

2021 年 07 月 25 日

宏观研究团队

解码“美债下、美元上”之谜

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

5 月以来，10Y 美债利率回落与美元指数反弹的背离走势，引发了广泛讨论。“美债下、美元上”背后的驱动逻辑是什么，未来演绎方向？本文梳理，供参考。

● “美债下、美元上”的情景，在历史上已发生多次

5 月以来出现的“10Y 美债利率下行、美元指数大涨”，在美国历史上也曾多次出现。5 月以来，10Y 美债利率大幅下行近 40bp 至 1.3%，同期美元指数强势反弹 3% 至近 93。10Y 美债与美元走势的“背离”，引发广泛讨论。回溯历史数据来看，美债利率与美元走势虽然大多时候保持一致，但也曾先后出现过多次背离。

以往“美债下、美元上”所处的宏观环境，既有美国经济衰退阶段、也有繁荣时期。历次美国经济衰退阶段，经济下行及央行放水等，往往带动 10Y 美债利率回落；同时，非美经济体较美国更差的基本面，易推动美元走强。相反，美国经济繁荣阶段，宽松的流动性环境，也曾多次导致美债阶段性下行，与美元走势背离。

● 当下宏观环境，与以往“美债下、美元上”阶段的异同

近期 10Y 美债利率的大幅下行，很大程度上是受到高度宽松的流动性环境的影响。5 月下旬以来，美联储、美国财政部双双大放水，前者每个月主动购买 1200 亿美元的资产，后者将财政存款大幅压降近 3000 亿美元。异常宽松的流动性环境，直接扭曲了美债的定价。新兴市场疫情反复，也一定程度上加快了美债下行。

美国经济增长动能依然十分强劲，面临的通胀压力在美债、美元的定价上反应也严重不足。受到疫情干扰，PMI 等部分指标“见顶”并不能反映美国总量经济的回落。相反，居民薪酬收入持续快速增长、储蓄率高企等，预示着美国消费的改善趋势有望延续，经济内生增长动能依然强劲。不仅如此，需求向好及供给弹性受限下，本轮美国通胀压力的释放远未结束，美债等目前对此的定价严重不足。

● 未来一段时间，美债利率、美元的走势方向

发达经济体疫苗大规模推广、疫情“流感化”下，美债、美元的中期定价逻辑将重回经济基本面本身。美欧等发达经济体受益于疫苗大规模推广，疫情“流感化”趋势明显。对于 10Y 美债而言，美国经济完全解封、修复加快，以及通胀压力的持续释放，将推动美债利率在中期内重回上行通道。同时，对于美元而言，美国相较欧洲等非美经济体更强的经济基本面，将进一步强化美元中期的上行趋势。

美国国会就债务上限的谈判进展，可能干扰 10Y 美债利率的短期走势。债务上限豁免到期前的财政存款压降，是 10Y 美债利率大幅下行的原因之一。展望未来，若国会就债务上限问题达成一致，财政存款压降结束及随后的大规模发债，或将带动 10Y 美债利率快速重拾上行趋势。相反，美债利率可能进一步回落。不过，这种回落大概率是暂时的，因为谈判失败后，美国政府只能正常运转至 10 月。

