

两难的联储与两难的美股

美国金融市场中短期扰动因素分析

- 近期美债长端利率快速上行，名义利率上升初期主要由通胀补偿带动，而最近两周美国实际利率主导了利率上行。如果以宏观逻辑解释近两周的实际利率快速上行将犯了“长逻辑解释短现象”的谬误，我们认为四个短期的交易因素可能才是美债利率暴动的导火索：1. 美联储官员的公开讲话“纵容”了长端利率的上行；2. MBS 市场“凸性对冲”(convexity hedging) 带来的国债抛压；3. 2月25日当天7年期美债投标的遇冷；4. SLR (补充杠杆率) 豁免到期风险引发的国债抛售。其中，SLR 豁免到期风险对美债收益率的上行推动力仍然存在，且近期财政通用账户(TGA)巨额存款的释放将对短端利率施加下行压力。在 TGA 存款投入使用和 SLR 豁免到期的影响下，未来美国期限利差很可能继续走阔，短端利率甚至有转负的可能，长短端利率的持续背离趋势使美联储面临两难境地。
- 扭曲操作(Operation Twist)可一石二鸟解决美联储的难题，或为其最佳对策。当前时点与 2009 年 4 月-2010 年 4 月时期极为相似，通胀预期上升均大幅领先于实际通胀，实际利率均经历了（或仍处于）快速上行的阶段，且在可预见的短期内实际通胀数据都将因为能源价格和基期因素走高，而当时高企的实际利率使后金融危机时期美国经济复苏相当缓慢。为应对 SLR 豁免到期风险，美联储很有可能将 SLR 豁免延期或者降低补充杠杆率要求（前者可能性更大）；扭曲操作方面，在相对稳健的情况下，政策窗口在三季度，若四月份后通胀复苏如 2010 年时一般昙花一现，就业复苏停滞，美联储将大概率宣布进行扭曲操作；在相对激进的情况下，不排除美联储借鉴了 2010 年的情况而对实际利率的上行提前作出响应，在三月会议上宣布进行扭曲操作。在扭曲操作实施期间，各类资产表现为：股债双牛，价值风格股票跑赢成长风格，工业金属表现不佳，原油价格小幅上升，黄金表现不佳，美元升值。金属商品的低迷表现主要是 2011 年 9 月金属市场历史性大跌导致的。
- 在通胀预期相对平稳的时期，通胀溢价与美股估值存在显著的正相关，且在最近美股的回调中我们也看到了通胀溢价的下行。在通胀溢价框架中，无论未来再通胀交易被证伪（通胀下行风险）还是被强化（通胀持续上行风险），美股均面临较为可观的回调（接近 15%），而经济数据的重要观测窗口将在 2021 年 Q2-Q3，因此美股在中期内可谓正面临“两难境地”。如果未来与 2010 年 Q2-Q3 的情况类似，即今年 4 月份之后美国实际通胀数据在基期因素逐渐消退后由于经济内生增长动能不足原因开始回落，这种情况下的回调或将产生中短期内不错的买点，因为由此引起的实际利率回落正为下一轮通胀反弹酝酿动能。但我们判断美国通胀的持续性和强度均高于美联储和市场预期，未来通胀持续上行风险更大。

风险提示：疫苗有效率和接种率不及预期，美国货币宽松超预期，美国经济复苏不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

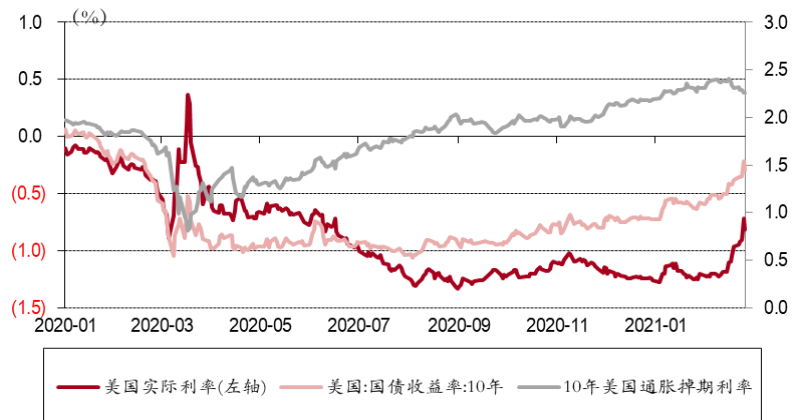
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

