谁将阻挡美债收益率上涨的步伐？

2021 年 03 月 26 日

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

相关研究

1、《宏观点评 20210228：哪些受益，哪些受损？》2021-02-28
2、《宏观点评 20210226：“眼看他起高楼”——美债收益率大涨后还须注意些什么？》2021-02-26
3、《宏观点评 20210225：拜登基建投资计划最新十问十答》2021-02-25
4、《宏观点评 20210224：监管收紧下，地产债成色几何？》2021-02-25
5、《宏观点评 20210220：以史为鉴，美债利率怎样上行才会引发美股回调？》2021-02-21

- **谁能阻挡美债收益上涨？**今年以来美债收益率上涨迅猛，上涨的逻辑也非常明确，经济上，美国经济强势复苏、通胀（预期）升温；政策上，美联储尽管一再重申保持宽松，但是部分疫情时期的特殊政策退出，依旧给市场造成不小冲击，比如即将在 3 月底到期的 SLR（补充杠杆率）豁免政策（可能导致部分银行减少美债仓位）。但我们不能忽视本轮经济复苏和市场逻辑切换的速度都十分迅速（图 1），当一项主流交易火热了 2 个月，我们就应该去思索背后的“负反馈”机制可能在哪？近期需求拖累下的原油和投机过热降温的铜价都是很好的例证，那么谁能成为阻挡美债收益率的继续大幅上涨？

- **宏观层面，通胀预期而不是通胀才支撑美债收益率的重要因素。**尽管市场相信通胀今年会显著上涨，但是支撑长端美债收益率的因素是通胀预期而不是通胀本身。从历史上看，美国经济走出衰退、通胀显著回升的阶段长端国债收益率往往震荡或者下跌。而当前通胀曲线倒挂的形态来看，市场依旧认为偏高的通胀是“暂时性”的（图 2 和图 3）。

- **政策层面，目前市场如何定价美联储的货币政策？**3 月议息会议后对美联储加息担忧降温，但 Taper（缩减资产购买）的阴影依旧笼罩着市场。当前的美债市场定价了怎样的预期？根据纽约联储针对一级交易商和市场参与者的调查显示，**市场已经预期明年第一季度美联储将缩减资产购买规模**（图 4）。考虑到年内美联储配合拜登政府财政计划的必要，我们认为这一预期是合理的。在美联储没有进一步表态紧缩前，美债收益率在政策面的驱动力是明显减弱的，参照 2013 年市场也不应过早对 Taper 进行定价（图 5）。

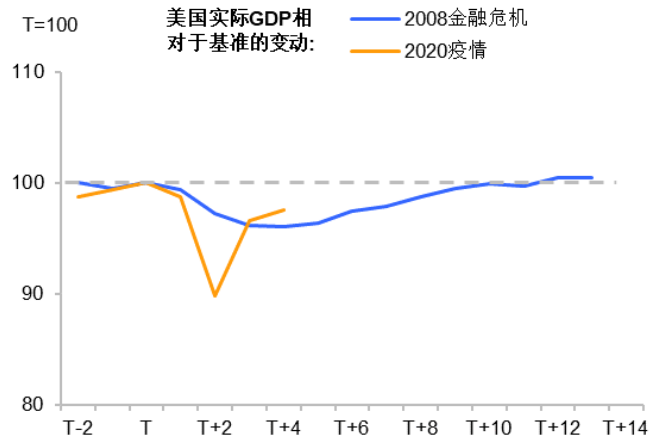
- **中观层面，美债收益对于海外投资者的吸引力在上升。**日本机构投资者一直是海外购买美债的主要力量。不过由于财年临近结束（每年 3 月结束），为了避免财报恶化，日本机构投资近期抛售美债加剧了美债收益率的上涨。从美国和日本的利差来看，经汇率对冲的 10 年期国债利差达到 2014 年末以来的高点（图 6）。随着股市进入震荡期，4 月新财年开启下的日本机构再配置需求，将成为美债收益率阶段性降温重要因素。

- **资产层面，美元和美债同时上涨与全球经济复苏的逻辑并不相符。**美元是全球经济和市场的风险因子。从历史上看美债、美元的同步显著上涨往往会造成新兴市场经济体和风险资产的压力上升，比较典型的是 1980 年初和 1998 至 2002 年的拉美债务危机，2018 年全球经济放缓、风险资产下挫，最近土耳其和巴西被迫加息也是这一压力的体现。值得注意的是当美元和美债收益率一齐上涨时，往往是美债收益率先见顶回落（图 7）。综合以上考虑以及全球疫苗的进展，我们认为第二季度美元依旧将保持强势，但美债收益率上涨动力将阶段性减弱，大概率陷入震荡，等待美联储 6 月进一步释放货币政策的明确信号。