● 风险提示：美国政府再次面临“财政悬崖”。

相关研究报告

《宏观经济点评-6 月经济释放的“信号”》-2021.7.15

《宏观经济专题-地方债供给再论》-2021.7.11

《《全球大通胀时代》系列报告七-“通胀”交易与“通缩”交易》-2021.7.11

目 录

1、 周度专题：解码“美债下、美元上”之谜.....	4
1.1、“美债下、美元上”的情景，在历史上已发生多次.....	4
1.2、 当下宏观环境，与以往“美债下、美元上”阶段的异同.....	7
1.3、 未来一段时间，美债利率、美元的走势方向.....	10
2、 大类资产回溯：美元上涨，美股 3 大指数均创历史新高.....	13
3、 重点关注：美联储 7 月议息会议.....	15
4、 数据跟踪：美国 6 月新屋开工高于预期.....	15
4.1、 美国数据.....	15
4.1.1、 美国 6 月新屋开工高于预期，营建许可、成屋销售低于预期.....	15
4.1.2、 当周 EIA 原油库存、初请失业金人数双双反弹.....	16
5、 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 回溯美国历史，曾多次出现“美债下、美元上”的情景.....	4
图 2： 2019 年 1 月至 7 月，10Y 美债利率下行、美元涨.....	5
图 3： 2019 年 1 月至 7 月，美国经济见顶回落.....	5
图 4： 1997 年、2000 年，10Y 美债利率下行、美元涨.....	5
图 5： 1997 年、2000 年，美国经济都见顶回落.....	5
图 6： 2010 年 4 月至 6 月，10Y 美债利率下行、美元涨.....	6
图 7： 2010 年 4 月至 6 月，美国经济稳步向好.....	6
图 8： 2004 年 1 月至 3 月，10Y 美债利率下行、美元涨.....	6
图 9： 2004 年 1 月至 3 月，美国经济稳步向好.....	6
图 10： 美国流动性环境处于高度宽松的状态.....	7
图 11： 美国财政存款大幅压降、超额准备金大幅上升.....	7
图 12： 5 月以来，印尼、马来西亚等新增确诊病例反弹.....	8
图 13： 5 月以来，印尼、马来西亚等新增死亡病例反弹.....	8
图 14： 近期，美国 PMI 等部分总量经济指标小幅回落.....	9
图 15： 美国居民薪酬收入快速增长，对总收入形成支撑.....	9
图 16： 连续大规模财政刺激后，美国居民储蓄率高企.....	9
图 17： 收入支撑下，美国服务消费及整体消费前景向好.....	9
图 18： 推动碳减排过程中，美国钢铁龙头产能大幅去化.....	10
图 19： 2010 年来，淡水河谷铁矿石开采资本支出骤降.....	10
图 20： 全球新增运船及运力十分有限.....	10
图 21： 疫情爆发后，全球海员供需缺口已超过 13 万人.....	10
图 22： 美欧疫情“错位”，直接影响美元指数走势.....	11
图 23： 美欧经济体进行了大规模疫苗接种.....	11
图 24： 美欧经济体的新增死亡病例持续低企.....	11
图 25： 美国本土 50 个州均完全解除封锁措施.....	11
图 26： 基准情景下，财政存款将从 8 月开始回升.....	11
图 27： 若两党“谈崩”，美国政府只能靠现金维持运转.....	11
图 28： 美国损失的非农就业有望在 3 季度末修复至 75%.....	12
图 29： 2013 年美联储释放 Taper 后，10Y 美债大幅上行.....	12

图 30: 当周, 美元上涨, 欧元、英镑下跌	14
图 31: 当周, 美元指数上涨	14
图 32: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率普遍下行	14
图 33: 当周, 10Y 美债收益率震荡下行	14
图 34: 当周, 全球主要股指涨跌分化	14
图 35: 当周, 纳斯达克上涨, 恒指下跌	14
图 36: 当周, WTI、Brent 原油价格双双反弹	15
图 37: 当周, COMEX 黄金价格下跌	15
图 38: 美国 6 月新屋开工高于预期、营建许可低于预期	16
图 39: 美国 6 月成屋销售总数低于预期	16
图 40: 美国当周 EIA 原油库出现反弹	16
图 41: 美国当周初请失业金人数呈现上升态势	16
表 1: 1990 年至今, “美债下、美元上”的情景累计出现过 11 次	4
表 2: 新兴市场尾部风险、汇率大幅贬值, 容易带动全球资金避险情绪抬升, 引发“美债下、美元上”	7
表 1: 多个新兴经济体重新收紧防疫措施	8
表 2: 越来越多的美联储官员开始表达对通胀的担忧, 并同意未来启动 Taper	12
表 3: 海外重点数据发布日期情况	15