两难的美联储，长短端利率的“分道扬镳”

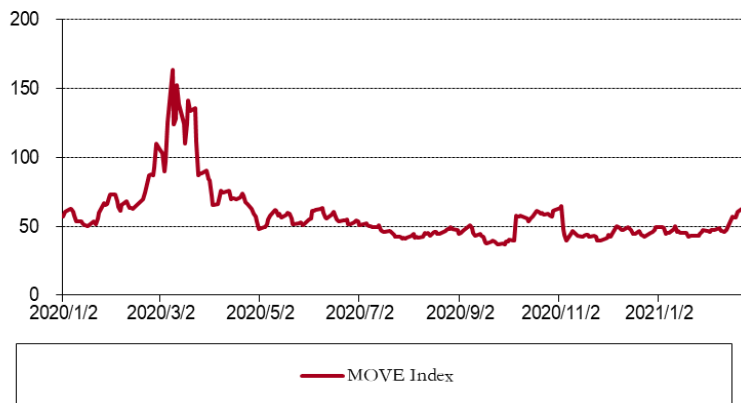
近期美债长端利率快速上行，名义利率上升初期主要由通胀补偿带动，而最近两周美国实际利率也开始加速上行。与前期报告《美国实际利率简析》中类似，为消除 TIPS 中流动性溢价的影响，我们以通胀掉期利率作为通胀补偿指标，可以看到在 2 月 16 日之前，美国实际利率基本维持低位震荡，此阶段美国长端名义利率的上行由通胀补偿主导；然而从 2 月 16 日开始，美实际利率自-1.11% 上升 39BP 到 2 月 25 日高点-0.72%，期间通胀补偿下降了 15BP，名义利率上行了 24BP。因此近两周美债利率的暴动已经很难仅仅从通胀补偿角度解释，实际利率主导了本轮上行，甚至出现了通胀补偿与长端利率背离的现象，其中 2 月 25 日当天 10 年期美债利率一度升破 1.6%，债券市场隐含波动率指数 (MOVE INDEX) 更是涨至疫情初期以来的最高点。

图表 1. 近两周美国实际利率主导了长端利率的上行



资料来源: Bloomberg, 中银证券

图表 2. MOVE INDEX 近两周暴涨



资料来源: Bloomberg, 中银证券

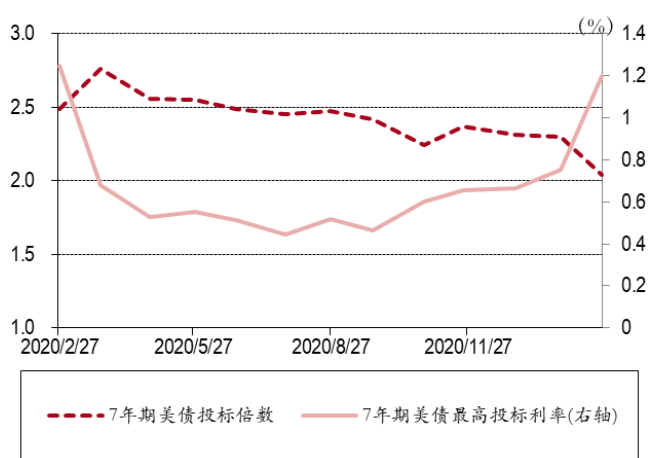
在宏观逻辑上，似乎通胀预期（基本被通胀补偿与名义利率的背离证伪）和疫苗推广带来的复苏预期与风险偏好的上升都可以解释近期长端利率的走高，但这往往犯了“长逻辑解释短现象”的谬误。在以上宏观背景之下，短期的交易因素可能才是美债利率暴动的导火索，我们认为原因主要有四。

一、美联储官员的公开讲话“纵容”了长端利率的上行。近期无论是纽约联储银行主席 Williams 和圣路易斯联储主席 Bullard 在公开讲话中还是鲍威尔本人在国会听证会中均“统一口径”地表示利率的上涨是通胀预期与投资者对经济复苏的信心导致，自己并不担心当前美债利率的上行。当然，在长端利率问题上，**美联储目前似乎陷入了“三难境地”**：若表示对通胀预期上升过快导致的利率上行表示担忧，则会引起市场的“缩减恐慌”；若不提及通胀预期，仅表示对当前利率上行过快的关注，则会令投资者产生扩大宽松的预期，且很可能对弱势的美元雪上加霜；若按当前情景，则会使长端利率进一步走高，而上行过快的实际利率很可能让私人部门的融资环境重新恶化，此时美国经济复苏的成果将受损。

