如何理解近期美元和美债利率走势？

2021 年 07 月 06 日

观点

- **近期海外市场的走势有些令人困惑。**尤其是美国 6 月非农就业数据公布后，尽管 85 万的新增就业创下 10 个月来的新高，但在这一超预期的数据发布后，10 年期美债利率和美元指数双双走低，并没有兑现这一经济基本面的利好（图 1）。往稍长一些的历史来看，美元指数确实在美联储 6 月议息后有所反弹，但 10 年期美债利率一直在低位震荡。那么，两者的表现究竟反映了怎样的市场预期？

- **近期美元的反弹主要反映了美联储货币政策的转鹰，但为何超预期的 6 月非农就业没有助其进一步反弹？**我们认为问题在于这一数据并不能让美联储确信 taper 或加息可以更快的到来。比如此前美联储副主席 Clarida 已经表示“3 个月移动平均的新增就业在 50 万以上是公开讨论 taper 的必要条件”，6 月非农就业虽然大增 85 万，但由于 4 月数据的低迷，3 个月移动平均下来仅为 55.8 万，仅略高于 50 万的门槛。同时，失业数据并没有因就业增长而改善，耶伦和鲍威尔所青睐的失业率指标在 6 月依然保持在 8.6%的高位没有下降（图 2）。

- **近期美债利率的下行则有其特殊的原因，一是财政部现金余额的下降。**由于没有提前达成债务上限的协议，美国财政部必须将其在美联储的存款账户（TGA）的现金余额减少 4000 亿美元，以实现其 7 月底的目标水平，这意味着短期内仍将向金融市场释放大量的流动性，必然增加金融机构对美债的配置需求，从而拉低美债的长端收益率（图 3）。

- **另外也是更重要的一点，即美欧经济分化有可能加剧。**近期新冠变种毒株 Delta 的传播加剧了美欧抗疫成效的分化（图 4）。欧洲至少接种一剂新冠疫苗的人口占比约为 40%，而美国近 55%，疫苗的保护下 Delta 在美国的传播率普遍低于欧洲国家（图 5）。因此短期内欧洲经济的恢复势必比美国更易受 Delta 冲击，尤其是考虑到欧洲经济的重启力度本来就弱于美国。因此，在美欧经济分化加剧的背景下，避险资金回流美国也将给美债利率带来下行压力，比如 6 月中旬以来海外资金对于美债的净流入一直在增加。

- **美欧经济的分化，叠加美联储正比欧央行更快地回归货币政策正常化，无疑对美元构成利好，**因此，我们认为三季度美元仍存在一定的升值压力；同时，考虑到上述美债利率的上行乏力，美股成长股有望再度跑赢价值股。

- **风险提示：**新冠变异毒株传播失控，美联储过快收紧货币政策

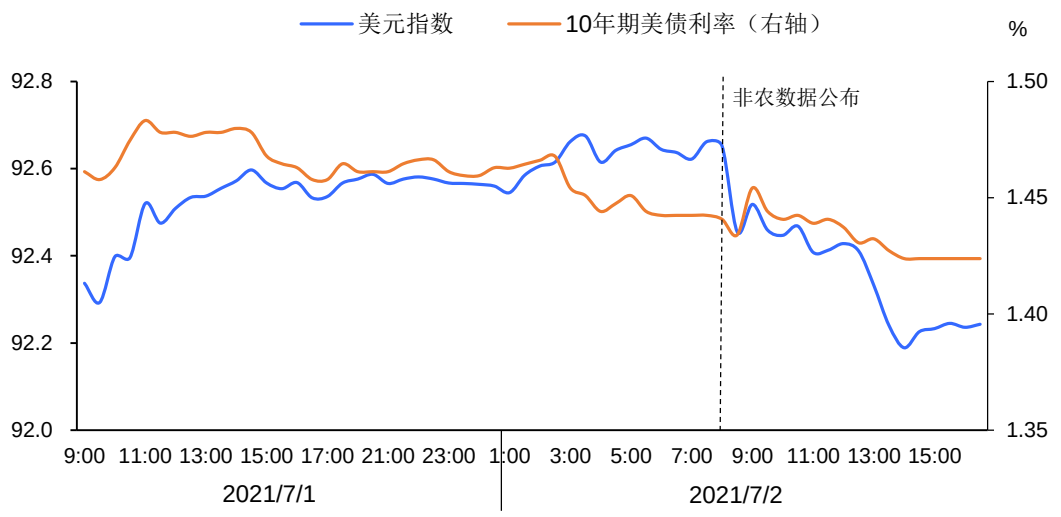
证券分析师　陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理　段萌
duanm@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210630：6 月 PMI 数据映射的三个经济基本面》2021-06-30
2、《宏观点评 20210628：6 月经济放缓的压力有多大？》2021-06-28
3、《宏观点评 20210622：广东疫情对近期出口的影响有多大？》2021-06-22
4、《宏观点评 20210617：不急 taper 想早加息，美联储有何深意？》2021-06-17
5、《宏观点评 20210616：经济放缓的压力有多大？—点评 5 月经济数据》2021-06-16