1、周度专题：解码“美债下、美元上”之谜

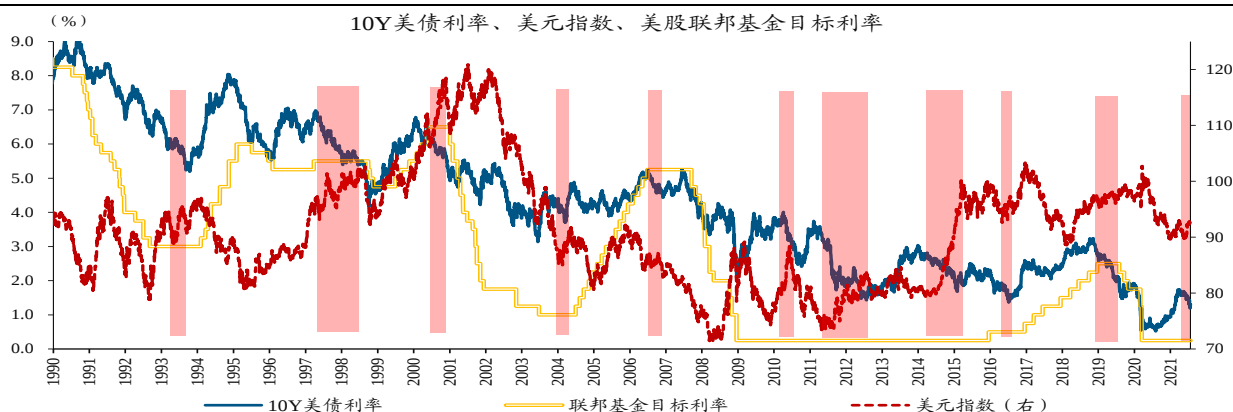
事件：5月下旬以来，10Y 美债利率大幅下行，但同时美元指数持续反弹。

资料来源：Wind

1.1、“美债下、美元上”的情景，在历史上已发生过多次

回溯美国历史，“美债下、美元上”的情景曾多次出现。5月下旬以来，10Y 美债利率自高位回落，大幅下行 38bp 至 1.3%。而同期，美元指数从 90 附近强势反弹 3%至 92.9。10Y 美债利率与美元的背离走势，引发了市场广泛讨论。不过，回溯历史来看，尽管 10Y 美债利率与美元的走势大多数时候保持一致，但曾多次出现背离。仅从 1990 年开始，“美债下、美元上”的情景^①就累计出现过 11 次。其中，每次背离平均持续时长约 6 个月，10Y 美债利率平均下行 76bp，美元指数平均反弹 7.2%。

图1：回溯美国历史，曾多次出现“美债下、美元上”的情景



数据来源：Wind、开源证券研究所

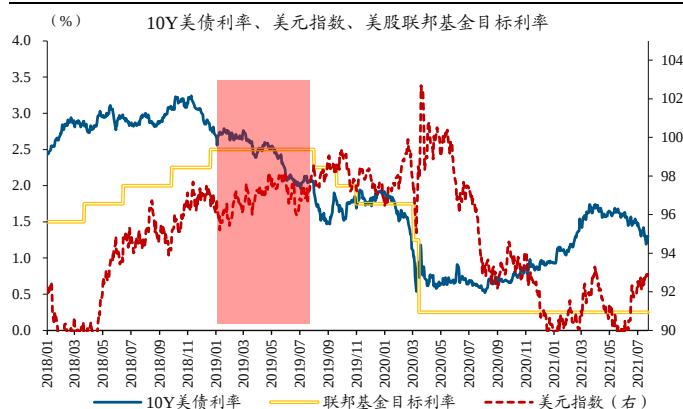
表1：1990 年至今，“美债下、美元上”的情景累计出现过 11 次

日期区间	10Y 美债利率变化 (bp)	美元指数变化 (%)
2021/5-2021/7	-38	3.02%
2019/1-2019/7	-67	2.25%
2016/4-2016/7	-43	3.45%
2014/1-2015/2	-129	16.86%
2011/4-2012/7	-187	14.58%
2010/4-2010/6	-68	9.60%
2006/8-2006/10	-23	1.12%
2004/1-2004/3	-59	3.46%
2000/6-2000/11	-46	10.22%
1997/5-1998/8	-141	7.39%
1993/5-1993/8	-34	7.01%

