

宏观点评 20240417

美债利率二次狂飙,还会再度破 5%吗?

2024 年 04 月 17 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《5.3% VS 4.5%: 多出的 0.8 在哪里?》

2024-04-16

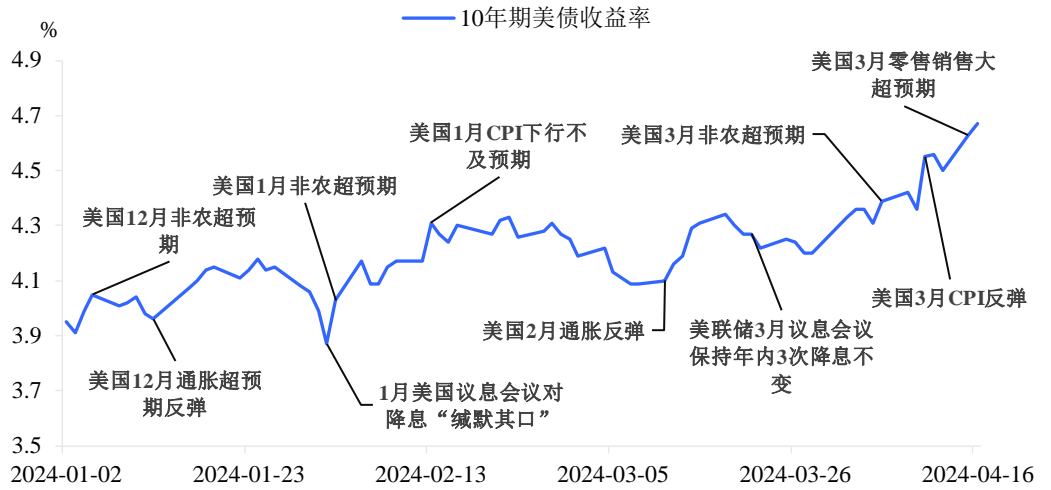
《3 月金融数据背后的经济温差》

2024-04-13

- 近一周以来,隔夜美债利率狂飙,5%又“近在咫尺”。上一次美债利率接近 5%,可谓还历历在目:2023 年 10 月,偏强的经济增速(5%的 GDP 增速)+美联储对加息的不松口,美债收益率刷新 16 年以来的新高。拆解美债上行的主要贡献因素,不难发现通胀预期是主要贡献。但是本次,开年以来美债利率的二次狂飙,在这背后我们发现一些跟以往不同的现象,比如:
- 美债和黄金的同涨:理论上,美债利率是持有黄金的机会成本,两者呈反向关系。但矛盾的是今年以来黄金好似脱离了“地心引力”,和美债出现了齐涨的现象,年初至今的涨幅近 16%,这显然是有悖于历史的。
- 反应钝化的美股:美债一飙升,美股就受不了。从上一次(2023 年 10 月)的经验来看,美债飙升至 5%,标普 500 从此前的高点下探接近 9%。而相比于去年,美股今年迄今涨幅仍有 6%,且下跌幅度不及上次的一半,明显受美债狂飙的影响较小。
- 资产价格对实际利率敏感性的下降:最明显的表现在于黄金和美股,上涨的实际利率并未对黄金和美股造成压制,两者反而双双加入刷新新高的“竞赛”。2024 年截至 4 月 17 日,黄金和美股分别上涨了约 16%和 6%。
- 由此可见,本次美债利率的急涨显然是“不同寻常的”,那么往后将会如何演绎?我们认为其利率的上涨可能更多反映的是市场对美联储降息延后的再定价。而对于美债收益率后续是否会再次破 5%,我们依旧保持谨慎。
- 首先我们不妨先来看下这次有何不同?实际利率上涨幅度更大,背后反映的是降息预期受阻的信号。10 年期美债收益率近期上涨更多的是受实际利率的驱动,10 年期 TIPS(通胀保值债券)收益率的日度涨幅逼近去年 10 月 31 日以来的新高。而之前的高点(10 月 31 日)正好对应美联储 10 月议息会议,那次会议透露的是超预期鹰派的加息信号——给“最后一次加息”仍留有悬念。
- 基本面是舞台,经济景气无疑是较为确定性的主线。从全球角度来看,美国制造业的加快回升,尤其是生产和新订单分项大幅上涨,或意味着美国制造业需求的改善为全球经济复苏贡献了主要力量,美国制造业 PMI 的回暖对全球制造业的复苏是一个有利的支持信号。
更为重要的是,美国自身超预期的经济基本面,助力了美债利率上行幅度加大:开年以来不仅通胀非农频超预期,最新美国 3 月零售销售增速达去年 1 月以来最强,成为近期利率上行的“加速器”。这一系列基本面的亮眼表现使得亚特兰大联储对美国 Q1 环比增速从 2.4%连续上调 2 次至 2.8%,美债收益率上涨可能更多反映的是市场对美国经济前景改善的预期。
- 预期是主要“玩家”,多重因素导致降息预期生变。鉴于美国经济似乎经受住了高利率的挑战,市场开始担心“二次通胀”的风险,甚至出现了一些加息的宏观叙事。而美联储多位票委也开始频繁再挫降息预期,甚至其内部的传统“大鸽”——博斯蒂克也不再提及年内降 3 次的预测,他预测年内仅有 1 次降息。
- 因此回头看,此前是因为市场对于美联储降息预期步子迈得太大。从政策预期层面,鲍威尔自 2023 年 12 月议息会议上的意外转鸽以来,利率市场便开始交易 2024 年内从 3 月就开始降息 7 次的预期。站在当今的视角,市场明显高估了降息的节奏,也低估了美联储政策的“定力”。
- 往后看,短期内考虑到市场短线往往存在过度定价的倾向,我们认为市场预期还需调整,在一定程度上支撑美债收益率。但是倘若股市进一步下跌,美债利率则很难破 5%。

