



当 10 年美债利率升破 1.9%



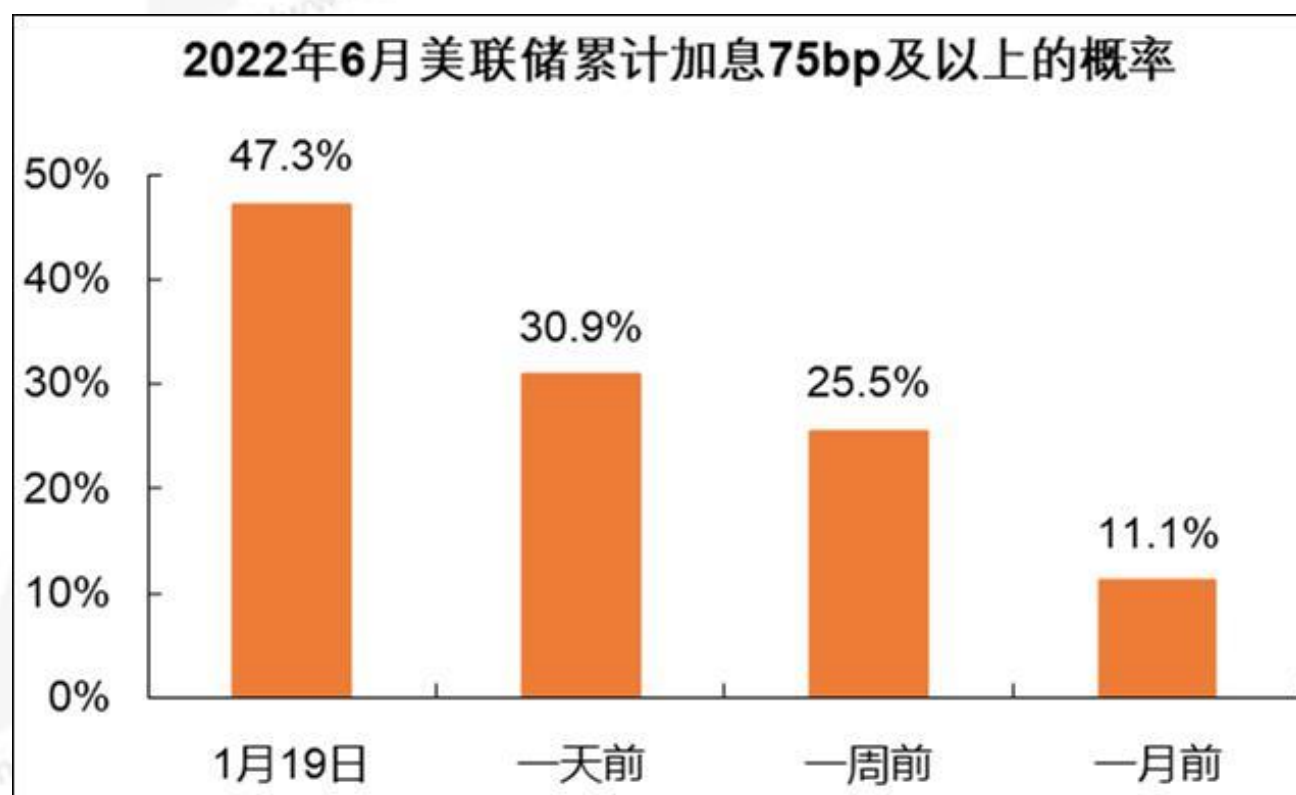
北京时间 1 月 19 日，10 年美债收益率站上 1.9%。美债利率上行的导火索是市场加息预期进一步提前。一方面，美联储对 2022 年加息 4-5 次持开放态度；另一方面，美国通胀压力因油价窜高、住房租金开始加速上涨而进一步凸显，“加息恐慌”与“缩表恐慌”联手发酵。但往后看，随着美联储不断明确加息和缩表路径，美债利率定价将更由美国经济基本面决定。我们预计，2022 年上半年，10 年美债收益率或上行至略高于 2% 的水平，市场波动的风险需要高度关注。但本轮美联储紧缩与美债利率上行，不会阻碍中国货币政策“以我为主”的定力，稳中偏强的人民币汇率可以更多发挥其调节内外均衡的缓冲作用；虽然国际货币基金组织谆谆告诫需要关注对新兴市场的冲击，但中国在新兴市场中相对“一枝独秀”的表现会令人民币资产表现出较强韧性。

美国时间 2022 年 1 月 18 日，10 年美债收益率跃升至 1.88%，创近两年新高。同时，美股三大指数大幅下跌 1.5-2.6%。北京时间 1 月 19 日，10 年美债收益率跃升站上 1.9%；同时，A 股沪深 300 指数和创业板指整日分别下跌 0.68% 和 2.17%。近期美国经济基本面缺乏利好，美债利率的跃升或有超预期成分，并对全球资产价格产生冲击。在 10 年美债收益率蹿升之际，我们就市场关注的五个问题——作答。