二、MBS 市场“凸性对冲”(convexity hedging)带来的国债抛压。与绝大多数的固收证券拥有的正凸性（即利率下行将增加证券的久期）不同，MBS 产品通常被认为拥有负凸性，因为当利率下行时，底层信贷资产借款人倾向于提前还款或以更低的利率进行再融资，此时 MBS 的久期将降低。由于 MBS 的主要持有者为货币市场基金或银行，他们出于规避风险的原因，更愿意使资产久期保持稳定，从而进行“凸性对冲”操作，即资产组合久期上升时卖出国债以降低久期，反之亦然。而由于 MBS 自身的负凸性属性，当利率上行时，其持有者资产组合的久期将上升，从而迫使他们“卖出久期”，并在债券市场形成负反馈，加大了利率的波动。

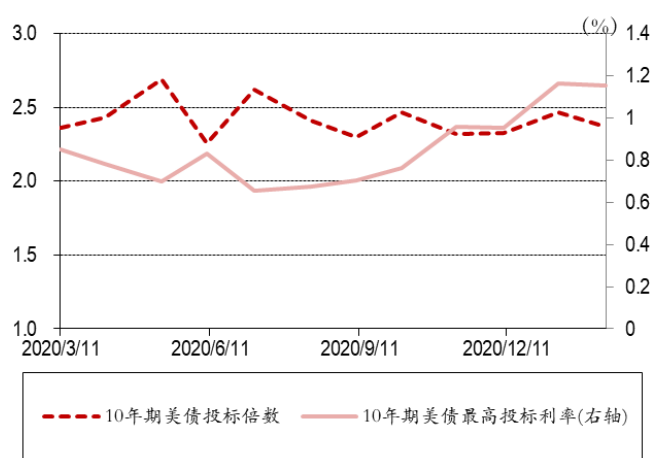
三、2月25日当天7年期美债投标的遇冷。2月25日美财政部举行了一次7年期美债的投标，但当天债券需求遇冷，投标倍数为2.04，较前次拍卖大幅下降了0.26；最高截标收益率为1.195%，较前次拍卖大幅上升了0.441%。同时，从投标人结构看，当前非直接投标人比例（粉柱）录得38.1%，较前次拍卖的64.1%大幅下滑，而一级交易商投标比例（咖啡色立柱）则从前值19.6%大幅提高为39.8%。**非直接投标人通常为海外投资者，这表示当天美债投标海外需求大幅下滑，最后兜底人一级交易商不得不提高自己的投标份额。**这是否意味着联邦政府天量的财政赤字以及美联储极度宽松的货币政策使海外投资人对美债信用产生了疑虑呢？通过对比最近一次的中期美债发行（2月10日的10年期美债投标）可以发现，2月10日的投标中投标倍数、最高截标收益率和非直接投标人比例等指标均保持平稳，**我们并不认为在短短15天内美国经济基本面发生了质变以致于投资者对美债信用产生了怀疑，因此我们更倾向于这是美债波动率急速上升环境下投资者美债需求的短暂下滑，当美债利率开始平稳后，投标需求大概率将回升。**

