

美债利率拆解

证券研究报告

2023年10月31日

后续美债怎么看

作者

本文主要从技术上解释了美债利率上行的贡献。技术性的因素只是过程，决定美债利率位置的依然是社会财富再分配带来的长期通胀中枢上升和强美元下的债务扩张。美债利率大概率会在高位维持更长时间。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

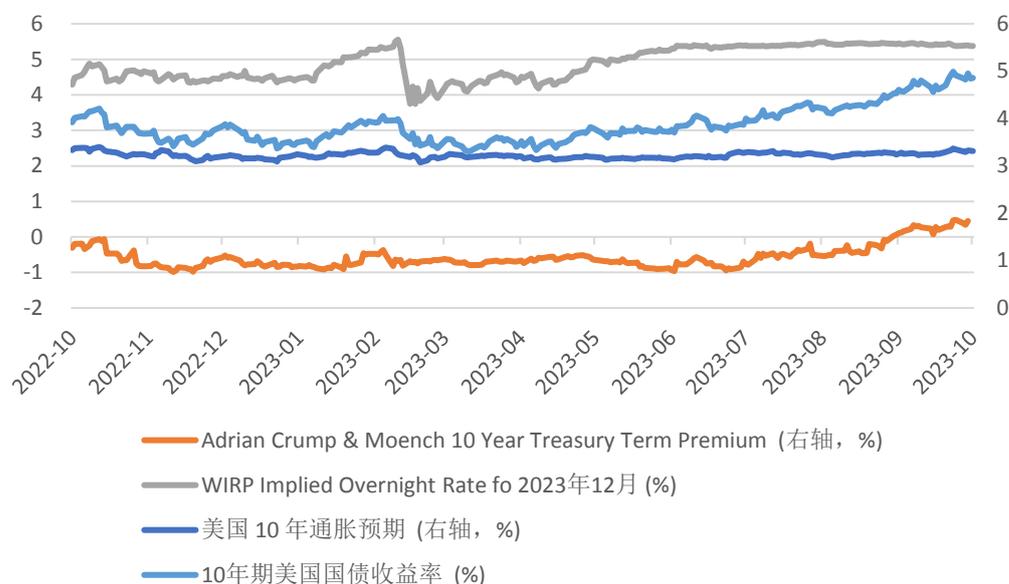
风险提示：地缘冲突进一步升级；美国经济复苏不及预期；美联储明年大幅加息超过 3 次

相关报告

10月初以来，美债10年期收益率快速上行，创2007年以来新高。美债利率的快速上行对全球风险资产带来了显著压力，美股、新兴市场股票、大宗商品价格不同程度回调。怎么看这轮美债上行，后续美债走势如何？

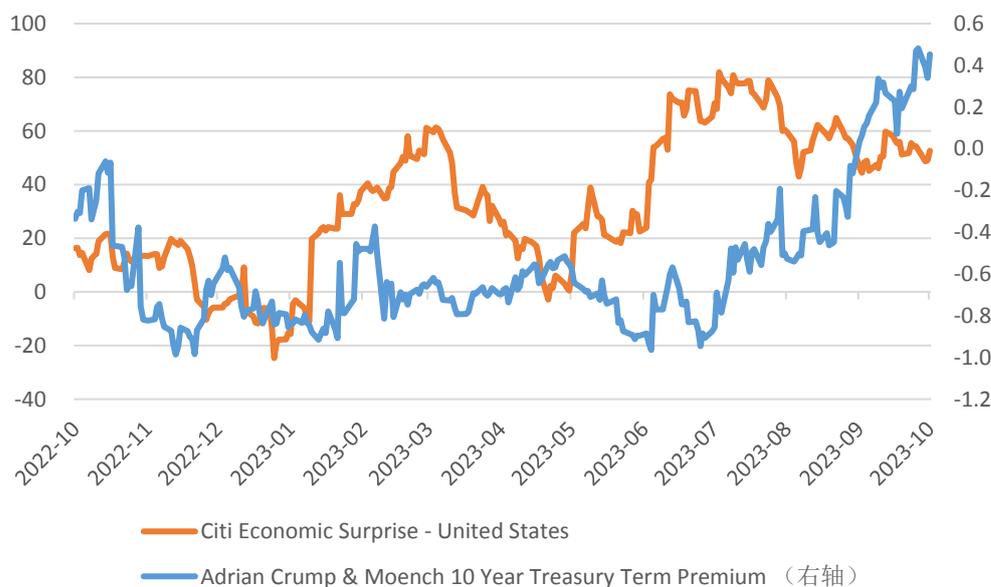
拆解9月以来美债上行的主要贡献因素：加息预期几乎没有变化（年内加息预期小幅回落2bp，通胀预期有一定贡献（10年盈亏平衡通胀预期上升了18bp），主要靠的是期限溢价（大幅上行85bp，几乎完全解释了美债的本轮上行）。