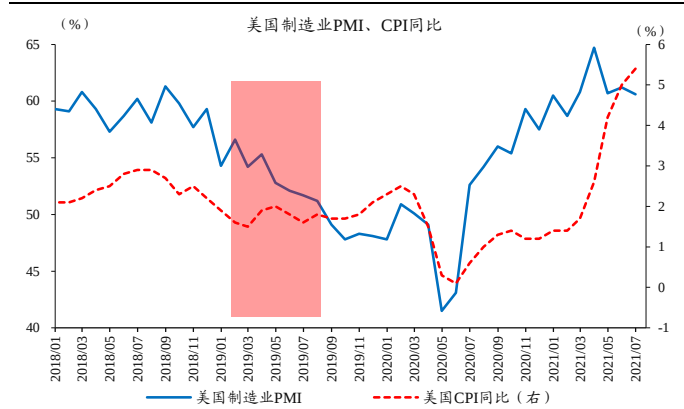
数据来源：Wind、开源证券研究所

^① 为方便跨期比较，此处未讨论加息或降息周期阶段的市场表现

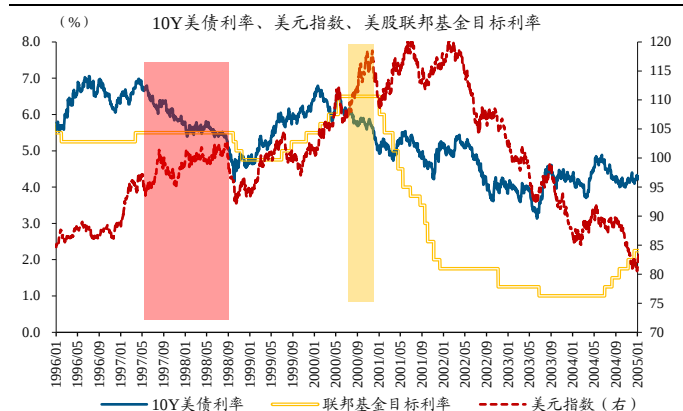
结合宏观环境来看，“美债下、美元上”不少次是出现在美国经济见顶回落阶段。以 2019 年 1 月至 7 月为例，10Y 美债利率由 2.73% 大幅下行至 2.06%，美元指数由 95.9% 上涨至 98.1%。10Y 美债利率下行、美元指数上涨背后的宏观环境，是美国经济“由盛转衰”。其中，美国制造业 PMI 由 56.6% 大幅回落至 51.5%，CPI 同比持续在 2% 以下。为了缓解经济下行压力，美联储放弃了加息，并在随后开启了降息操作。

图2：2019 年 1 月至 7 月，10Y 美债利率下行、美元涨


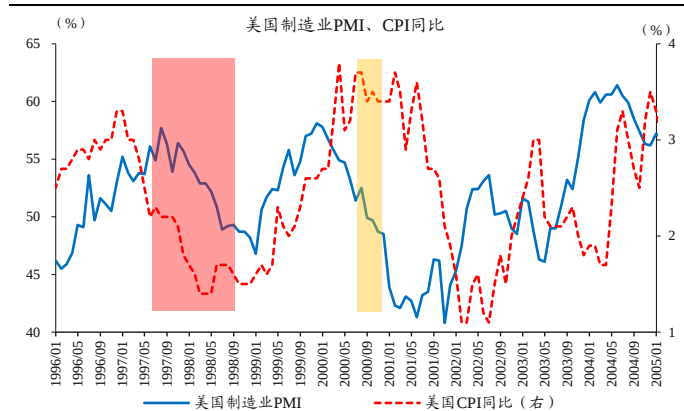
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2019 年 1 月至 7 月，美国经济见顶回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：1997 年、2000 年，10Y 美债利率下行、美元涨


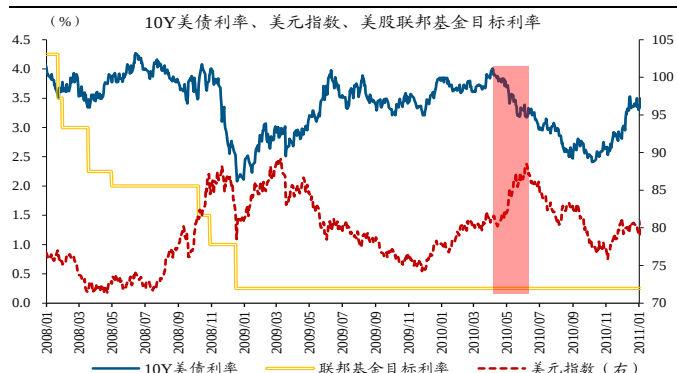
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：1997 年、2000 年，美国经济都见顶回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

