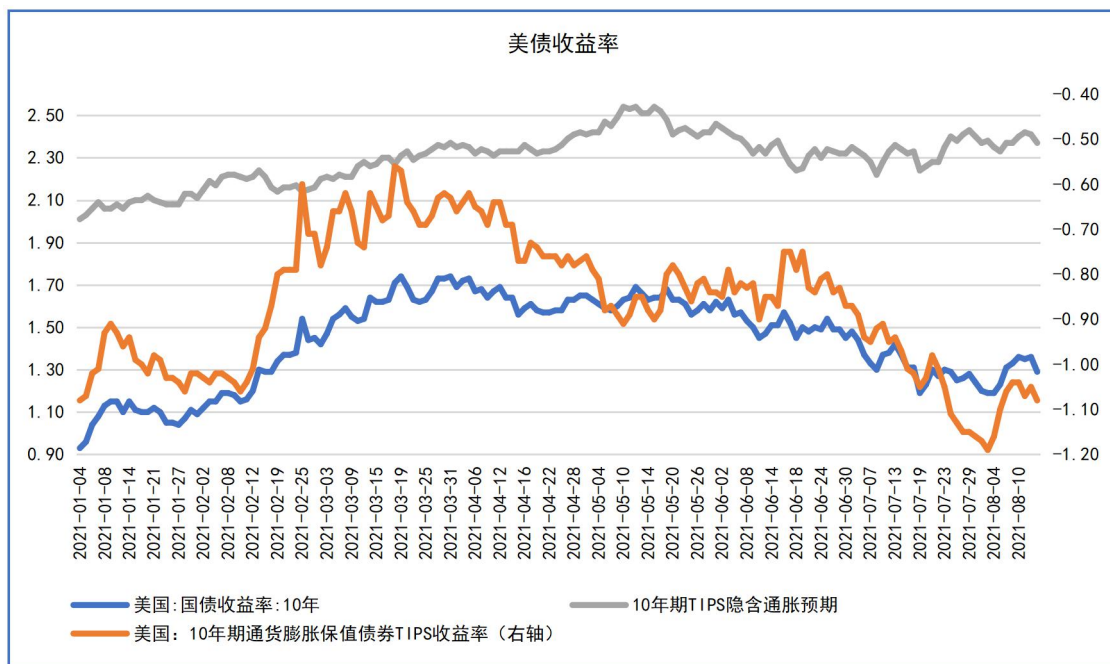


美债收益率难言拐点已至

植信投资研究院研究员 董澄溪

作为全球无风险资产定价之锚，美债收益率今年以来走势较为曲折。5 月以来，尽管美国经济持续复苏，但美债收益率却背离基本面一路下行。8 月的第一周，伴随着 7 月美国超预期就业数据的出炉，美债收益率骤然反弹 16bp。市场对于美债收益率是否就此达到拐点、即将触底反弹的讨论也日益热烈起来。



来源: Wind, 植信投资研究院

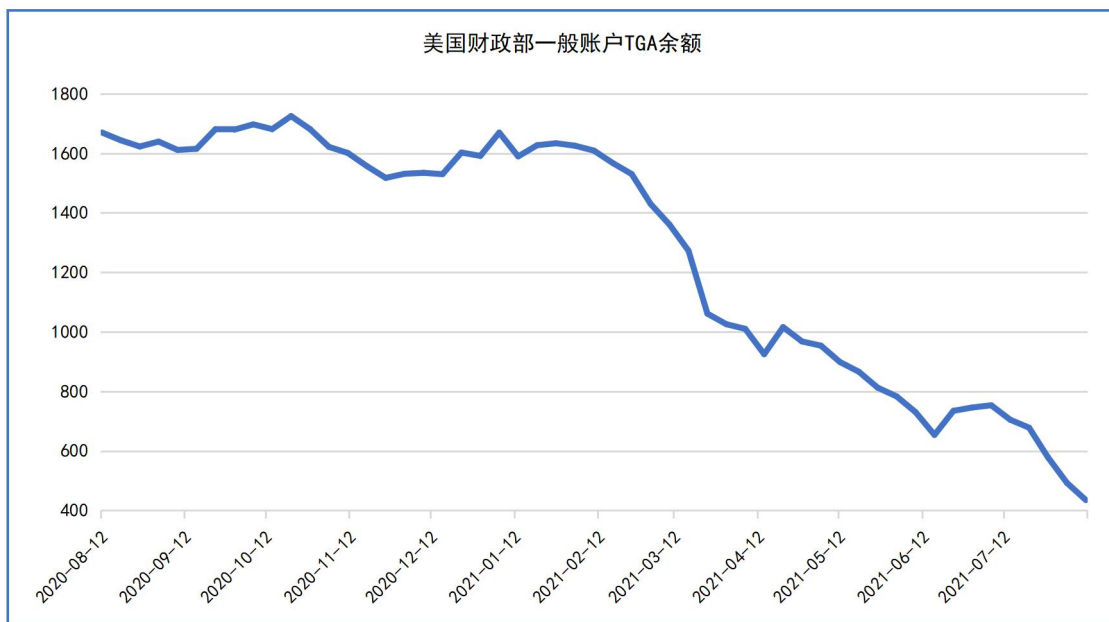
虽然前几个月美债收益率走势崎岖，但其中亦有逻辑可循。回顾今年以来的美债收益率曲线，可以大致将其分为三个阶段：