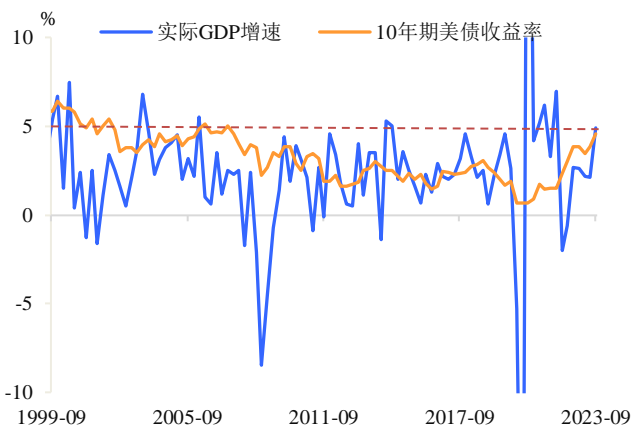
- **从长期来看，美欧经济的边际变化需要特别关注。因为如果从全球经济的角度来看待美债，美债利率的走势往往受到欧美经济分化的影响。**去年下半年以来，欧洲为重振制造业，“复制”美国版制造业回流，**欧美经济有所收敛**，10年期德债收益率从去年12月的2%上涨至2.5%，这些都是美债收益率表现坚挺的重要因素。
- **一、二季度欧美经济可能重回分化，美债利率继续上行幅度受限。整体来看，欧元区的经济表现要弱于美国。**“欧版制造业回流”的效果可能并不尽如人意：一方面欧盟“财力”不及美国，提供的直接补贴规模较小；另一方面，欧盟产业链的地位和影响力相较美国仍有距离。因此虽然去年下半年欧洲避免了技术性衰退，但是未来增长前景依然乏力，这与欧盟下调今年欧洲经济增长预期所相符（欧元区经济增长从预期的1.2%→0.8%）。
叠加近期欧央行释放更明确的“降息”信号，很可能先于美联储在6月降息，美欧经济重回边际分化将限制美债收益率后续上涨的空间。
- **虽然我们认为美债利率往后破5%的可能性有限，但仍有几大破5%的催化剂值得关注：**一是当前市场尚未 price in 不降息的预期，倘若未来美联储引导市场不降息，在6月释放不降息的信号，那么美债大概率涨破5%；二是从历史来看，自2008年金融危机之后的油价和美债利率呈正相关关系。目前油价还没有飙升破100美元，如果未来油价进入上行通道突破100美元，美债利率破5%的可能性则被加大。
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，伊以等地缘政治风险扩散，美国银行危机再起金融风险暴露，美联储紧缩对经济影响超预期。