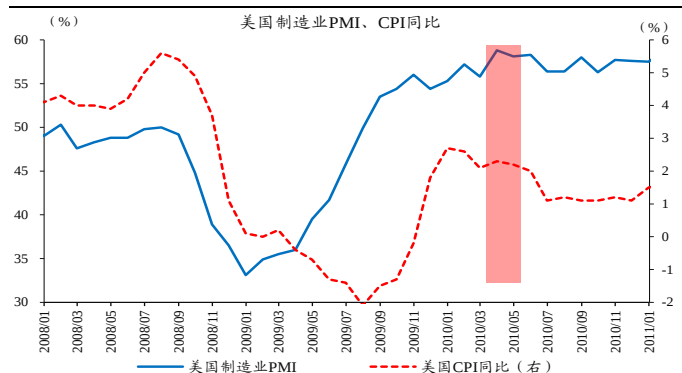
部分美国经济繁荣阶段，也出现过“美债下、美元上”的情景。最典型的当属 2010 年 4 月至 6 月，10Y 美债利率由 3.88% 大幅回落至 3.2%，美元指数由 80.2 大涨至 87.9。不过，美国经济在这一期间内的表现并不疲弱、反而非常强劲，制造业 PMI 维持在 55% 以上的高位。2004 年 1 月至 3 月，也同样具有这一特征。10Y 美债利率大幅下行、美元指数走强的同时，美国经济整体处于繁荣阶段。

图6: 2010年4月至6月, 10Y美债利率下行、美元涨



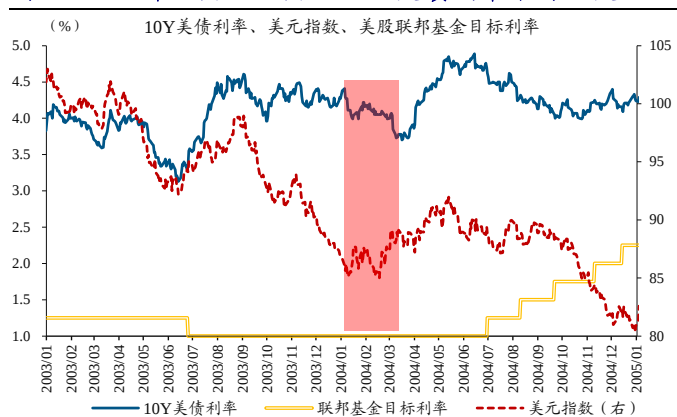
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2010年4月至6月, 美国经济稳步向好



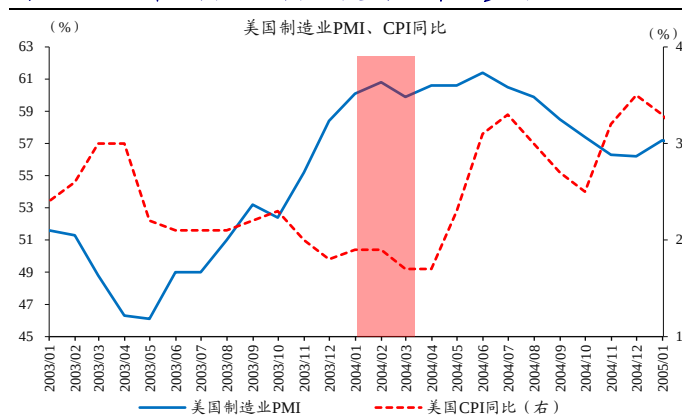
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2004年1月至3月, 10Y美债利率下行、美元涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2004年1月至3月, 美国经济稳步向好



