

美债 10 年破 5%后的走势

关键还是在于远期货币政策路径预期

未来数月，我们预计美国劳动力和服务业通胀数据有望边际走弱并减缓美债长端收益率继续上行的压力。长期来看，5%的短端利率若能长期维持，长端利率仍有上行空间。

- 美债 10 年收益率近期盘中突破 5%；长端利率走高显示市场对远期美联储货币政策水平预期进一步抬升。
- 美债的供给不是美债收益率走势的决定性因素。
- 未来数月，我们预计美国劳动力和服务业通胀数据有望边际走弱并减缓美债长端收益率继续上行的压力。
- 从长期的角度来看，美债长端收益率的“合理”区间将取决于美国经济增长范式的变动；5%的短端利率若能长期维持，长端利率仍有上行空间。
- **风险提示：**美国金融风险 and 通胀走势偏离预期，美联储货币政策框架发生显著改变。

相关研究报告

《如何看待美债收益率走高：不仅仅是特定事件引发的抛售》20230804

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

我们在8月4日的《如何看待美债收益率走高：不仅仅是特定事件引发的抛售》报告中提到：“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”并认为“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”。我们仍然维持类似的观点，并认为：1) 未来数月，我们预计美国劳动力和服务业通胀数据有望边际走弱并减缓美债长端收益率继续上行的压力。2) 从长期的角度来看，美债长端收益率的“合理”区间将取决于美国经济增长范式的变动；5%的短端利率若能长期维持，长端利率仍有上行空间。

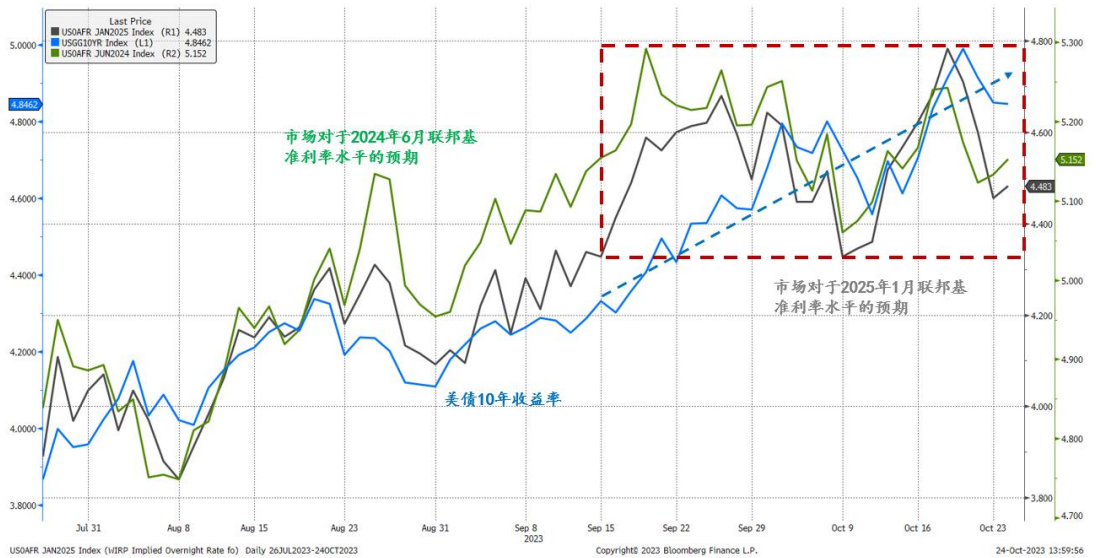
美债10年收益率近期盘中突破5%；长端利率走高显示市场对远期美联储货币政策水平预期进一步抬升。美债10年收益率近期持续收盘于接近5%的水平，并一度在盘中向上突破5%，其同联邦基准利率上限的差值也由高峰时期的接近200个基点缩小至目前的约66个基点。我们认为这反映了市场对远期美联储货币政策水平预期的进一步抬升：也即在对未来一年左右的联邦基准利率的预期变动不大的情况下，市场对于更远期的联邦基准利率水平有了更高的预期。或者简单的说，美联储引导的“higher for longer”的货币政策路径预期的影响已经扩散至更远期的市场预期。可以印证的是，基于联邦基准利率期货计算的市场对于2024年6月和2025年1月的利率水平预期自9月中旬以来分别处于约5.1%-5.29%和4.3%-4.8%的区间震荡，而同期美债10年收益率从4.3%走高至4.8%。与此同时，3个月美债的10年远期收益率则同美债10年即期收益率同步走高，由9月中旬的约5.0%上升至目前的约5.8%。从理论上来说，根据无风险套利假设，长期利率是短期利率期望值的平均。近期包括美债10年收益率在内的长端利率水平的走高反映的正是市场对于远期短端利率期望值的上升。