图表 3. 最近一次 7 年美债招标遇冷



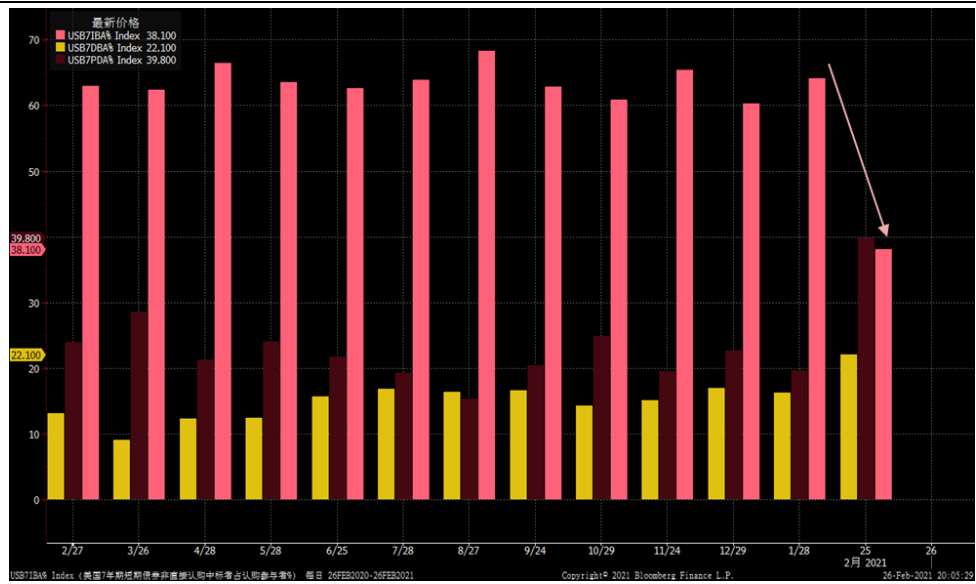
资料来源: Bloomberg, 中银证券

图表 4. 10 年美债招标数据保持平稳



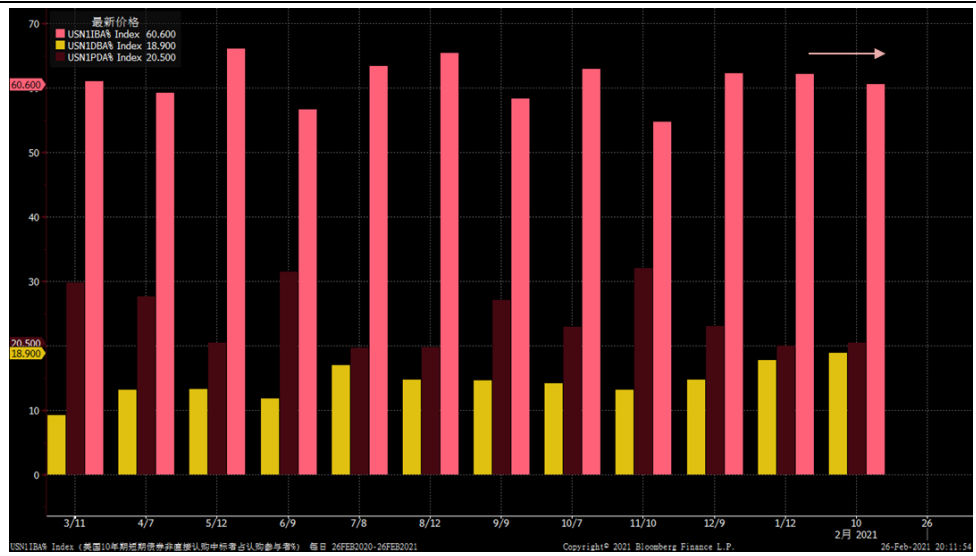
资料来源: Bloomberg, 中银证券

图表 5. 2月 25 日 7 年美债投标中海外需求骤减



资料来源: Bloomberg, 中银证券

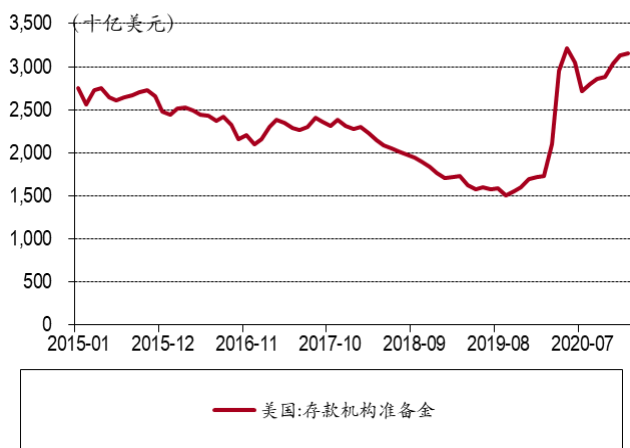
图表 6. 2月 10 日 10 年期美债投标结构保持平稳



资料来源: Bloomberg, 中银证券

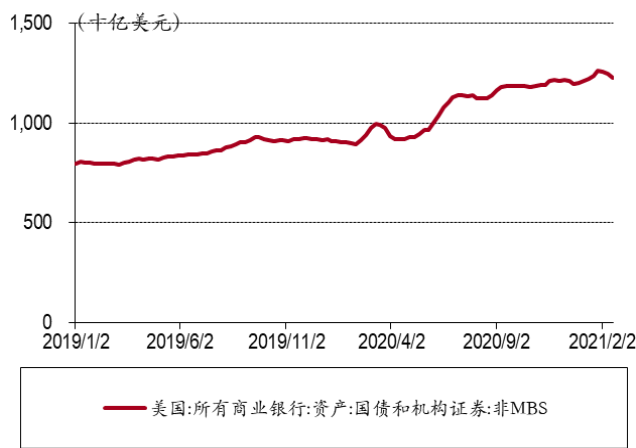
四、SLR（补充杠杆率）豁免到期风险引发的国债抛售。在半年度货币政策报告听证会中，鲍威尔多次被问到有没有考虑是否延长SLR豁免期（将在2021年3月31日生效），但他均表示尚未作出决定，而SLR豁免延期的悬而未决很可能使商业银行提前抛售其持有的国债。2020年美国疫情爆发初期，为使美商业银行更好地吸纳储蓄、支持信贷创造以及承接巨量QE的流动性，美联储将存款机构的存款准备金率降至0，并创设了SLR豁免期。SLR条款要求适用于资本标准类别2与类别3的存款机构至少达到3%的补充杠杆率，即一级资本与总体杠杆敞口（包括一部分表外资产与全部表内资产）之比。另外，美国“全球系统性重要银行”(GSIB)旗下存款机构在eSLR约束下，补充杠杆率需达到6%。据美联储测算，按照2019年四季度数据，SLR豁免可以使存款机构释放550亿美元的一级资本要求，可以增加约1.2万亿美金的总体杠杆敞口。当前美国银行系统的储备金与国债持有量与2019年末已不能同日而语，截至2021年1月美国存款机构储备金达3.15万亿美元，较2019年末1.7万亿美元增加了1.45万亿美元，接近翻倍；截至2021年2月17日美国银行系统持有国债与政府机构证券1.23万亿美元，较2019年末0.92万亿美元增加了0.31万亿美元。