图1：美债上行因素拆解



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图2：美国花旗惊喜指数对期限溢价的解释相对有限



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

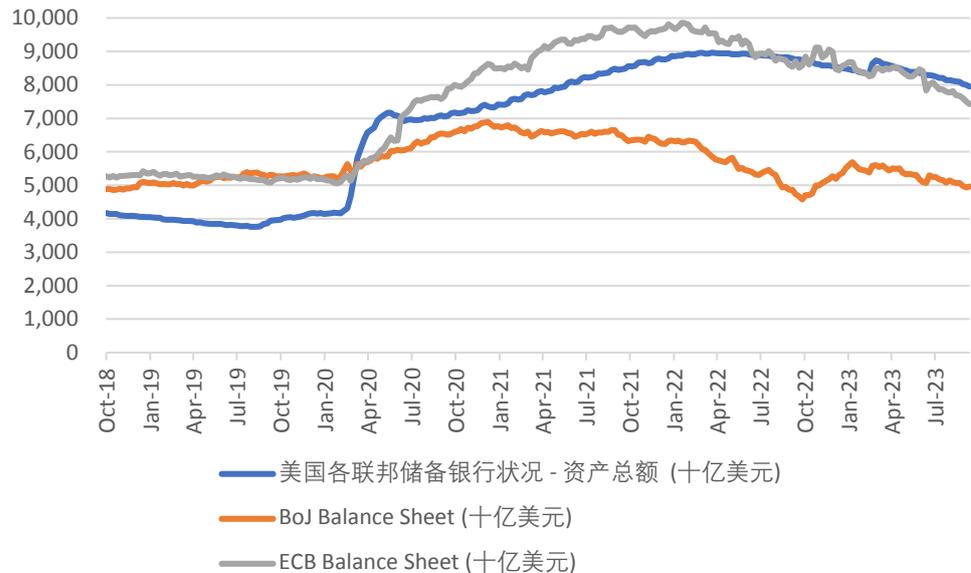
关于美债期限溢价的上升，美国经济超预期有一定贡献但相对有限，美债供大于需是主要原因。