数据来源: Wind、开源证券研究所

新兴市场尾部风险暴露, 带动全球资金避险情绪抬升, 曾强化“美债下、美元上”的趋势。回溯历史来看, “美债下、美元上”出现的时期, 巴西、阿根廷、土耳其等外债偿还压力大的新兴经济体, 往往面临着尾部风险。这一背景下, 全球市场避险情绪一般大幅升温, 引发资金持续回流美国。海外资金的“追捧”, 最终引发10Y美债利率的下行, 以及美元的上行, 双双加速。

表2：新兴市场尾部风险、汇率大幅贬值，容易带动全球资金避险情绪抬升，引发“美债下、美元上”

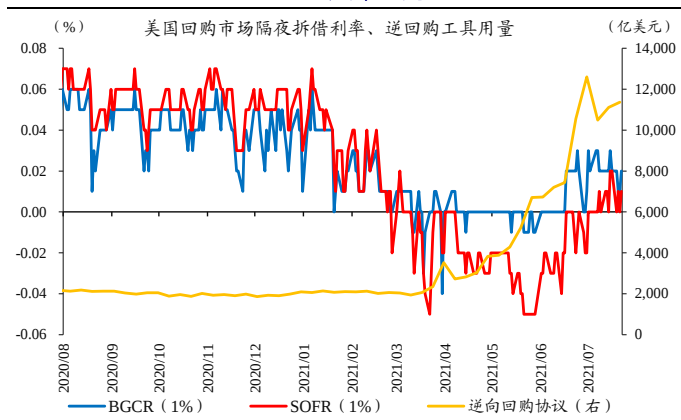
美元对新兴经济体本币汇率的变化							
日期区间	巴西	阿根廷	土耳其	印度	泰国	南非	均值
2021/5-2021/7	-3.6%	2.1%	3.4%	2.2%	4.5%	4.5%	2.2%
2019/1-2019/7	1.8%	17.4%	5.0%	-1.8%	-3.9%	-3.9%	2.4%
2016/4-2016/7	-6.1%	6.0%	2.5%	1.3%	0.3%	0.3%	0.7%
2014/1-2015/2	12.8%	30.5%	11.1%	-0.6%	-1.4%	-1.4%	8.5%
2011/4-2012/7	28.5%	11.9%	18.6%	25.9%	6.0%	6.0%	16.2%
2010/4-2010/6	5.4%	1.0%	7.7%	6.2%	1.1%	1.1%	3.7%
2006/8-2006/10	-1.7%	0.8%	-2.5%	-2.6%	-2.0%	-2.0%	-1.7%
2004/1-2004/3	1.6%	1.6%	-4.4%	-1.0%	0.9%	0.9%	-0.1%
2000/6-2000/11	6.9%	0.0%	12.9%	4.5%	13.1%	13.1%	8.4%
1997/5-1998/8	9.4%	0.0%	98.7%	19.7%	59.3%	59.3%	41.0%
1993/5-1993/8	--	0.0%	13.0%	-0.3%	0.4%	0.4%	2.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、当下宏观环境，与以往“美债下、美元上”阶段的异同

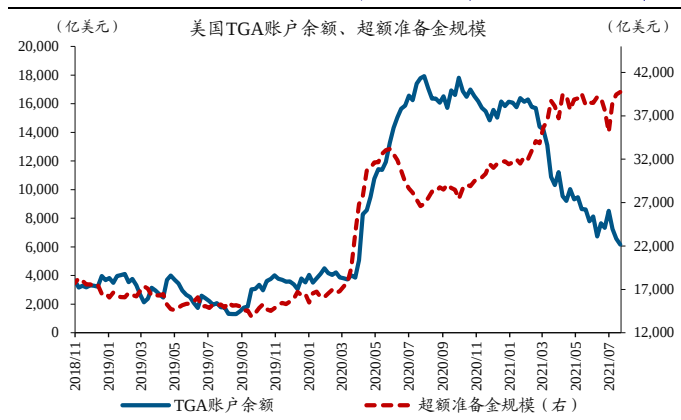
与以往相比，近期 10Y 美债利率的大幅下行，很大程度上是受到高度宽松的流动性环境的影响。5 月下旬以来，美国流动性环境一直处于高度宽松的状态，回购市场的多项隔夜拆借利率指标持续位居历史低位，美联储回收流动性的隔夜逆回购工具用量更是大增、多次刷新历史新高。美国流动性环境异常宽松背后，是货币、财政双双“大放水”。一方面，美联储持续每个月购买 1200 亿美元的国债、MBS；同时，美国财政存款从近 9000 亿美元大幅压降至 6200 亿美元。美联储及财政部同时向市场注入大量流动性，严重扭曲了美债等资产的定价。

