



从近期美债曲线变化看美 联储政策变化



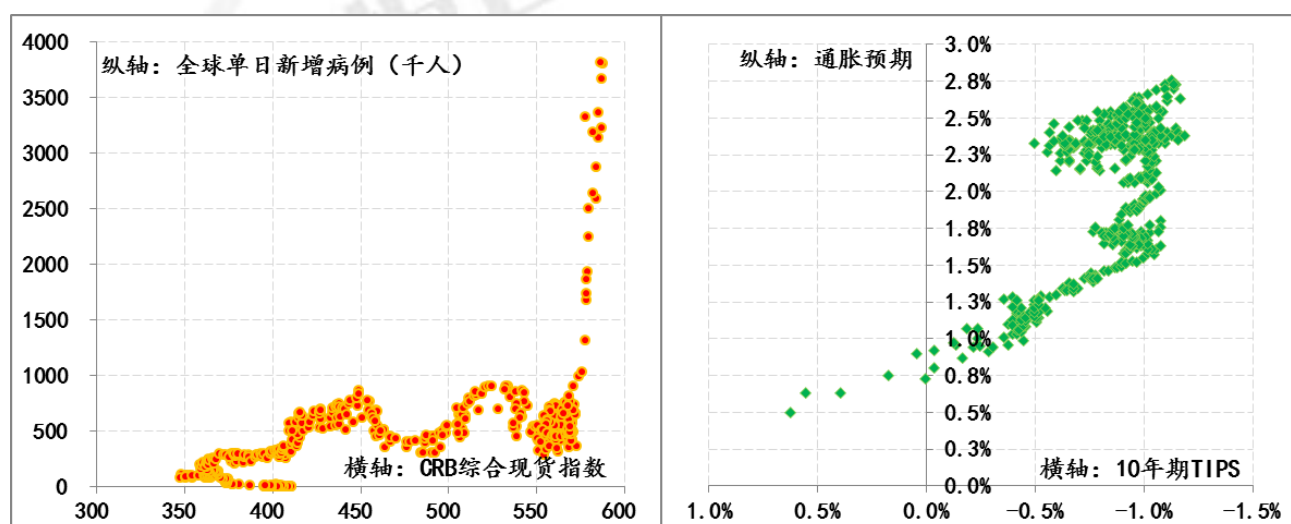
近日美联储召开了 2022 年首次议息会议，综合美联储会后公告和鲍威尔记者会问答信息，3 月份美联储大概率开启加息，并明确了先加息，后缩表的政策路径，不过具体的政策收紧节奏和力度，鲍威尔并没有给出更为清晰的信号，而从上轮美联储政策回归常态的实际路径情况来看，市场预期能否完全兑现存在较大不确定性。例如，目前市场预期美联储年内会加息四次和开展缩表操作，甚至还有预期美联储首次加息幅度会是 50BPs，显示出市场预期美联储本轮政策收紧会采取较快的节奏，但美联储实操路径能否完全兑现市场预期尚需观察，因为近期美债市场的变化及美股市场的调整。

首先，美债市场基本符合年初展望预期（参见《美债市场焦点在收益率曲线形态：2022 年经济展望（1）》）。进入 2022 年以来，美债收益率出现明显上升，1 月 19 日 2 年、5 年、10 年和 30 年期美债收益率分别最高突破 1.07%、1.69%、1.9%和 2.2%；同期美债收益率曲线呈现出平坦化趋势，例如，10 年与 2 年期美债的利差较去年四季度回落近 20BPs 至 80BPs 左右，30 年与 5 年期美债的利差较去年四季度回落 17BPs 至 80BPs 左右。另外，从 2 年期美债收益率的变化情况来看，市场已经将年内四次加息完全 “price in”。

其次，疫情对通胀预期的推升影响趋缓。因奥密克戎变异病毒而起的新一轮疫情，令单日新增病例数呈现直线上升态势，2021 年 12 月 27 日突破 100 万例之后，最高于 2022 年 1 月 21 日突破 380 万例，目前仍在

300 万例左右，同期商品价格保持了基本稳定，CRB 现货综合商品指数基本稳定在 590 附近，但也未明显回落（有关全球供应短缺和通胀难消趋势，参见《全球或将迎来供应短缺时代》与《为何本轮通胀不是暂时性的》）；另外从推升美债收益率上升因素也由通胀预期转为实际收益率（TIPS），例如，今年以来 10 年期美债名义收益率的上升均来自于实际收益率的推升，10 年美债实际收益率（TIPS）已上升近 50BPs 至 -0.5% 左右，而 10 年期美债包涵的通胀预期则由去年末的 2.6% 回落至 2.4%。