- **风险提示：**美国经济复苏过快，经济过热导致美联储年内提前缩减资产购买规模。地缘政治形势超预期恶化，导致市场避险情绪升温。欧洲等主要非美经济体疫苗进展超预期，上半年实现全民免疫导致美元走弱。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

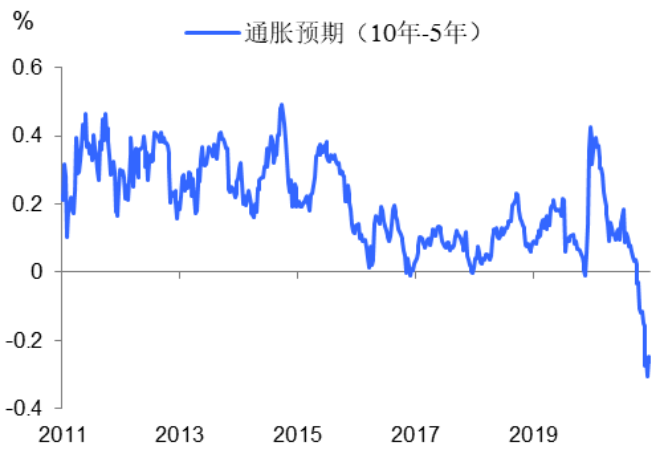
图 1：本轮周期复苏的速度非常迅速



注：T 为 2008 年第二季度和 2019 年第四季度。纵坐标的 1 代表一个季度。

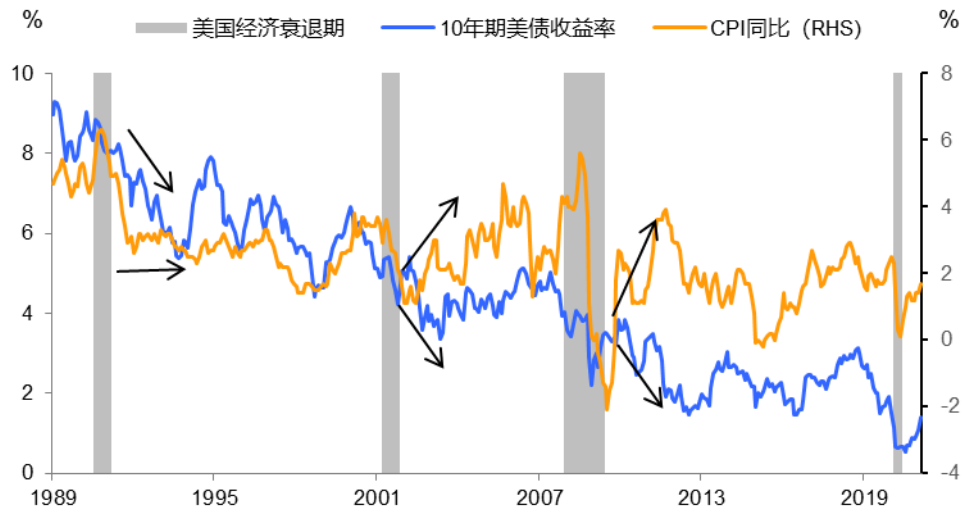
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：美国通胀预期曲线继续倒挂暗示通胀预期的暂时性



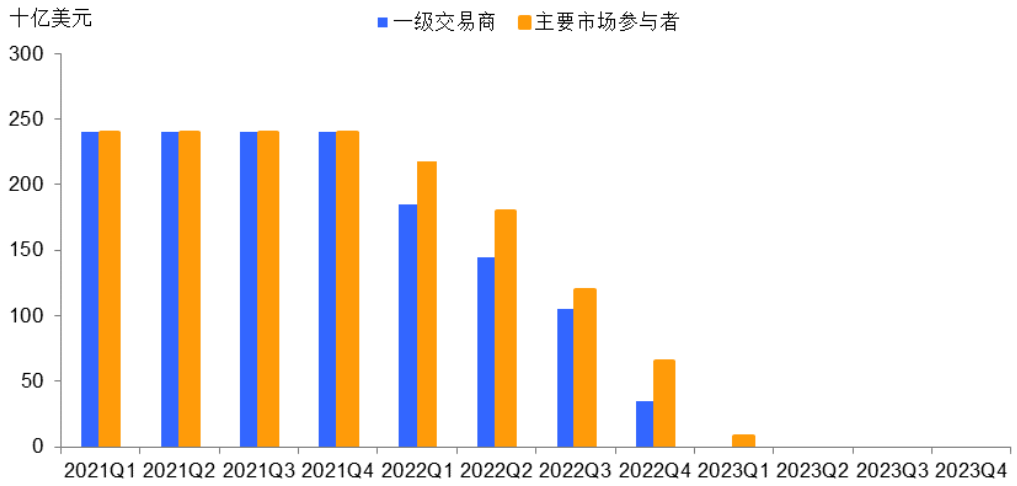
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：衰退之后的通胀反弹并不一定意味着债券收益率随之大涨