若SLR豁免到期后不延期，银行杠杆敞口的巨大增加将迫使银行缩表以满足合规要求，这不但将削弱银行吸纳存款和发放信贷的能力，使实体经济融资成本上升，亦不利于财政不后续国债的发行与美联储量化宽松流动性的接收；还将使银行系统释放大量国债卖盘，抬升利率水平，进一步提高融资成本；同时，银行系统缩表将削弱一级交易商在国债市场上的做市能力，增加收益率的波动性。

图表 7. 美国存款机构准备金较 2019 年末大幅增加



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 美银行系统持有国债亦较 2019 年末大幅增加



资料来源：万得，中银证券

总的来说，以上四个因素均与本轮美债利率剧烈波动有关，尽管SLR豁免尚未到期，但银行系统为应对资本金要求剧增的风险，料已开始逐渐抛售美债，因此，虽然当前美债长端利率已经趋于稳定，呈现短期见顶迹象，SLR豁免到期风险对国债收益率的上行压力仍然存在。

另外，财政通用账户(TGA)的巨额存款料将对短端利率施加下行压力，且会放大SLR豁免到期的负面效应。当前财政部在美联储的存款达1.44万亿美元，这笔巨款既包括去年12月通过的9000亿财政刺激中未使用部分，亦包括财政部为将来1.9万亿财政支出的筹资。近期美财政部表示将在4月份之前将TGA中存款减半，并在六月末前将余额降至5000亿美金，按照这样的节奏，未来两个月将有7000亿美元财政存款转化为银行系统的超额准备金，4月至6月之间亦有2000亿美元财政存款被使用。巨额TGA存款的投入使用将造成两大影响：1. 大额超额准备金的增加一方面在SLR豁免不延期的情况下将增加美国银行系统的缩表压力；2. 另一方面大量流动性的涌入将大幅增加银行对短端国债的需求从而压低短端收益率。因此，在TGA存款投入使用和SLR豁免到期两个因素影响下，未来美国期限利差很可能继续走阔，短端利率甚至有转负的可能。目前在拥挤的做多期限利差交易下，美国国债长短端收益率走势持续背离，3个月国债收益率已降至4BP的低点。