图 1：疫情变化对通胀预期的影响

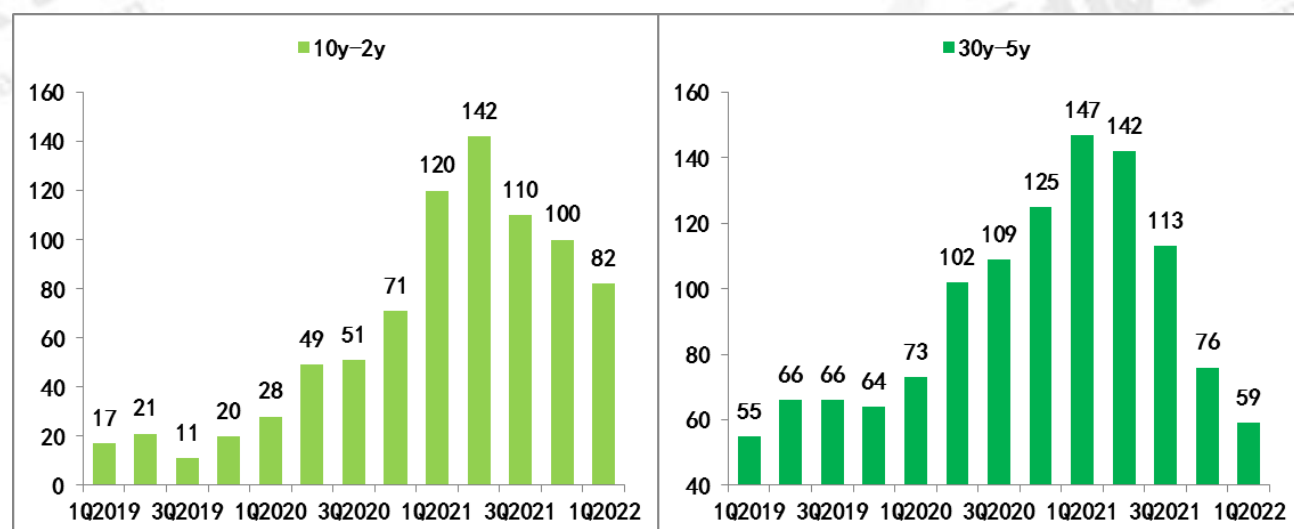


数据来源：Wind

第三，经济前景预期走弱。虽然 10 年期美债实际收益率 TIPS 明显回升，反映出市场对经济复苏较强的信心，但从疫情以来美债利差较高点的累计回落幅度来看，(30y-5y) 利差累计回落约 90BPs，明显高于 (10y-2y) 利差累计回落约 60BPs，与前期有别，(30y-5y) 利差水平明显低于 (10y-2y)

利差水平，反映出市场对长期利率的预期要弱于中期，当然造成预期差异的原因既包括经济前景，也包括美联储货币政策变化的影响等。不过美债利差整体水平的收窄，反映出市场对未来经济前景预期的走弱。

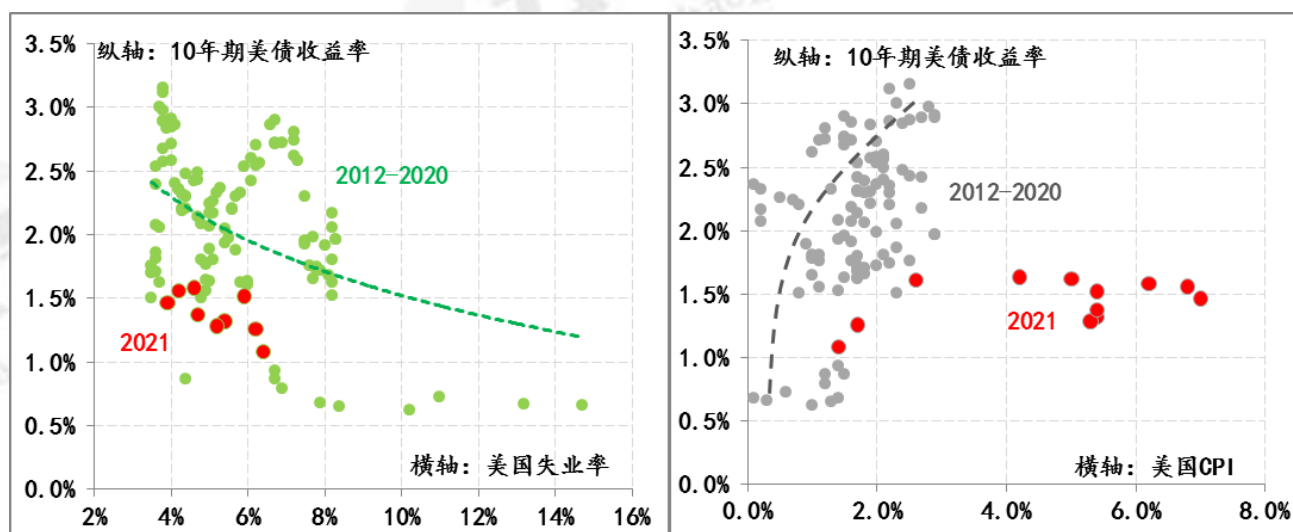
图 2：2022 年以来美债曲线形态变化



数据来源：Wind。

第四，美债收益率依然远离趋势线。目前，仅就美国通胀和就业的情况而言（CPI 已升至 7%，失业率降至 3.9%），美国经济已“过热”（昨晚美国劳工部公布数据，2021 年美国经济增长 5.7%，为 1984 年以来最强劲涨幅），且从 2012 年以来美债收益率与 CPI、失业率的相关性来看，目前 10 年期美债收益率明显偏离了趋势线，所以伴随通胀快速上升，市场对美联储落后曲线的诟病就持续不断，因此对于美联储而言，其首要任务就是实现“软着陆”，即在不伤及就业的同时，尽快把通胀压力平抑下来，但从图 2 美债利差变化来看，市场对此信心不足。

图 3：10 年期美债收益率与美国失业率和 CPI 的相关性



数据来源：Wind

第五，美股对美联储政策调整的担忧更重。新年以来美股出现了大幅下挫，截至目前纳斯达克指数已累计下跌 13.4%，是 1972 年以来最差开局；标普 500 指数则累计下跌 8.7%，是 1928 年以来最差开局。在美股市场存在一条经验规律——标普 5 日法则（The S&P 5-Day Rule）：若美股在新年前五个交易日上涨，则全年上涨；若前五个交易日下跌则全年下跌。美国《股市年鉴》的数据显示，1950 年以来，上涨规律有效的概率是 85%，下跌规律有效的概率是 50%。总而言之美股当年走势受开局的影响十分

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_36867