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：美联储调查：对未来美联储国债净购买规模的预期



注：当前国债净购买速度是每月 800 亿美元。

数据来源：FED，东吴证券研究所

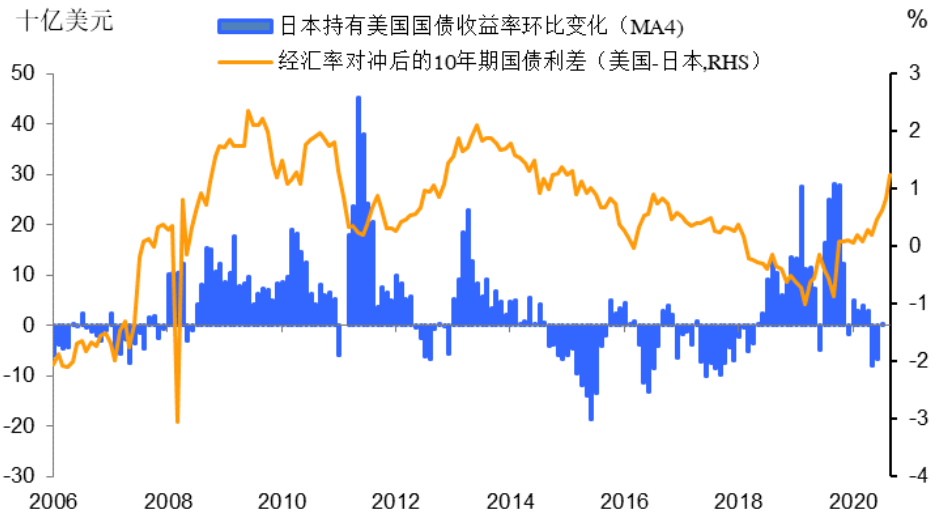
图 5：美国 10 年期国债和联邦基金利率：Taper 的冲击



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

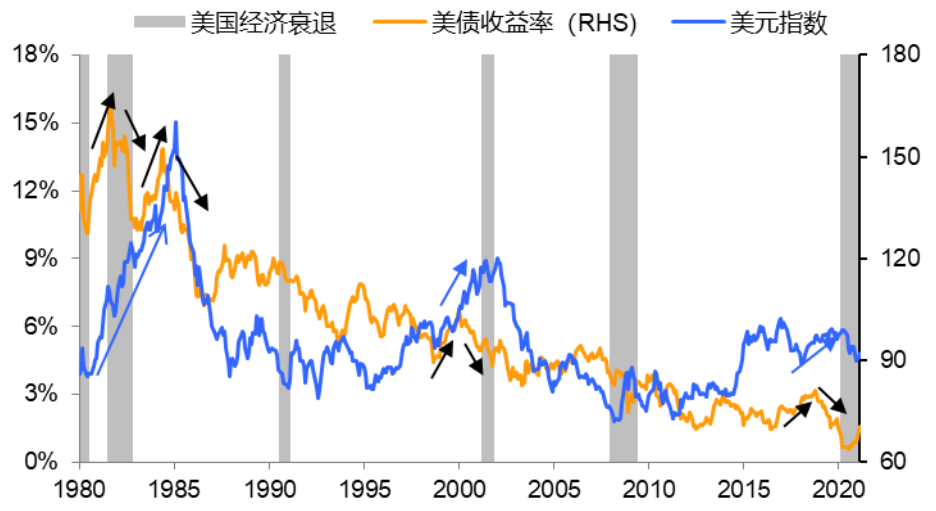
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：美国和日本经对冲国债收益率之差和日本持有美国国债变化



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 7：美元和美债收益率一齐上涨时不可持续的



数据来源：Bloomberg，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