图表1. 美债10年收益率(紫色线)vs 联邦基准利率(黑色线) 以及 二者差值(红色线)



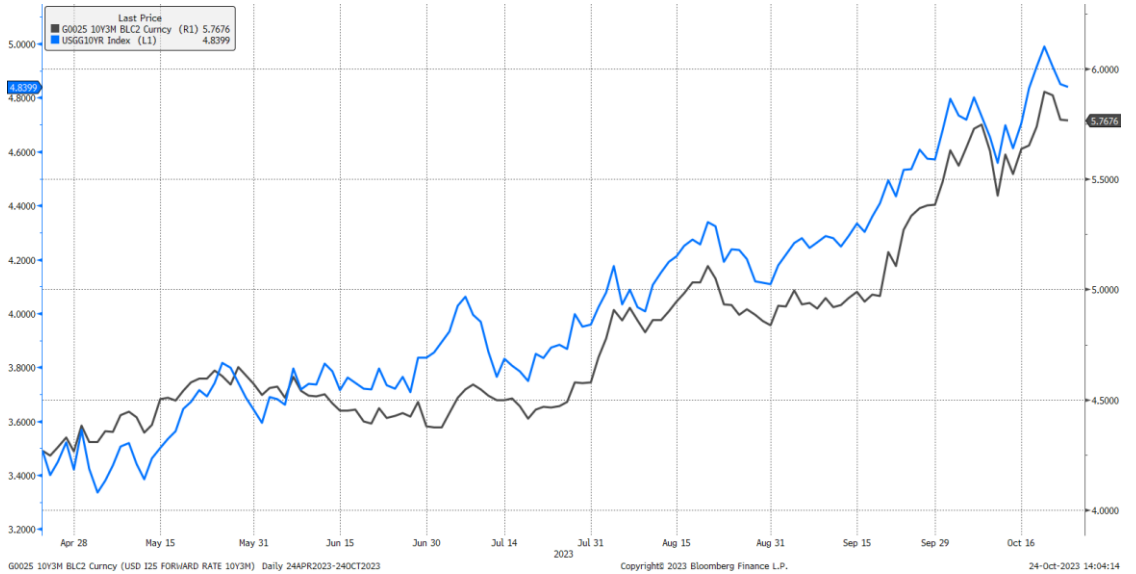
资料来源：彭博，中银证券

图表 2. 美债 10 年收益率 vs 市场对 2024 年 6 月和 2025 年 1 月联邦基准利率水平的预期



资料来源：彭博，中银证券

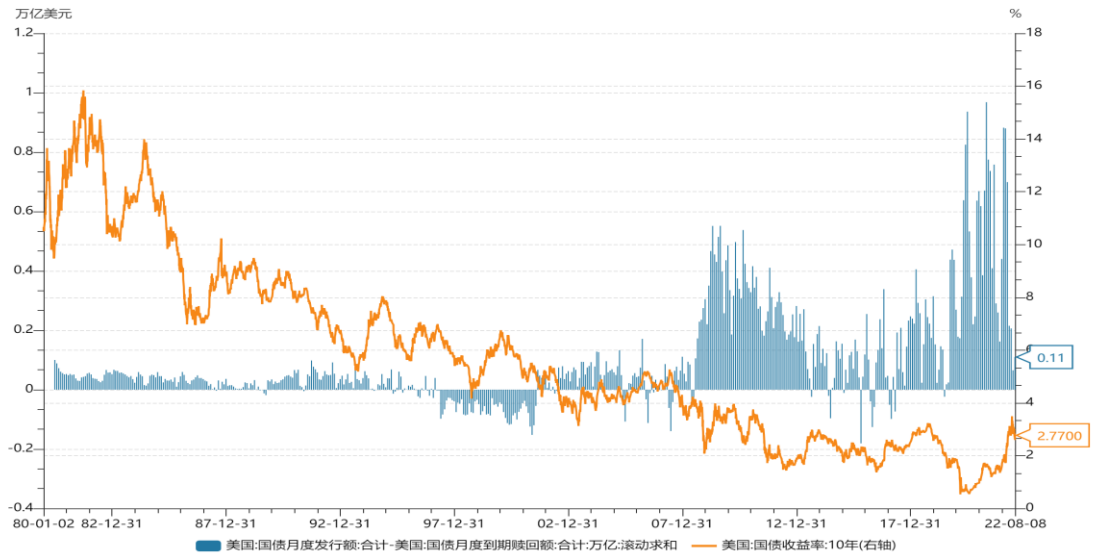
图表 3. 美债 10 年收益率(蓝色线) vs 3 个月美债的 10 年远期收益率(灰色线)