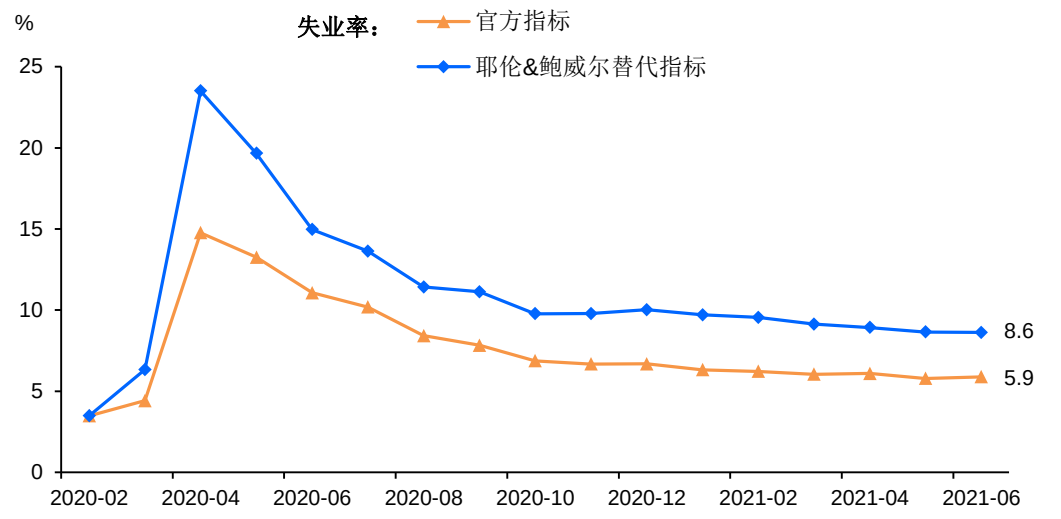
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：超预期的美国 6 月非农就业公布后，美元和美债利率双双回落



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：6 月耶伦和鲍威尔所青睐的失业率指标连续 2 个月保持在 8.6%的高位



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

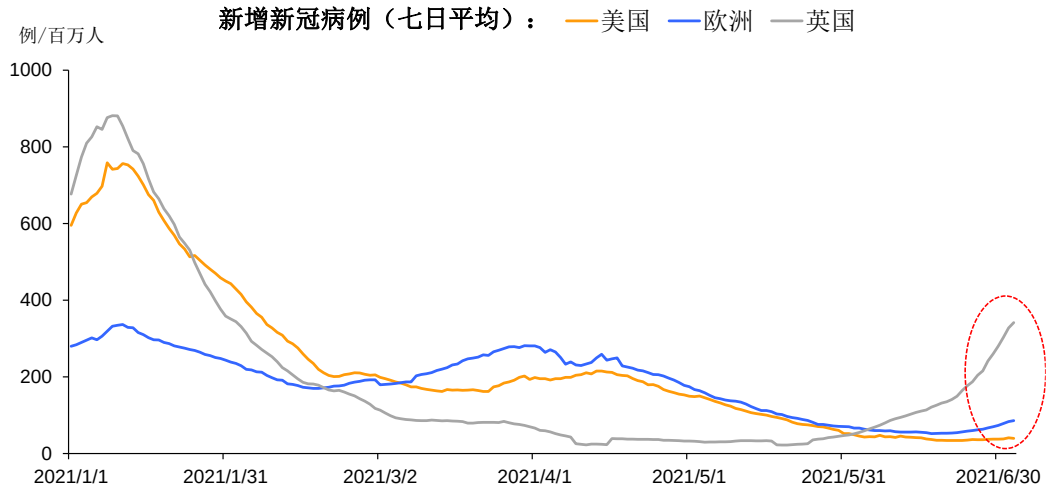
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：美国财政部 TGA 余额的下降仍将继续向金融市场释放大量流动性



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

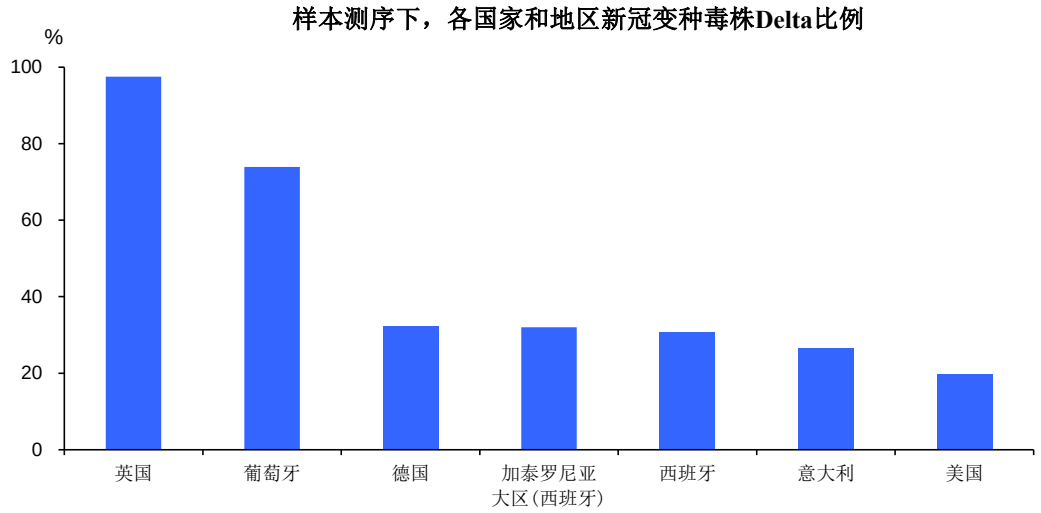
图 4：2021 年 5 月新冠变种毒株 Delta 的传播加剧了美欧抗疫成效的分化



数据来源：Our World in Data（更新至 2021/7/3），东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：新冠变种毒株 Delta 在欧洲国家的传播率普遍高于美国



数据来源：Our World in Data（更新至 2021/7/3），东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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