用于表现美国经济超预期的指标——花旗惊喜指数，在今年7月上行幅度较大，但7月期限溢价变化并不大，经济超预期已经兑现在了对明年的少降息预期中。9月以来美国经济

数据相对平稳，但期限溢价大幅抬升，主要源于中期美债的超量发行和主要央行持续缩表引发的供需不平衡。

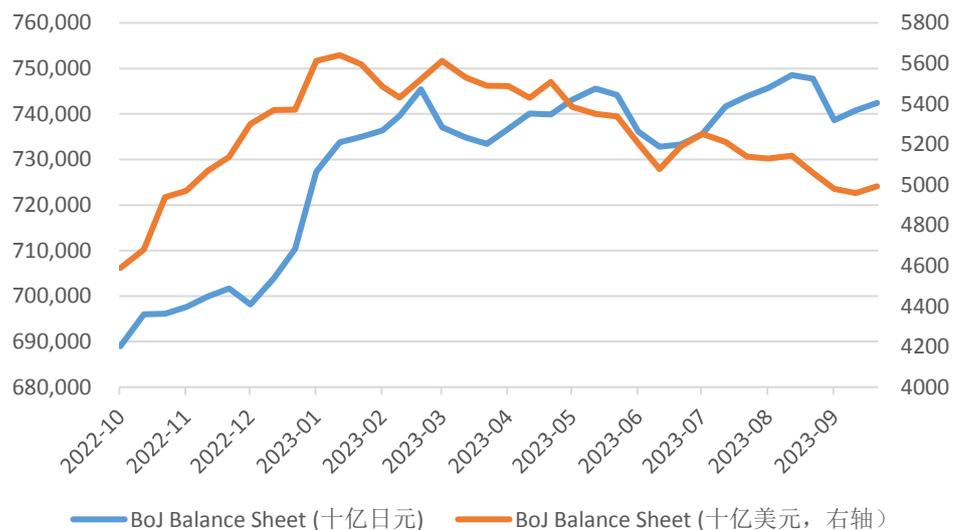
Smith and Valcarcel (2021)的论文证明了缩表（量化紧缩）会抬升期限溢价，使利率曲线陡峭化。今年以来，美联储正以每年约 1 万亿美元的速度减持债券——允许每月最多 600 亿美元的国债和 350 亿美元的 MBS “到期不续”。欧央行则从 2023 年 3 月开始缩减其债券投资组合，仅允许到期证券的部分本金进行再投资。具体来说，今年 3 月至 6 月平均每月有 150 亿欧元的到期证券本金不参与再投资。日本央行方面，以日元计价的资产负债表规模变动不大，以美元计价的资产负债表收缩主要因为日元兑美元贬值。

图 3：美欧央行今年缩表加速，日本央行主要受日元贬值影响被动缩表（以美元计）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

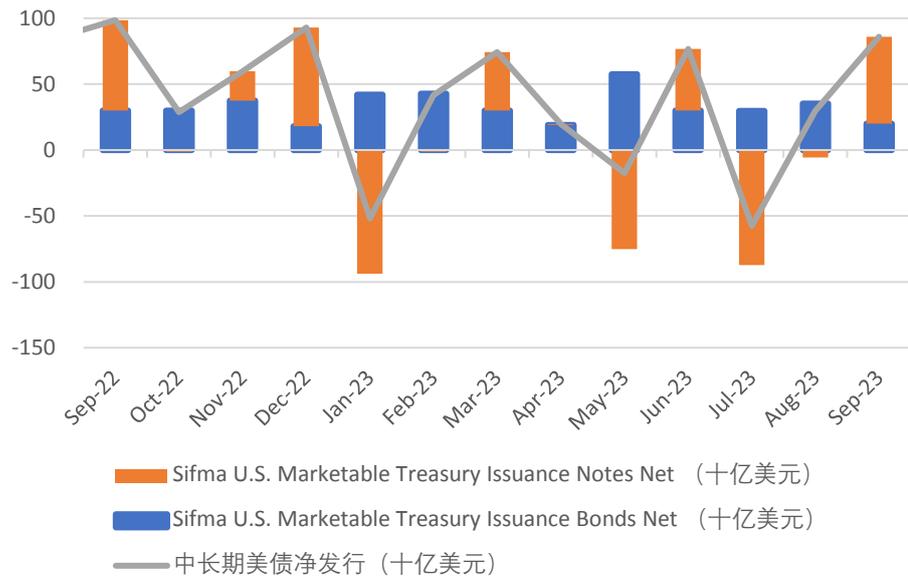
图 4：以美元计和以日元计日央行资产负债表分化



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

同时，近期中长期美债发行加速。美国财政部在 7 月最新公告中将三季度净发债规模抬升至超 1 万亿美元，其中 9 月中长期债券净发行额 859 亿美元，为今年新高。同时美国财政部预计四季度净发债规模预计将达 7760 亿美元。发债规模超预期增加主要受到赤字上升特别是利息增加的影响。