资料来源：彭博，中银证券

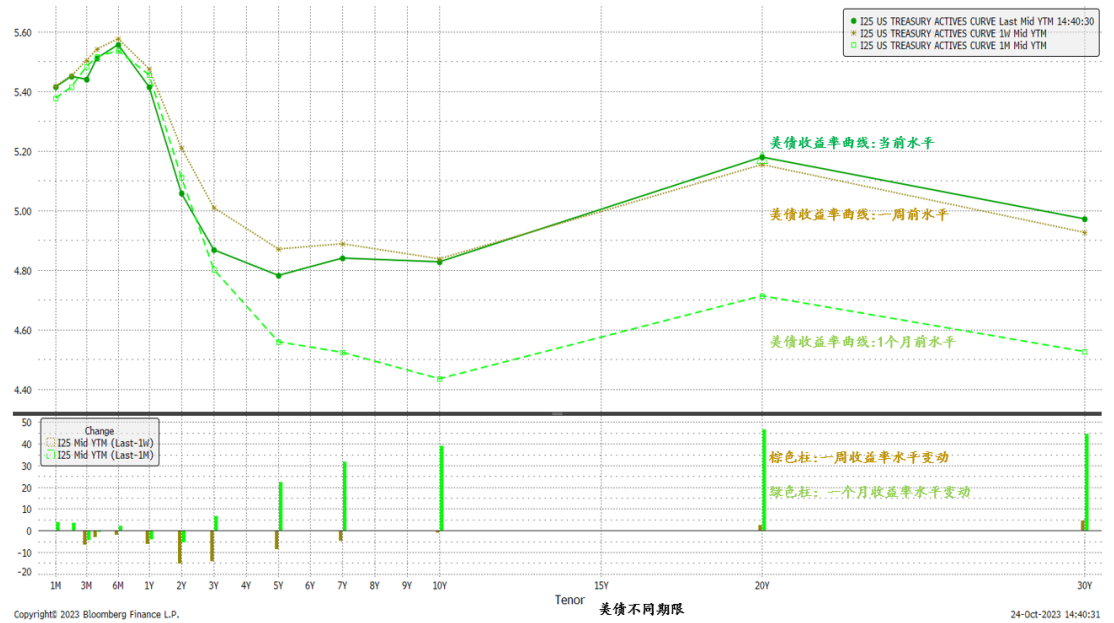
美债的供给不是美债收益率走势的决定性因素。 尽管美债的供给对于美债收益率会产生边际影响，但是将近期美债收益率的持续走高主要归因于美债供给大幅增加的观点至少面临几个问题：1) 美债发行的预期管理工作是较好的，市场能够提前预知和布局，这也意味着市场对于美债供给的定价应该是前置的、充分的。美国财政部下属的美国国债借贷咨询委员会(TBAC, Treasury Borrowing Advisory Committee)则定期更新其对于美国国债发行的预期，并同国债市场主要参与者保持着密切沟通。美国财政部网站也会提前公布国债拍卖的时间表、数量、期限等。2) 历史上看，美债的净发行量的变动并不能够显著改变美债收益率的趋势性变动。3) 近几个月美债发行量中期限在 1 年以下的票据占比均在 80% 或更高。如果超量供给是收益率上行的原因，那么为何近期美债短期的收益率水平却大致不变？4) 尽管市场一直担忧国债供给放量的问题，但是近期国债关键期限竞拍倍数并未显著走低，显示市场对美国国债的需求并不弱。