阶段一：今年年初至三月中旬，基本面预期向好，实际利率主导美债收益率上行。2021年1月4日至2021年3月15日，10年期美债收益率上升69个bp，其中43个bp来自于实际利率的上涨。年初美国开始大规模接种疫苗，至少接种一剂疫苗的人数占比一月初尚不足2%，三月初已上升至20%以上，新增病例数由25万下降至5万左右；经济复苏周期启动，市场信心向好，叠加通胀预期持续走高推升名义利率上行。期间美债收益率的上行主要反映的是经济基本面预期的向好。

阶段二：三月中旬至五月末，实际利率与通胀预期背离，双向作用力下美债收益率在1.55%-1.75%之间波动。三月中旬，美债收益率与实际利率出现背离，3月15日至5月3日，美债收益率上升了1bp，而实际利率下降14bp，通胀预期上升15bp，流动性取代基本面成为美债收益率的主要推动力，原因是市场逐渐消化美国经济复苏预期，转而担忧随之而来的高通胀。五月初至六月末，美联储6月议息会议释放了偏鹰的信号，但同时美国经济复苏的速度边际放缓，实际利率止跌趋稳，通胀预期下行，双向作用力之下美债收益率持续震荡。

阶段三：六月初至七月末，实际利率下行驱动美债收益率下行，而此次实际利率的下行的主要原因是美国流动性过于充裕。6月1日至7月30日，美债收益率下降38bp，实

际利率下降 32bp，通胀预期下降 6bp。自 2021 年 1 月以来，美国财政部 TGA 账户余额不断下行，截至 8 月 11 日，TGA 账户余额下降幅度已经超过一万亿美元，也就是说今年年初以来，美联储通过扩表向市场投放了至少一万亿美元的流动性，反映在实际利率上，就造成了实际利率大幅下降的局面。由于德尔塔疫情反扑，美国每日新增病例数 7 月 31 日重回十万以上，导致市场对于美国经济前景的担忧加剧，避险情绪上升，也是促使实际利率下行的原因之一。此外，受制于即将到期的债务上限豁免，美国财政部发债速度实际已有所放缓，二季度实际发债规模为 3190 亿美元，较此前预估的规模减少了 1430 亿美元，供应的减少也进一步推动了收益率下行。



来源：圣路易斯联储，植信投资研究院

8 月初至今，美债收益率出现了阶段性的反弹，8 月 2

日至 8 月 10 日，美债收益率上升 16bp，其中主要驱动来自于实际利率上涨 13bp，随后再次小幅下行，美债收益率是否达到拐点成为了市场讨论的焦点。我们认为，目前断言美债收益率已到达拐点尚且为时过早。