图 5：近期中长期美债发行量增加



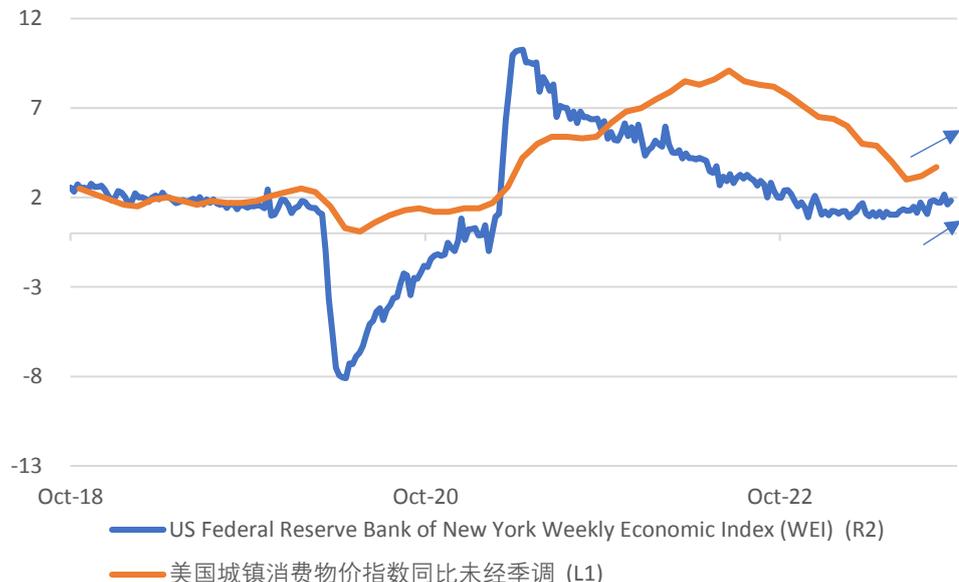
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

明年来看，美债供需方面，**联储继续缩表确定性较强**，9 月联储纪要中有多人认为，即使开始降息也可能持续一段时间缩表。欧洲央行常规资产购买计划（APP）投资组合将以可预测的速度收缩，紧急抗疫购债计划（PEPP）的再投资计划将持续到 2024 年底，日本央行可能推迟结束负利率的时间，日元对美元汇率保持弱势，以美元计的日央行资产负债表难以扩张。

而美债明年的供给则有较大不确定性。鉴于明年是大选年，两党针对自主性支出的博弈将加剧。前国会众议院议长麦卡锡与拜登达成的债务上限协议中，两人同意将今年的联邦支出水平保持在过去财年同等水平之上。而共和党保守派则要求众院通过的拨款法案总体支出水平要低于 FY2022 财年水平之下。

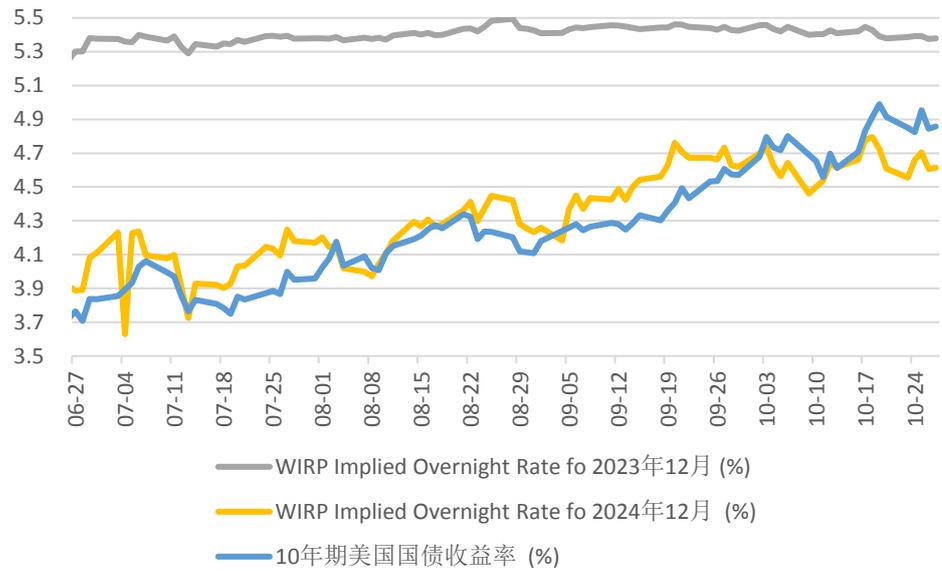
明年加息/降息预期和通胀预期可能需要上调。一是美国制造业新一轮库存周期已经开启，经济处于上行周期，市场对明年将近 3 次的降息预期可能过高，明年的利率路径可能需要向上调整。