图表 9. 美国 TGA 账户规模



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 美国期限利差不断走阔，3 月期国债利率走低



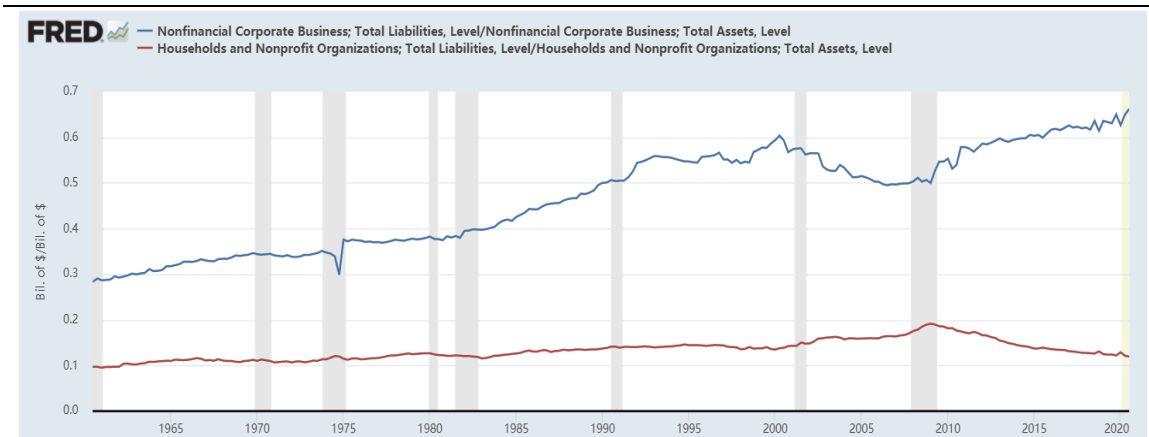
资料来源：万得，中银证券

历史的押韵，扭曲操作是否危机后的必然？

对于财政通用账户短期内释放的流动性美联储并非没有应对手段，提高超额准备金利率(IOER)和隔夜回购操作利率(RRP)都是抬升短端利率的方案，鲍威尔在上周的听证会中也提到提高 IOER 将是（面对短端利率下行压力）工具之一。

在前期报告《美国实际利率简析》中我们认为“只要名义利率上升速率与通胀补偿相对同步，即实际利率上行幅度不大，企业和联邦政府实际融资成本压力就不会上行过大（通胀提升带来的盈利复苏将抵消名义利率上行造成的融资成本上升），因此美联储便不会出手干预名义利率的走高，但假如美国通胀数据的复苏不及预期，或名义利率上行速度明显快于通胀补偿，不排除美联储调整购债久期结构以压制长端利率，目前实际利率虽然已经筑底，但短期内较大幅度回升概率不大”。即实际利率的上升将增加实体经济的融资成本，对经济复苏造成负面影响（具体论据为历史高位的企业部门杠杆率与财政赤字以及酝酿中的 1.9 万亿财政支出法案），因此美联储很可能出手干预实际利率的大幅上升，故我们认为实际利率在中短期内还是在保持在低位水平。