首先，“德尔塔”毒株反扑之下，后期美国经济修复动能不足，基本面不足以支撑实际利率上行。当下，疫情仍是决定经济复苏节奏的最重要变量。自 6 月以来，美国新增病例数不断增加，截至 8 月 15 日七日平均新增病例数已在 13 万以上。虽然前期美国 7 月美国就业数据依然较好，失业率仅为 5.4%，但并不能就此得出疫情反复不影响就业的结论。一方面，病毒是以指数级传染的，基数越大传染越快，随着目前新增病例数的逐渐上升，传染速度也将逐渐加快，对于美国经济的影响也会加大。另一方面，失业率作为一个滞后指标，不能反映美国的经济复苏过程中存在的隐忧。7 月美国零售销售额环比下降 1.1%，降幅超过市场普遍预期。从高频数据来看，美国消费者用于购买机票的信用卡支出已经从 7 月中旬的峰值下降了 20%，餐厅客流量自 8 月以来下降超过 10%，这两项数据意味着疫情反弹已开始从需求端影响美国经济。8 月美国消费者信心指数初值降至 70.2，创自 2011 年以来的最低水平，也印证了这一点。美国成年人口疫苗一剂接种率已达 70%，目前的新冠疫苗虽然可以降低“德尔塔”病毒死亡率，但“德尔塔”病毒高传播率的特点仍将对美国

经济造成打击，首当其冲的服务业正是对就业修复贡献最大的部门，因此 7 月失业率的下降很可能不具备持续性。

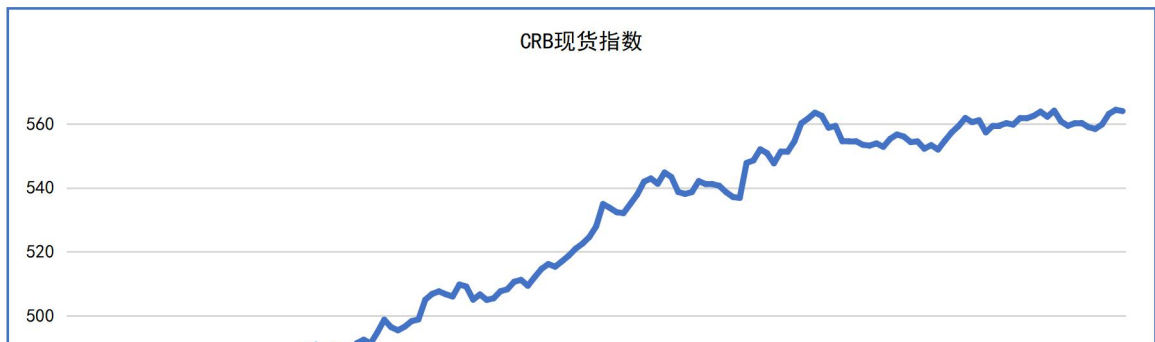
其次，短期内流动性仍将保持充裕，实际利率上行动力不足。美国债务上限豁免虽然已经到期，但由于两党尚未就提高债务上限达成共识，大概率要与新财年的财政计划绑定，10 月之前债务上限提高的可能性不高。截至 8 月 11 日，TGA 账户上仍有 4349 亿美元的余额，债务上限提高之前，美国财政部将通过 TGA 账户偿还债务，流动性进一步释放。充裕的流动性将进一步对利率形成下行压力，尤其是短端利率。目前单日美联储隔夜逆回购规模 ON RRP 已突破一万亿美元，说明金融系统存在大量资金需要寻找短期安全投资品进行投资，也就意味着对于短期国债的需求难以骤降。



来源：圣路易斯联储，植信投资研究院

再次，美联储货币政策大概率不会急转弯。虽然 7 月就

业数据超预期可能促使美联储缩减购债在 8 月底召开的杰克森霍尔会议上宣布缩减购债计划，但从议息会议上的表态来看，美联储多次强调会做好预期管理，并设下两项常备回购工具为市场提供流动性，说明其对货币政策转向可能对金融系统造成的风险有所警惕，希望退出量化宽松的过程市场反应能尽量平稳，避免“缩减恐慌”。由于联邦公开市场委员会内部对于缩减购债节奏仍有分歧，且美国经济隐忧仍存，所以虽然为了回收过剩流动性，美联储在今年第四季度启动 Taper 是大概率事件，但具体操作节奏可能趋缓。可以确定的是，美联储对于货币政策转向造成的金融风险有所顾虑，因此大概率不会“急转弯”，也就意味着短期内对美债所产生的影响依然有限。



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_25534

