



美债市场焦点在收益率曲线形态：2022 年经济展望 (1)



【财新网】（专栏作家 张涛）在年初经济展望时，我们曾预测 10 年期美债收益率在年内就将突破 2%，当时的考虑主要基于以下三方面：

一是通胀预期的上升与疫后经济的修复，将推动 10 年期美债收益率回升。

二是美联储新政策框架大幅提高了对通胀的容忍度，因此年内美联储宽松政策难有改变，进而使得短期美债收益率维持在较低水平。

三是在长期限美债收益率回升和短期限美债收益率维持低位的叠加影响下，美债收益率曲线将呈现陡峭化变化。

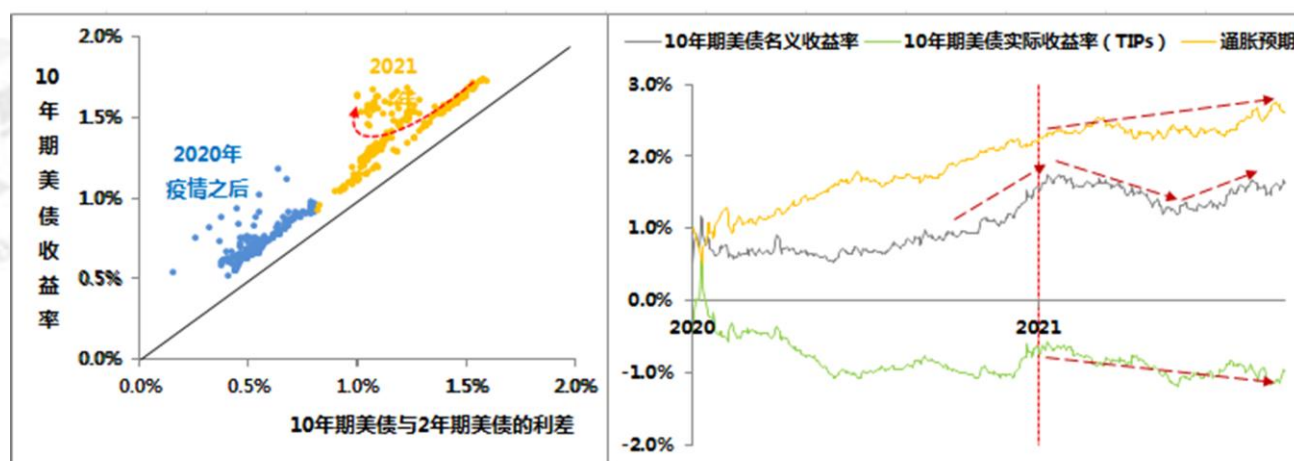
从今年美债市场的实际情况来看，主要有两个变化是我们没有预期到：

一是疫情以来，美债实际收益率（TIPs）不仅始终处于负值区间，而且还持续位于历史底部。今年四个季度 10 年期美债实际收益率的均值依次为 -0.85%、-0.79%、-1.02% 和 -1.00%，如此低的实际收益率，大幅对冲了通胀预期的涨幅（名义收益率 = 实际收益率 + 通胀预期），进而造成 10 年期美债收益率在升至 1.7% 上方之后，就未能进一步上行。

二是通胀压力令美联储较早开展货币政策正常化进程。经过 5 个月的酝酿和吹风，美联储已于 11 月开启缩减购债操作（Taper），与此同时市场的加息预期也大幅提前。受此影响，自 9 月下旬，短期限美债收益率快速上升，例如 2 年期美债收益率由 0.2% 快速升至 0.6% 上方，相应带动美债收益率曲线出现平坦化变化，之前美债收益率曲线的平坦化主要是由 10 年