美债利率上行的直接原因是市场加息预期进一步提前。据 CME FedWatch 数据，截至美国时间 2022 年 1 月 19 日凌晨，市场认为美联储于 2022 年 6 月议息会议时累计加息 75bp 的概率，在一天的时间里由 30%

左右跃升至接近 50%。其隐含的情形是,市场预计美联储在 2022 年 3 月、5 月和 6 月每次会议分别加息一次,又或者某一次会议(例如 3 月会议)可能直接加息 50bp 而非 25bp。2000 年 5 月以后美联储单次加息幅度均仅有 25bp。此外, CME 数据还显示市场认为美联储或于 2022 年内加息 100-125bp (4-5 次)。

加息预期提前带动美债短端利率和长端实际利率同时上行。2022 年 1 月 18 日, 2 年美债利率上行 7bp, 至 1.06%, 近一个月已上行 40bp; 10 年美债名义利率上升 9bp 至 1.88%, 近一个月已上行 46bp, 分解来看, 主要由实际利率的快速上行驱动, 同日 10 年美债实际利率上行 7bp, 至 -0.59%, 近一个月已上行 38bp。



美联储在 2021 年 12 月议息会议公布的点阵图中，隐含 2022 年内加息 75bp (三次)。美联储 2021 年 12 月会议纪要表露坚定加息决心，并首次讨论缩表，鹰派程度超出市场预期。此后，美联储于 2022 年 3 月首次加息逐渐成为市场共识，市场预计 2022 年美联储加息 3-4 次也尚在情理之中。

近一周，美联储官员讲话进一步引导市场预期，对 2022 年内加息 4-5 次持开放态度。美联储主席鲍威尔在 1 月 11 日国会听证会的发言中承诺，“将防止高通胀变得根深蒂固”，但并未直接就加息和缩表做进一步引导。1 月 12 日，圣路易斯联储主席布拉德称“也许应该在 2022 年加息 4 次”。1 月 13 日，美联储二把手布雷纳德称“预计今年会有几次加息”；美联储理事沃勒称“加息 3 次是一个很好的基准”、“最早加息可能会更少、也可能多达 5 次”；芝加哥联储主席埃文斯和费城联储主席哈克也均表示对年内加息 4 次持开放态度。

近期，美国经济基本面数据偏弱，并不构成对美债利率的强力支撑。近期公布的美国经济数据均偏弱，奥密克戎病毒肆虐对美国经济的冲击或不容小觑：美国 2021 年 12 月零售销售环比下降 1.9%，结束此前的四连涨；截至 2022 年 1 月 8 日当周的初请失业金人数反弹至 23.0 万人，创近两个月新高；2022 年 1 月纽约联储制造业指数从前值的 31.9 大幅下降至 -0.7。

然而，美国通胀压力可能助推加息预期发酵和美债利率上行。尤其关

注两点：一是，近期国际油价在美联储紧缩预期中“逆势”上涨。2022 年 1 月 18 日，布伦特原油一度升破 89 美元/桶，创近 7 年新高。此前公布的 2021 年 12 月美国 CPI 走势并未超过市场预期，因油价曾于 12 月跌破 70 美元/桶。但 2022 年以来油价持续上行，又重新燃起市场对于通胀（及其引发美联储超预期紧缩）的担忧。在此背景下，美债市场的通胀预期原本因实际利率上行而有所降温，但近期因油价上行而“止跌”，使实际利率上行对美债名义利率的拉动更加明显。二是，美国住房租金开始加速上涨，加剧美国核心通胀压力。美国住房租金 CPI 在 2021 年 12 月同比升至 4.2%，创 2007 年 2 月以来新高，同期美国核心 CPI 同比升至 5.5%。美国住房租金分项在美国 CPI 的比重达三成以上，且其滞后于美国房价的上涨，未来可能在房价压力下持续上涨。因此，美国住房租金的上涨可能使美联储缩表决心更加坚定，市场或进一步预计美联储将尽快缩减 MBS 持有，为美国房价降温。换言之，市场“加息恐慌”和“缩表恐慌”可能联动发酵，短期使美债实际利率更快上行。

我们认为，市场预期和情绪的反应是短期的。随着美联储不断明确加息和缩表路径，美债利率定价将更由美国经济基本面决定。我们根据美国经济基本面和通胀压力分别判断 10 年美债实际利率和隐含通胀预期的走势：

1) 预计 2022 年上半年，10 年美债实际利率向 0 靠近，基本回到新冠疫情暴发前水平，即仍有 40bp 左右的上行空间。

首先，10 年美债实际利率在新冠疫情爆发前（2019 年 8 月至 2020 年 1 月期间）大致处于 0 附近（具体在-0.1-0.2%区间）。2022 年美国经
济仍处复苏状态，将进一步抹平新冠疫情的冲击、回归疫情前的趋势增长
水平（这也是最新一期 IMF 所预测的）。因此，新冠疫情前的美债实际利
率是我们判断今年美债利率的主要参考之一。

