

宏观点评

年初以来美债收益率走势复盘与展望

年初以来，10Y美债收益率先经历了大幅上行，一度逼近1.8%，随后开始连续下行至1.2%以下，市场对此的解读存在较多分歧。本篇报告中，我们对年初至今的美债收益率走势进行了详细复盘，并对其后续走势作出展望。

核心结论：

1、年初以来，10Y美债收益率的走势可以划分为四个阶段。

- 第一阶段：年初至3月底，持续上行。10Y美债收益率由年初的0.93%持续升至3月底的最高点1.74%。
- 第二阶段：3月底至5月中旬，震荡寻顶。10Y美债收益率从4月开始先降后升，到5月中旬仍在接近1.7%的位置。
- 第三阶段：5月中旬至6月底，开始下行。10Y美债收益率从5月中旬的接近1.7%下降至6月底的1.5%左右，平均每周下行3bp。
- 第四阶段：6月底至今，加速下行。10Y美债收益率从6月底的1.5%左右下降至目前（8月初）的1.2%左右，平均每周下行6bp。

2、四个阶段走势差异的背后，反映的是市场交易逻辑发生切换。

>第一阶段（年初-3月底）：经济加速修复、通胀预期上行、疫情显著好转

年初至3月底，不论是美国制造业PMI还是高频指标ECRI增长年率，均持续抬升，反映出经济修复的速度不断加快；与此同时，美国实际通胀和通胀预期均持续抬升，疫情也显著回落，经济、通胀和疫情表现均对美债收益率构成上行压力。

>第二阶段（3月底-5月中）：流动性过剩、通胀预期继续上行、经济拐点尚未确认

美国财政部自2月初开始削减一般财政账户（TGA）存款，受此影响，美联储逆回购规模自3月下旬开始快速抬升，表明市场流动性出现过剩。同时，10Y美债与TIPS利差从3月底的2.35%左右继续升至5月中旬的2.54%，表明通胀预期进一步抬升。此外，美国3月制造业PMI升至64.7%，创近30年最高水平，ECRI增长年率虽然在3月底触顶后开始回落，但尚不能充分认定经济已出现拐点。因此，10Y美债收益率由于流动性过剩而不再继续走高，但受经济和通胀的支撑，也未出现明显回落。

>第三阶段（5月中-6月底）：经济拐点确认、通胀预期回落、加息预期升温

美国4月制造业和服务业PMI均出现明显回落，同时ECRI增长年率连续多周下滑，经济拐点得到充分确认。美国4月至6月的通胀虽然持续超预期，但主要受二手车、能源、交通运输分项的拉动，仍支持美联储“暂时性通胀”的判断，因此市场对通胀的担忧有所缓解。此外，受通胀超预期以及美联储6月点阵图影响，市场隐含的2022年加息次数由5月底的0.6次抬升至6月底的1.1次。经济拐点确认和通胀预期回落带动10Y美债收益率开始下行，但由于加息预期升温，下行速度较为缓慢。

>第四阶段（6月底-至今）：疫情再度恶化、经济延续放缓、加息预期降温

Delta病毒自6月中旬开始在美国爆发，受此影响，美国新增确诊由6月中旬的1.2万例左右反弹至超10万例，引发市场对经济前景的担忧。与此同时，ECRI增长年率持续下滑，美国二季度GDP和6-7月制造业PMI也都大幅不及预期，经济放缓态势明显。受疫情恶化影响，市场隐含的2022年加息次数也由6月底的1.1次回落至8月初的0.6次。疫情、经济均不理想，叠加加息预期降温，美债收益率加速下行。

3、美债收益率走势展望：年底前大概率低位震荡，难明显抬升。

经济方面，美国PMI、ECRI等指标虽已连续下滑，但目前仍在历史高位，经济边际放缓的趋势大概率将延续。通胀方面，前期报告中我们曾指出，当前美国通胀水平已接近顶部，下半年大概率会小幅回落，从而市场的通胀预期难明显走高。货币政策方面，目前市场对Taper的预期已经十分稳定，即从明年年初开始实施，我们预计美联储大概率会按照这一路径推进，从而不会对市场造成明显冲击；若后续美国疫情缓和，加息预期可能再度升温，但2022年最多加息一次，从目前预期的0.6次升至1次，对美债收益率的影响也有限。流动性方面，目前TGA账户余额已接近疫情前的水平，且美联储已经开始为Taper吹风，流动性过剩的局面将明显缓解。综合看，我们认为年底前10Y美债收益率将维持低位震荡，难明显抬升。