图1: 2024 年以来, 驱动美债利率变动的事件梳理



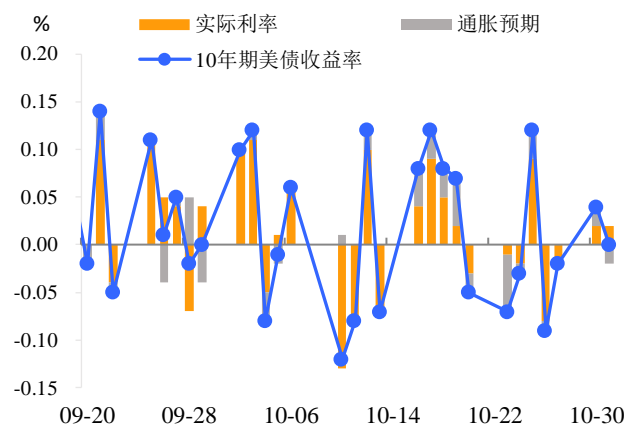
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023 年 10 月, 5% 的 GDP 增速+5% 的美债利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

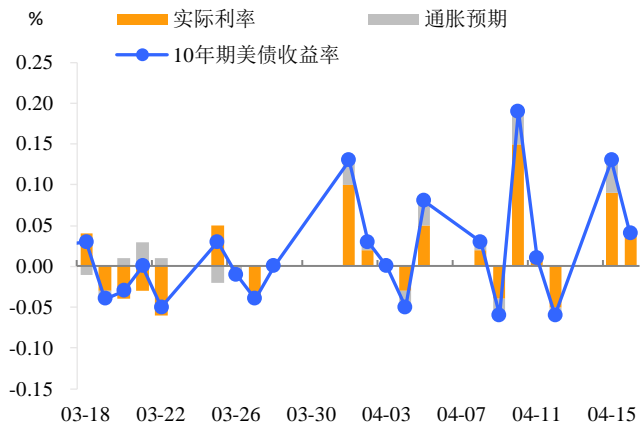
图3: 2023 年 10 月 10 年期美债收益率变化分解



注: 横轴的年份为 2023 年, 上图日期为月份-日

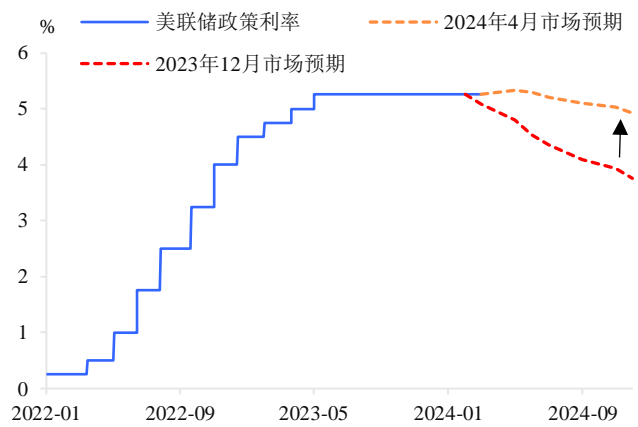
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2024年4月10年期美债收益率变化分解



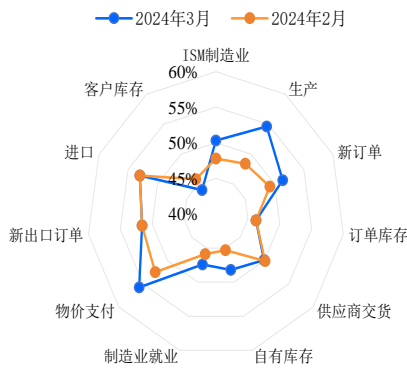
注：横轴的年份为2024年，上图日期为月份-日
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 降息预期不断后移



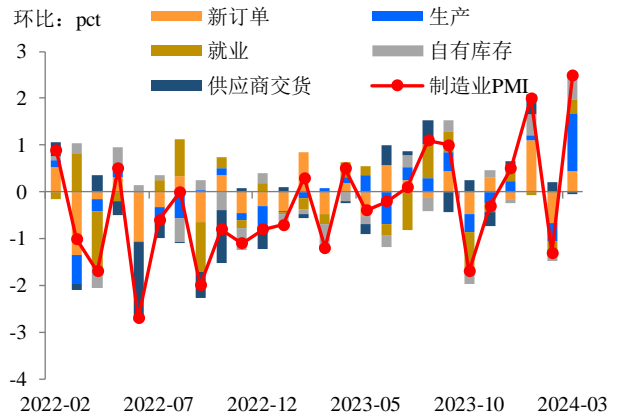
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6: 美国制造业 PMI 分项全面回升