其次，考虑到 2022 年美联储将开启加息和缩表周期，因此上一轮加
息和缩表周期的美债利率点位也有一定参考价值。2015-2017 年期间，美
联储合计加息 5 次至 1.25-1.50%，10 年美债实际利率主要在 0 至 0.5%区
间波动，2017 年末在 0.5%附近。2017 年 10 月美联储开启缩表周期，美
债实际利率在 2017 年内波动不大，维持 0.5%左右，但于 2018 年开始继
续向 1%进军。不过，本轮与上轮不同之处在于，美联储资产总规模显著更
大。预计 2022 年开始缩表时，美联储资产总额超 8.8 万亿美元，约为 2017
年美联储缩表时的两倍。

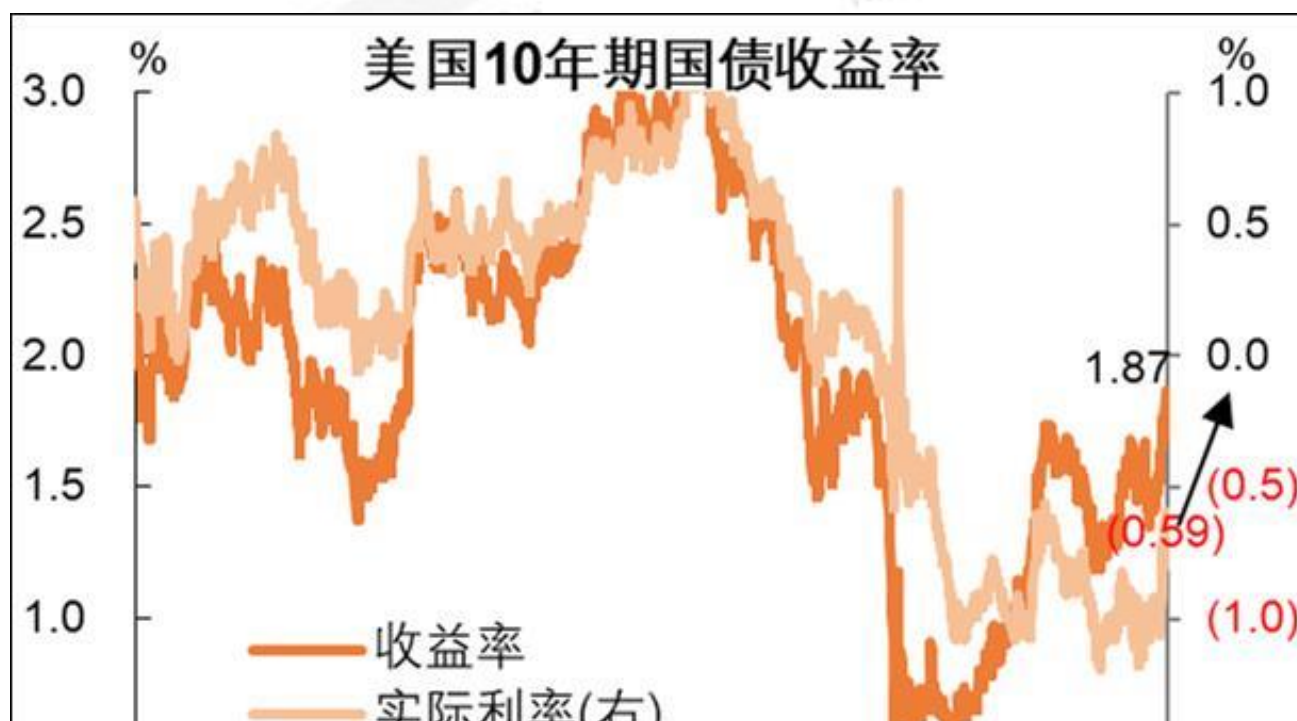
因此，我们预计本轮即便美联储开启缩表，美债实际利率的空间或难
全然释放，可能仍受美国流动性整体上宽裕的压制。当然，需要持续关注
美联储缩表的具体节点和节奏。若仅看 2022 年上半年，我们预计 10 年美
债实际利率会先向 0 靠近。

2) 预计 2022 年上半年，10 年 TIPS 隐含通胀预期或下行至 2.2%左
右，即存在 25bp 左右下降空间。

根据历史经验，市场通胀预期大概率将随美联储紧缩而回落。不过，

由于目前美国通胀压力仍将高于新冠疫情前，回落后的通胀预期很可能仍将高于新冠疫情暴发前水平。参考 2021 年 12 月美联储最新经济预测，其预计 2023 年和 2024 年美国 PCE 分别上涨 2.3% 和 2.1%。我们判断，10 年 TIPS 隐含通胀预期或下行至 2.2% 左右，仍将高于 2018 年上轮高点 2.1% 左右。

3) 综合来看，预计 2022 年上半年，10 年美债收益率或上行至略高于 2% 的水平。



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_36387