图10：美国流动性环境处于高度宽松的状态



数据来源：Wind、开源证券研究所

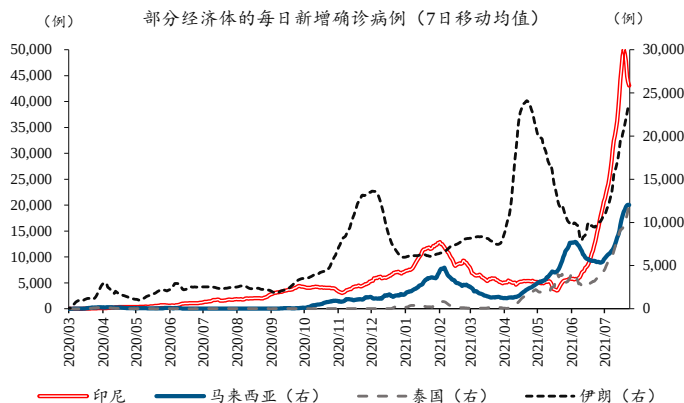
图11：美国财政存款大幅压降、超额准备金大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

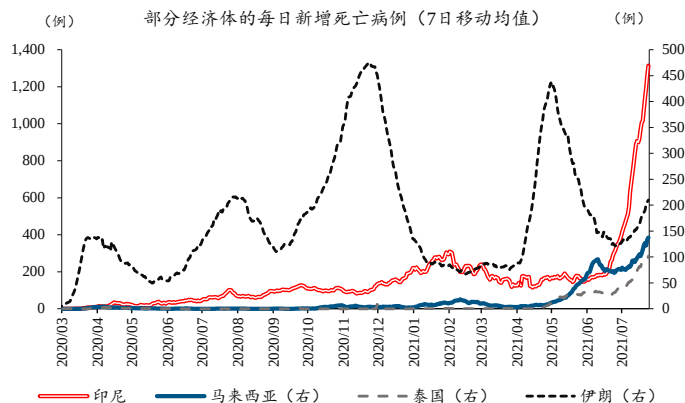
本轮“美债下、美元上”，也受到了新兴经济体疫情频频反弹、推升避险情绪的影响。受疫情防控不利及疫苗短缺等影响，新兴经济体频频遭遇疫情反弹。最直接的例子，就是最近 Delta 变异病毒的扩散，让印尼、马来西亚等一众新兴经济体疫情形势急剧恶化，新增死亡病例飙升。自身高企的外债偿付压力，以及疫情频频反弹对国内经济的打压，使印尼、马来西亚等面临的尾部风险持续抬升。随之而来的全球避险情绪升温、资金大规模回流美国，使 10Y 美债利率的回落、美元的上行进一步加快。

图12：5月以来，印尼、马来西亚等新增确诊病例反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：5月以来，印尼、马来西亚等新增死亡病例反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：多个新兴经济体重新收紧防疫措施

国家	日期	防控措施
马来西亚	6月1日	6月14日前，在全国范围内实施封锁。
	6月11日	6月28日前，在全国范围内维持现有封锁措施不变。
	6月28日	在全国范围内无限延长现有封锁措施。
印度尼西亚	7月8日	在所有行政区实施小规模公共活动限制措施直至7月20日：全面限制人员流动和航空旅行、禁止餐厅堂食和关闭非必要办公室。
	7月20日	将防疫限制措施延长至7月25日，如果新增确诊病例开始下降，印尼将于7月26日逐步放松防疫限制。
越南	7月9日	胡志明市7月9日正式实施为期15天的封锁措施，政府在这期间也切断或减少全国其他地区与胡志明市的航班服务。
	7月19日	河内市全市进入社会隔离状态。

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_22409