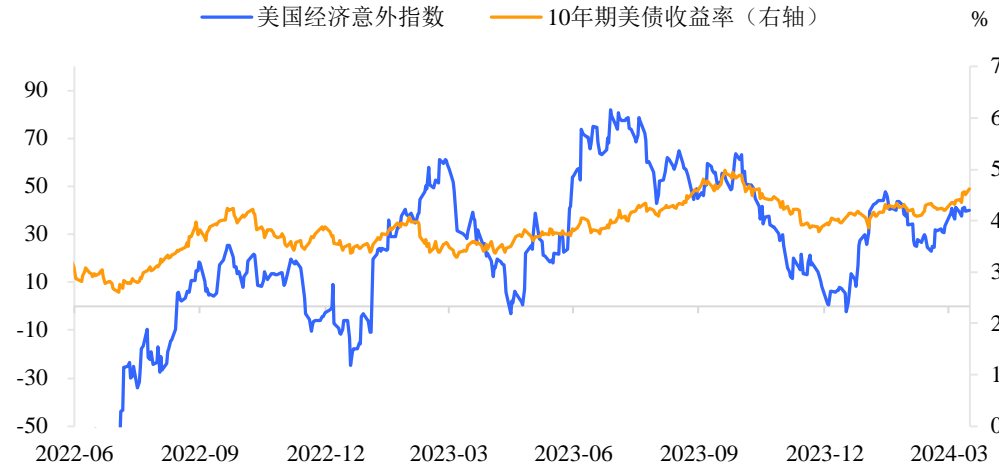
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 新订单、生产等明显提升



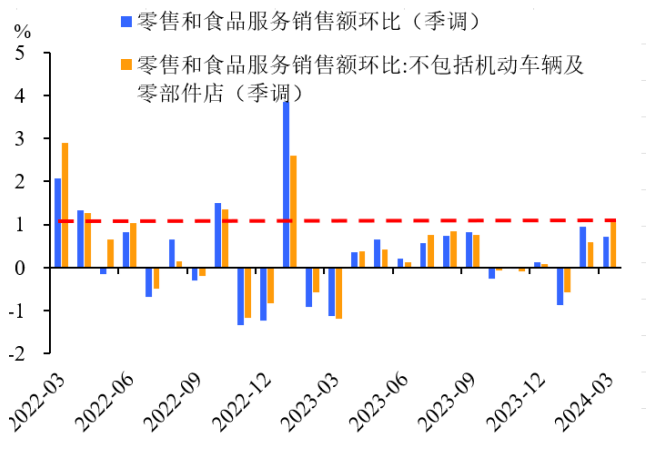
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 美国经济数据相对市场预期走强, 同期美债利率上涨



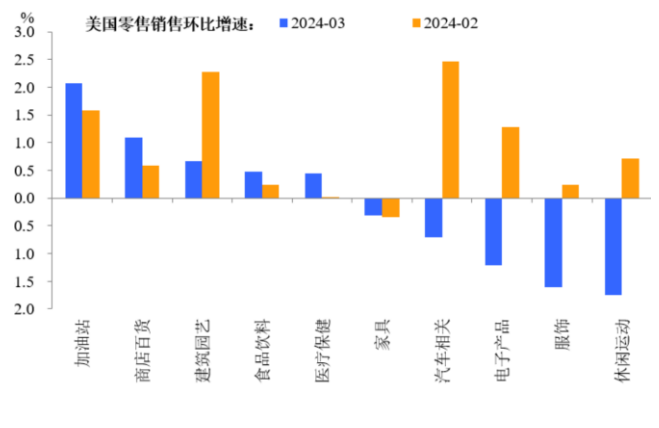
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 美国3月零售销售超预期, 需求得到了“确认”