风险提示：全球疫情超预期演化，美国通胀持续超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

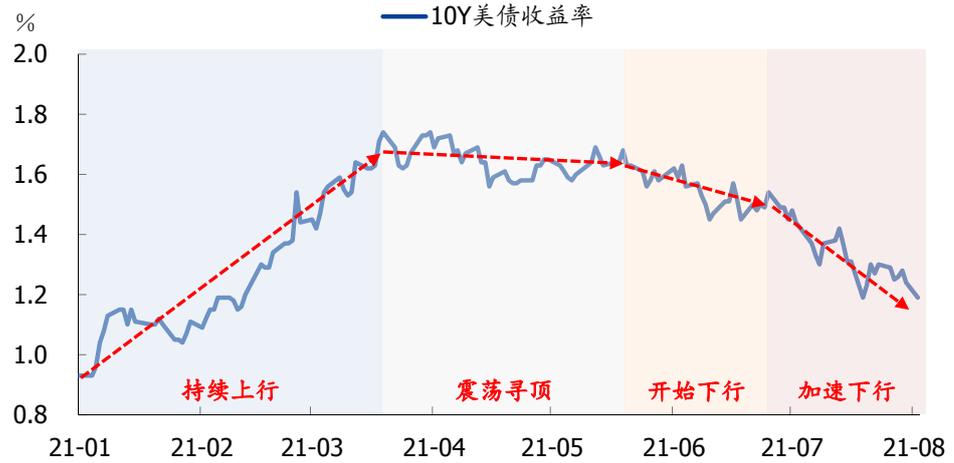
邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《Taper的一小步——美联储7月议息会议点评》2021-7-29
- 2、《通胀已不是当前海外市场的主逻辑——兼评美国6月CPI数据》2021-7-14
- 3、《从6月非农数据，看美元和美债走势》2021-7-3
- 4、《正式转向的开始——美联储6月议息会议点评》2021-6-17
- 5、《美债与TIPS：联系、展望、对资产价格影响》2021-4-2

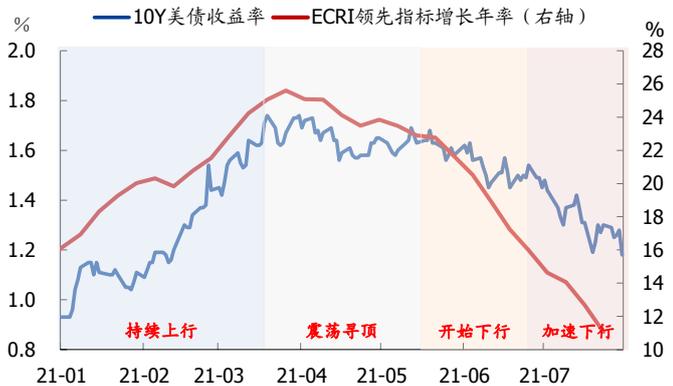


图表 1: 年初以来, 10Y 美债收益率走势可划分为四个阶段



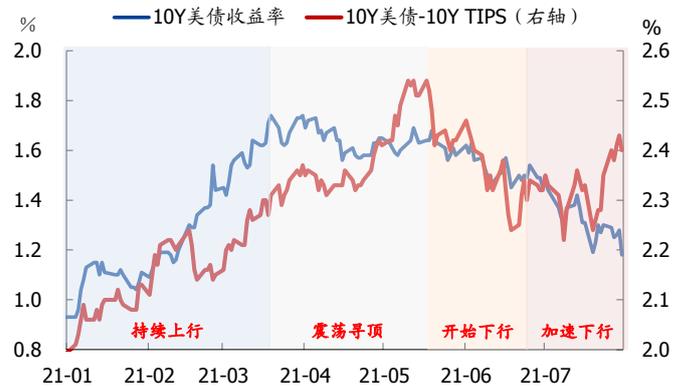
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 四个阶段中, 10Y 美债收益率与美国经济高频指标走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 四个阶段中, 10Y 美债收益率与美国通胀预期走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 美国财政部自 2 月初开始削减 TGA 存款



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 3 月下旬开始美国市场出现流动性过剩



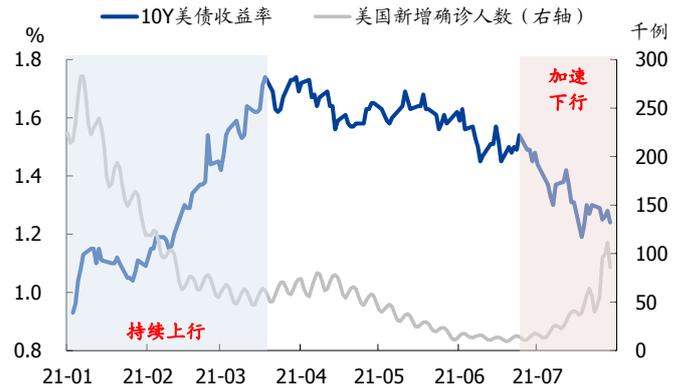
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 10Y美债收益率与美联储加息预期走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 10Y美债收益率与美国疫情走势



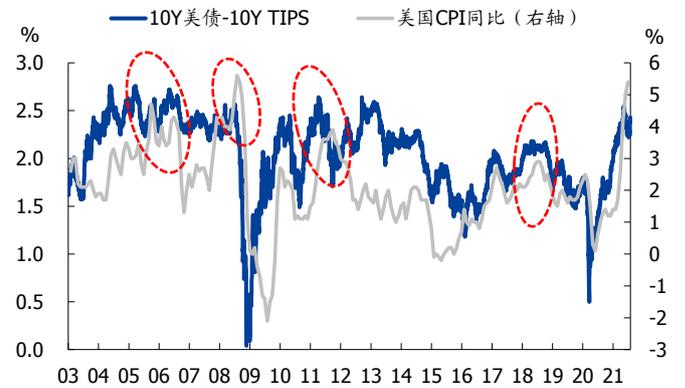
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 美国经济边际放缓大概率会持续



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 美债隐含的通胀预期往往领先实际通胀见顶



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

全球疫情超预期演化, 美国通胀持续超预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_24780