期美债收益率回落所带动（见图 1）。

图 1：10 年期美债收益率走势与曲线形态变化

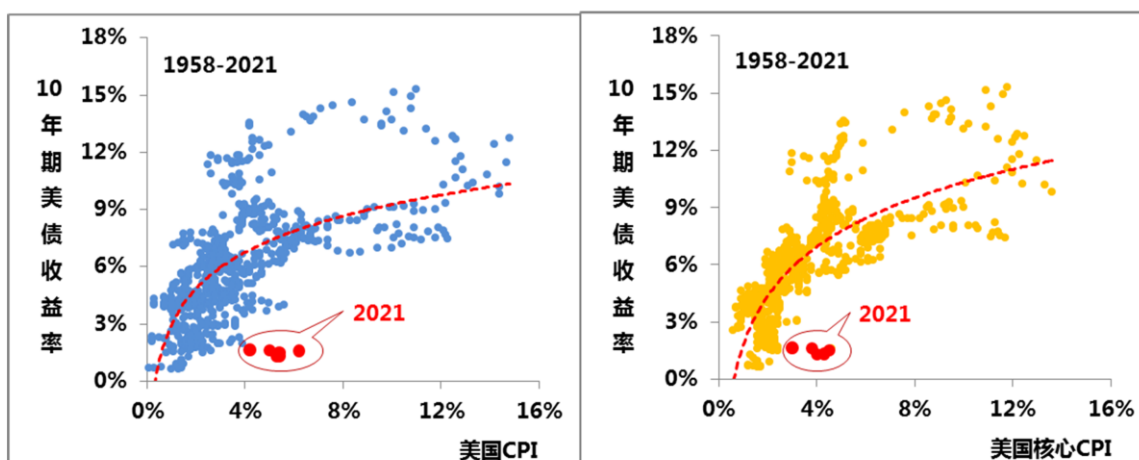


数据来源：Wind

基于对今年美债市场实况复盘（今年只有前 4 个月的情况符合年初预测），在展望 2022 年时需要考虑以下三方面因素：

首先，通胀的走势。从美国 CPI、核心 CPI 与 10 年期美债收益率的历史数据来看，与不断走高的通胀数据相比，目前美债收益率明显处于趋势线的最下方（见图 2）。鉴于本轮通胀最为重要的推动因素是全球供给的低弹性，因此价格机制平衡供需的功能出现大幅衰退，即价格的上涨并不能撬动供给的快速增加，那么在需求不减的条件下，商品价格的持续上涨就成为了必然，而出于对疫后复苏进程的呵护，各国又不敢贸然通过打压需求来控制通胀，由此本轮通胀还将在一定时期内持续，那么对于 2022 年的美债市场而言，目前大幅向下偏离趋势线的情况是否会改变，就成为首要考虑的因素。