图表 11. 美国居民和企业部门杠杆率（总债务/总资产）走势

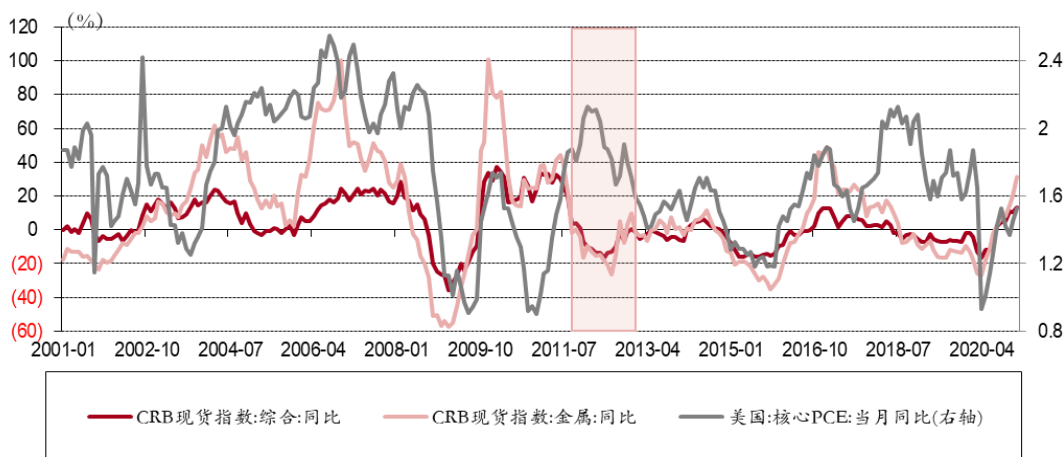


资料来源：美联储，中银证券

很明显，当前美国实际利率的走势已经不是我们所预判的“低位震荡”，那么面对不断走高的长端利率以及因流动性冲击有转负可能的短端利率，美联储的最佳对策或将是“扭曲操作”(Operation Twist)。**扭曲操作指的是在压降长端利率的同时提高（或不变）短端利率，具体操作通常是“买长卖短”，即购买长久期国债并卖出短久期国债，其优点有两点：1. 由于实体经济融资的利率锚往往是长端利率，因此扭曲操作可以降低实体经济融资成本，从而增加投资消费等活动，刺激经济增长；2. 不会增加美联储的资产负债表规模。历史上美国曾进行过两次扭曲操作，第一次在 1961 年肯尼迪执政时期，目的是减缓美元持续流出（金本位下美元持续流出往往代表黄金库存的不断减少）以及刺激朝鲜战争后羸弱的美国经济；第二次扭曲操作发生在 2011 年，9 月会议声明中美联储表示在 2012 年 6 月前将进行共 4000 亿美元的扭曲操作（2012 年 6 月会议美联储表示将扭曲操作延长至 2012 年底）。**

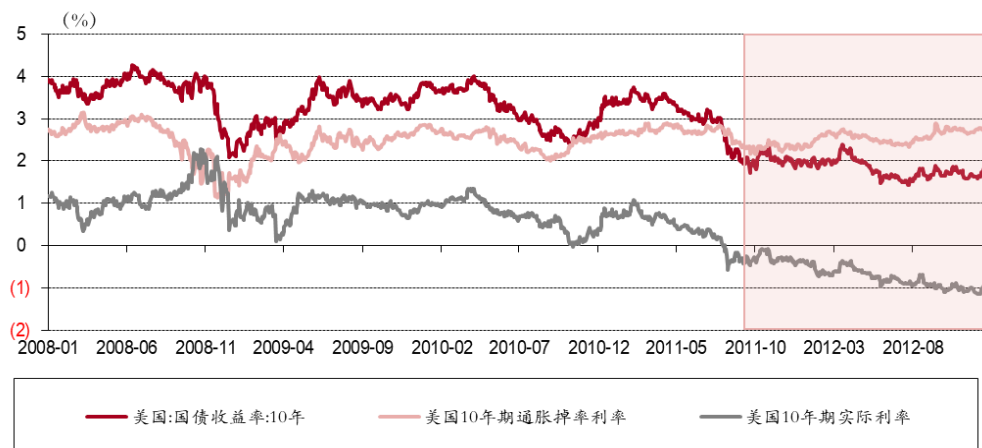
假如我们回顾金融危机后的金融市场，可以发现现在与当时有两个最大的共同点：**1. 在复苏预期的带动下，工业品（金属，原油等）先于实际通胀回升，即通胀预期上升大幅领先于实际通胀，比如布油价格在 2008 年 12 月见底后自 36 美元/桶低位上升至 2010 年 4 月高点 90 美元/桶附近，而核心 PCE 同比增速在 2009 年 Q3 才见底回升；2. 长端利率快速走高，且上半场（2008 年末至 2009 年 3 月）由通胀补偿主导，下半场（2009 年 4 月至 2010 年 4 月）实际利率快速上升后长端名义利率与实际利率均在相对高位震荡。如果参照历史进行定位，我们现在大概处于下半场的初期，即工业品价格已经飙升，实际利率经历了（或仍处于）快速上行的阶段，且在可预见的短期内实际通胀数据将因为能源价格和基期因素走高。**