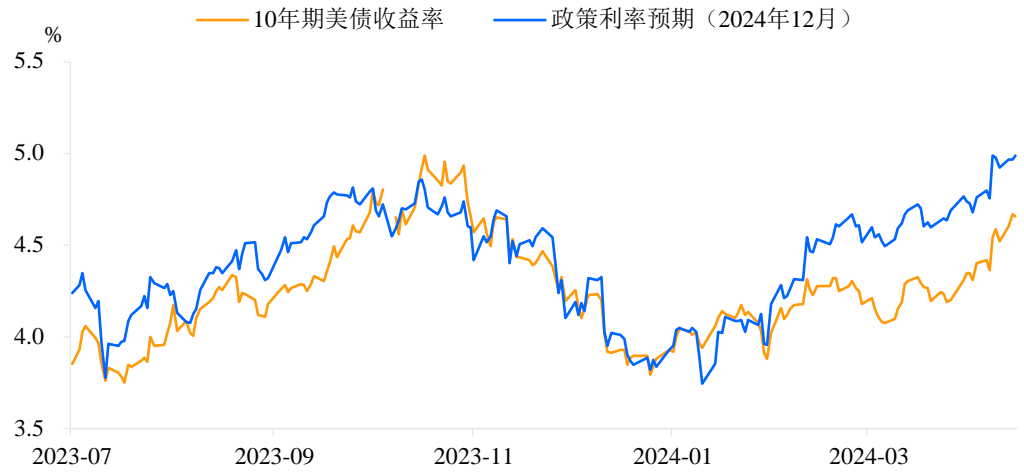
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 3月美国增长最快的领域是在线零售和餐饮服务



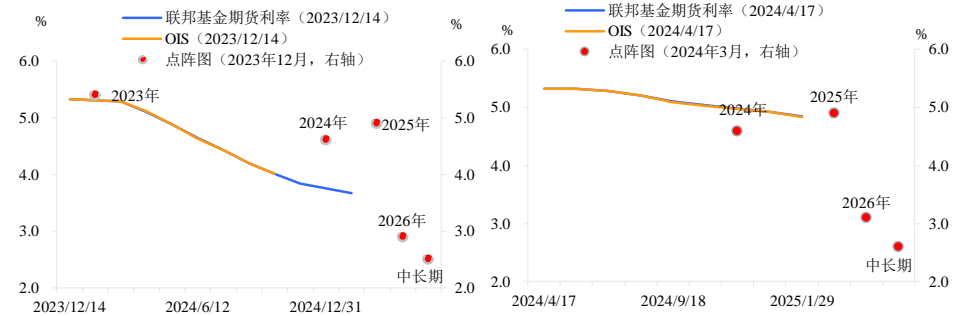
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 美债的演绎在淡化美联储转向的叙事



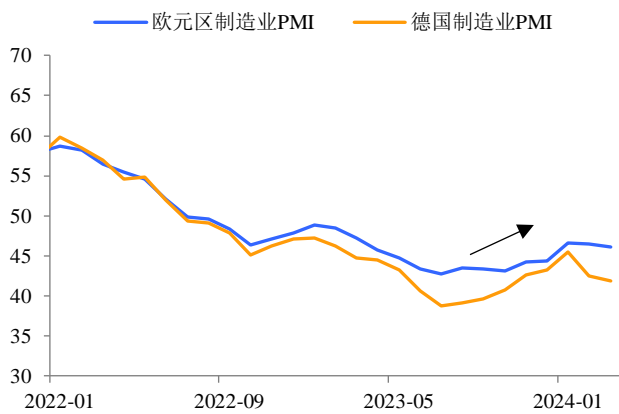
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 此前市场对美联储降息预期步子迈得太大



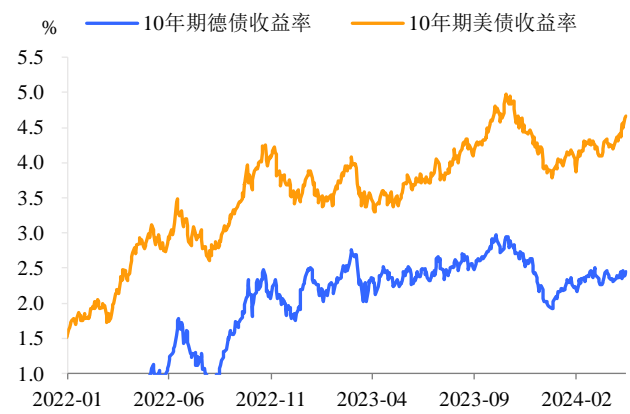
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 欧元区2023年下半年以来制造业PMI好转



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 欧美经济分化收敛, 美债和德债的走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>