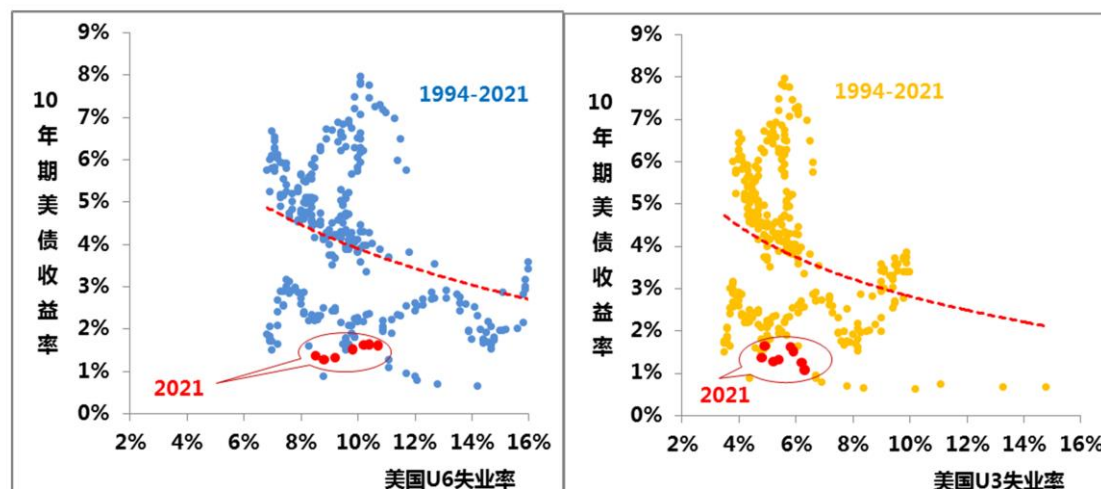
图 2: 美国通胀与 10 年期美债收益率



数据来源: Wind

其次，美国的就业形势。在新冠疫苗接种率持续提升的保证下，美国就业市场整体的修复进程得到保持。从 10 年期美债收益率与失业率相关性来看，目前较低水平的长期利率确实有利于就业市场的修复，不过伴随就业市场持续修复，市场的加息预期也得到持续强化。因为即便是按照美联储新政策框架更加侧重就业最大化目标实现的要求，市场认为目前就业的修复已基本符合美联储加息的条件。那么对于 2022 年的美债市场而言，就业市场究竟能接受美债收益率多大的波动区间，也是需重点考虑。

图 3: 美国失业率与 10 年期美债收益率



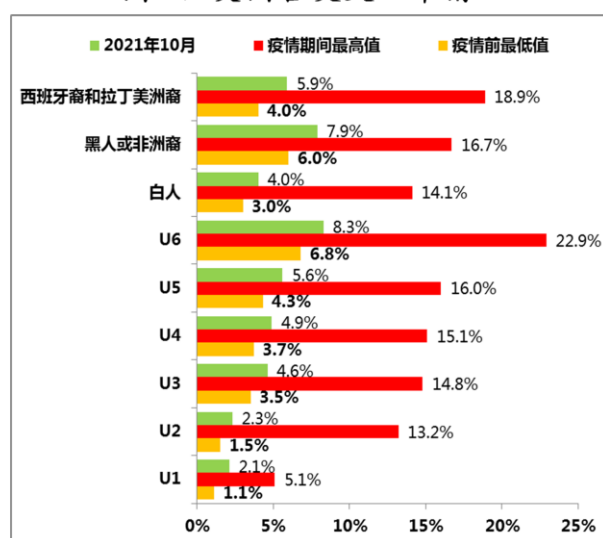
数据来源: Wind

最后，美联储的政策。拜登已提名鲍威尔为美联储主席候选人，鲍威尔继续执掌美联储至 2026 年已无悬念。在第一个任期内，鲍威尔是历任美联储主席中与白宫沟通最频繁的主席，由此他被市场诟病“独立性不够”，而美联储上一轮货币政策正常化过程中，鲍威尔的专业水平也曾被市场质疑，例如 2018 年的 4 次加息普遍被市场视为是政策失误。因此，在鲍威尔的第二个任期内，这些曾被质疑之处一定会对其产生影响。除此之外，美联储在 2019 年评估政策框架的一个重要内容就是就业市场的公平性，截至目前，其他少数族群的就业恢复依然落后于白人，显示就业均衡性还没有完全修复。

另外，即便美联储在 2022 年加快缩减购债 Taper 进程，例如将目前缩减规模由每月 150 亿美元提高至每月 300 亿美元，但美联储一直在强调，Taper 与加息没有“内在联系”，加之针对弹性有限的供应短缺造成的通

胀，加息在抑制通胀的同时，究竟对花很大力气才保护下来的需求将产生什么影响，存在很大不确定性。因此，虽然图 2 和图 3 显示美联储已经落后于市场和经济曲线，加之市场对明年美联储加息的预期不断增强（例如高盛最新预测就是明年 6 月美联储就会加息，且明年会加息 3 次），但最终鲍威尔和美联储最终如何选择仍然存在很大不确定性，而此不确定性肯定对 2022 年美债市场产生不容忽视的影响。

图 4：美国各类失业率情况



数据来源：Wind

注：美国失业率分六档，简称 U1-U6。U1 代表失业了 15 周或以上的失业者，U2 代表失业或临时工的失业者，U3 代表失业者，U4 代表失业或临时工的失业者，U5 代表失业或临时工的失业者，U6 代表失业或临时工的失业者。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30193