图表 12. 大宗商品价格与美国核心通胀数据（阴影部分为扭曲操作时期）



资料来源：万得，中银证券

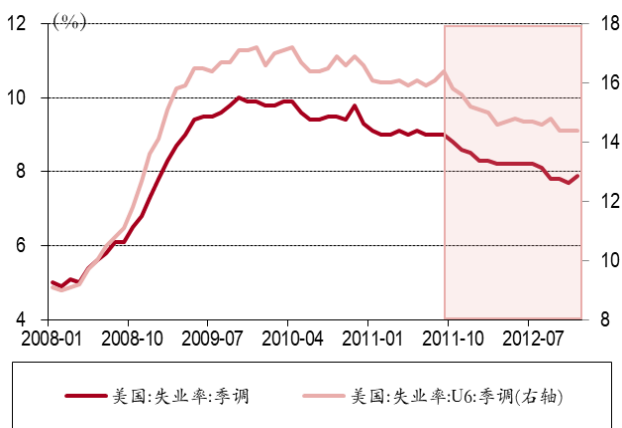
图表 13. 美国长端利率和通胀补偿走势（阴影部分为扭曲操作时期）



资料来源：Bloomberg，中银证券

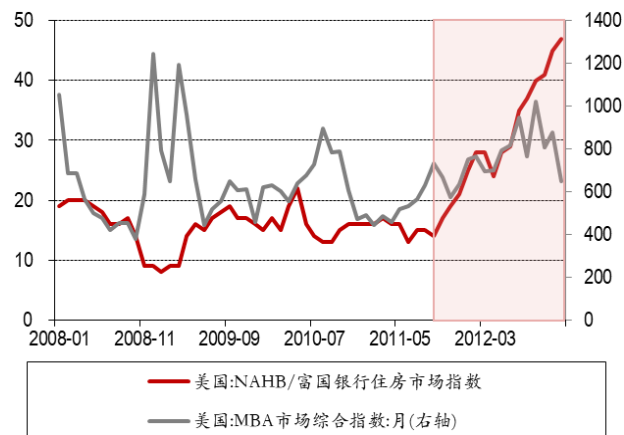
在实际利率快速上行并维持在高位的宏观环境下，后金融危机时期美国经济复苏相当缓慢。失业率上行趋势在 2009 年末才得以遏制（这与金融危机大幅破坏私人部门的资产负债表有关），而以 NAHB 住房指数与 MBA 市场综合指数为代表的房地产景气数据在 2009 年 Q1 短暂冲高后便快速回落，失业数据和房地产市场均要等到扭曲操作开始后才有显著的改善。关于当时的经济状况，美联储 2011 年 9 月份的会议声明（宣布开始扭曲操作的会议）表示“经济增长仍然缓慢，劳动市场状况继续弱势，失业率仍在上升，家庭支出以较微弱(modest)的速度增长，非居住投资保持弱势，房地产部门仍受压制……”。

图表 14. 后金融危机失业率（阴影部分为扭曲操作时期）



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 美国房地产数据（阴影部分为扭曲操作时期）



资料来源：万得，中银证券

在情绪、交易原因（比如文章的第一部分）以及非准确预期等因素的驱动下，金融市场往往发生超调，难言理性。那么在每一次危机后“复苏预期→通胀预期升温→名义利率上行（实际利率下行）→风险资产大涨→名义利率过度上行（实际利率开始走高）→抑制复苏节奏→经济复苏和实际通胀不及预期”的链条似乎让扭曲操作（或其他久期结构操作）成为“必然”。

我们判断面对 SLR 豁免到期风险，美联储很有可能将 SLR 豁免延期或者降低补充杠杆率要求，但由于 FOMC 永久票委 Brainard 在 3 月 1 日的讲话中强调了银行体系资本和流动性要求的必要性，因此降低 SLR 要求的可能性会更低，我们更倾向于联储将采取延期措施。

扭曲操作方面，在相对稳健的情况下，我们认为美联储政策的改变仍需观察美国就业与通胀数据在四月份（我们判断四月份为通胀基期效应最强的时间）之后的表现，政策窗口在三季度，若通胀复苏如 2010 年时一般昙花一现，就业复苏停滞，美联储将大概率宣布进行扭曲操作。需要注意的是，这与我们前期报告中美联储大概率在 2021 年下半年开始退出宽松（缩减购债）的观点并不冲突，因

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_17774



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn