元指数或保持相对强势。首先，近期美债利率上行较快，令美德利差走阔，支持美元兑欧元汇率及美元指数上行。截至10月19日，10年美德国债利差扩大至2.04%，超过了2022年11月的高点（彼时美元指数升破110）。其次，美国经济仍呈较强韧性，而欧洲经济走弱信号更多、货币紧缩更缺空间，令美元更具备吸引力。最后，近期地缘风险上升、油价上行压力加大，削弱欧洲、日本等非美经济增长前景，进一步加持美元指数。

图表14 美德利差走阔支持美元指数走强



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表15 今年下半年以来油价和美元指数同步上行



资料来源: Wind,平安证券研究所

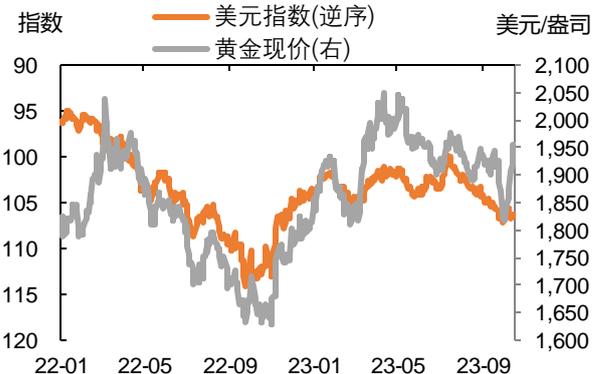
三是，黄金价格或存阶段回调风险。虽然近期地缘风险上升，短期令金价上扬，10月7日至19日黄金现价累计上涨7.4%，至1954美元/盎司。但是，如果地缘冲突没有超预期扩大，那么未来黄金价格可能更受美债实际利率及美元指数的影响。一方面，近期10年美债利率有加速上行的趋势，类似2022年3月至11月，即便俄乌冲突持续，但美债利率的上行仍令金价承压。另一方面，强势美元背景下，金价也缺乏进一步上行的动能。

图表16 美债实际利率上行或令金价承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 强势美元也不利于金价上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 地缘冲突发展超预期, 美国经济不及预期, 日本货币政策超预期等。

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：

此报告旨为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