图 6：经济和通胀仍有上行压力



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 7: 对于明年的降息预期已经在 9 月有所降温



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

二是自 CPI 在 6 月触底以来, 通胀预期从 5 月底的 2.18% 上行 23bp 至 2.41%, 今年 Q4 开始通胀的高基数效应消失, 预计 CPI 将缓幅上行, 继续给通胀预期带来小幅上行压力。

图 8: 通胀预期与通胀走势同向, 但波动较小



资料来源: FRED, 天风证券研究所

基于此, 我们假定 CBO 测算的财政收入准确, 针对美债供给和经济的实际走势, 我们模拟了三种美国经济和财政 (自主性支出) 的组合。

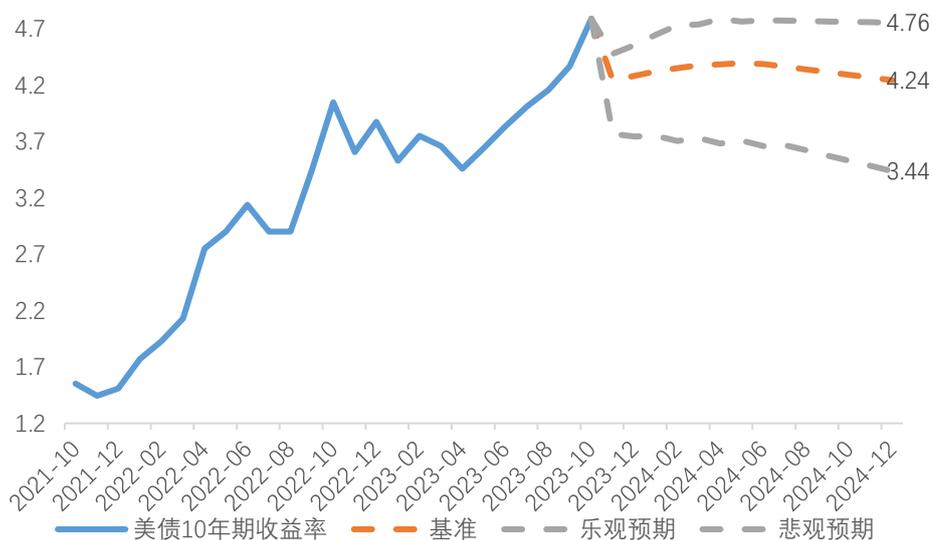
乐观预期下, 民主党在与共和党的博弈中占优, 自主性支出在 2024FY (CBO 预测) 水平, 强经济 (3% 增长)、高通胀 (5%)、高赤字 (2.8%) 的组合下美联储将再加息 2 次;

基准预期下, 两党博弈结果中性, 自主性支出维持在 2023FY 水平, 财政开支不变, 经济温和复苏 (1.5%~2% 增长), 通胀小幅抬升 (4%), 赤字小幅回落 (-7.6%), 货币政策不加息不降息;

悲观预期下共和党在与民主党的博弈中占优，自主性支出回到 2022FY 水平，财政开支缩减，经济低增长（1%以下），赤字大幅回落（同比-16%），通胀回落至 3%以下，联储降息将达 4 次以上。

乐观预期下，美债收益率预计到明年底 4.8%；基准预期下，明年底美债收益率为 4.2%；悲观预期下，明年底美债收益率将回落至 3.4%，风险在于明年美联储可能大幅加息超过 3 次。

图 9：不同经济财政组合预期下的美债利率（%）走势



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com