图表 4. 美债 10 年收益率变动 vs 美国国债滚动 3 个月净发行量

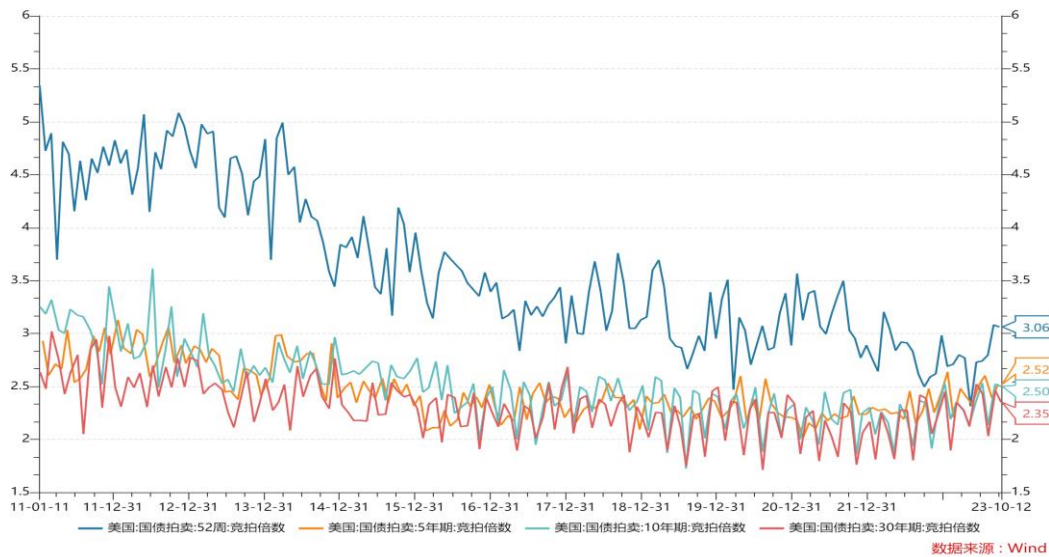


资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 美债收益率曲线变动: 当前 vs 一周前 vs 一个月前



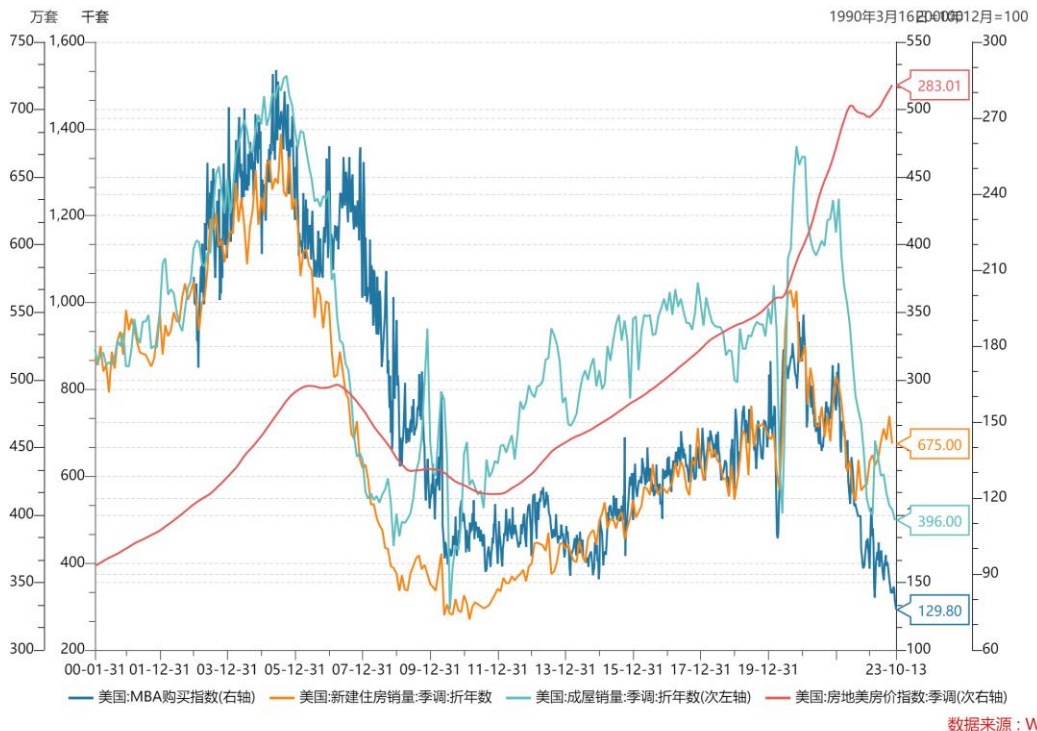
图表 6. 美国国债关键期限竞拍倍数



资料来源：彭博，中银证券

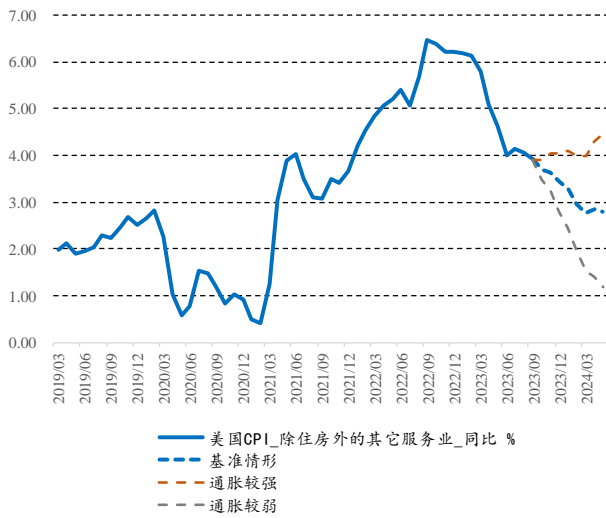
未来数月，我们预计美国劳动力和服务业通胀数据有望边际走弱并减缓美债长端收益率继续上行的压力。正如前文所说，我们认为美债长端收益率的走高仍然主要是美联储引导的“Higher for longer”的结果。目前，美联储所观察的关键经济指标则是剔除了住房通胀之后的服务业通胀，也即所谓的“Super Core”，而这一包含了医疗、交通等服务的指标又同劳动力市场息息相关。我们认为劳动力市场以及“Super Core”通胀数据在过去几个月所呈现出的韧性正是美债长端收益率能够持续走高的关键原因。与此同时，我们注意到美国经济中一些利率敏感部门（例如房地产）已经开始显现出疲态，而未来数月随着美国整体经济周期继续朝着本轮底部运行，劳动力市场和与之相关的服务业通胀也有望进一步降温，从而减缓美债长端收益率继续上行的压力。

图表 7. 美国房价上行走势同房屋销售的下行走势背离



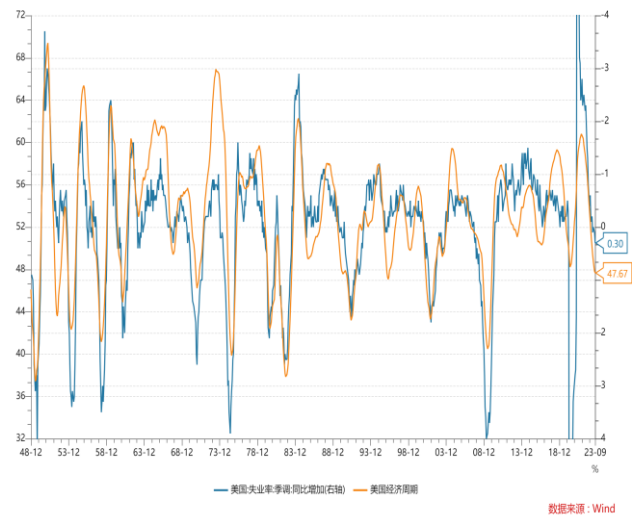
资料来源：彭博，中银证券

图表 8. “Super Core” 通胀数据：走势和预测



资料来源：彭博，中银证券

图表 9. 美国失业率同比变动 vs 经济周期变动



资料来源：万得，中银证券

从长期的角度来看，美债长端收益率的“合理”区间将取决于美国经济增长范式的变动；5%的短端利率若能长期维持，长端利率仍有上行空间。如果我们将美债 10 年名义收益率简单拆分为名义政策利率+期限利差，而历史数据显示期限利差大部分时间都在 1%-2% 的范围之内，那么对于美债 10 年名义收益率的长期“合理”区间的判断就变成了对名义政策利率长期“合理”水平的判断。9 月的经济预测摘要显示，美联储委员们认为名义政策利率长期“合理”的水平是在 2.5%，在这一基础上加上 1%-2% 的期限利差，那么美债 10 年名义收益率长期的“合理区间”应该大致在 3.5%-4.5%，因此目前 5% 左右的水平很显然已经超过这一区间了。但是另一方面，在上周纽约经济俱乐部的访谈中，鲍威尔并未对名义政策利率长期“合理”的水平给出明确的答案，而是认为从实际操作的角度来看：1) 这一问题并不会影响即期的货币政策选择。2) 政策决策者需要时时关注经济活动的体感，而不可能只依靠模型来做决策。3) 从目前来看，美国经济承受住了 5% 左右的政策利率，但是这一情况的可持续性仍需观察。我们认为，如果美联储货币政策能够维持在 5% 左右的水平而与此同时美国经济不出现危机情形，那么这可能意味着美国经济增长的范式已经发生了转变，也即劳动生产率/产业结构/人口构成等关键经济要素在疫情之后已经发生了结构性改变。对于美债长端曲线而言，这也意味着随着短端利率稳定在 5% 左右而期限利差逐渐正常化，其收益率仍有较大的上行空间。

风险提示：美国金融风险 and 通胀走势偏离预期，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任何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予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。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