

总量研究

美债交易逻辑已悄然变化

——美联储观察系列二

要点

核心观点：

基于对美债收益率的三因素分析法，预计 10 年期美债收益率将延续上行趋势，并对人民币汇率产生一定的外生压力。基本面层面，在服务性消费修复的拉动下，美国个人消费增速将保持强复苏态势，叠加政府消费和投资对私人投资趋缓的对冲，预计美国经济复苏势能将保持强劲，支撑美债收益率上行。通胀预期层面，美国长期通胀预期预计将稳定在 2% 左右，对美债收益率影响有限。期限溢价层面，美联储货币宽松强度趋弱，叠加欧元区流动性的边际走弱，将明显降低美债需求，对美债收益率上行形成强支撑。

驱动因素一：美国经济复苏势能将保持强劲，持续支撑美债收益率上行

一则，目前美国个人可支配收入稳定增长，但储蓄意愿回归常态，一方面显示出美国居民对未来收入信心增强，另一方面表现为消费信心及意愿的增强。在就业市场迅速回暖的背景下，服务性行业消费支出将持续支撑经济复苏。二则，新财政刺激计划即将落地，预计将对政府消费和投资增速产生一定支撑。

驱动因素二：美国长期通胀预期将稳定在 2% 左右，对美债收益率影响有限

美联储主席鲍威尔在 8 月杰克逊霍尔经济研讨会上称，现阶段，长期通胀预期指标与 2% 货币政策目标大体一致。另外，从数据中可以发现，长期通胀预期的变化大幅小于短期通胀预期，这表明家庭、企业和市场参与者也维持暂时性通胀观点。因此，长期通胀预期稳定对美债收益率影响有限。

驱动因素三：美欧央行宽松趋弱使得期限溢价上行。带动美债收益率上行

期限溢价是影响美债收益率走势的另一大因素，而期限溢价主要包含通胀风险溢价和实际风险溢价。现阶段，实际风险溢价走势较为平稳，而通胀风险溢价有显著上行态势。其中，债券供需结构变化是影响通胀风险溢价的主要因素。

一则，财政部的债务上限暂停期于今年 7 月 31 日结束，迫使财政部大幅减少国债发行，预计在债务上限问题的得到解决后（9 月底或 10 月初国会休会结束后），财政部会迅速重建 TGA 余额，增加国债供给，抬高短期利率，其影响或将传导至长端利率。二则，美联储与欧洲央行在此轮量化宽松中步伐较为一致，不会出现欧元区流动性大幅外溢购买美债，从而压制美债收益率上行；另外，对比上一次 QE，投资者明显更担心通胀持续升温而不是通缩的问题，从而减少使用美债对冲通缩风险的需求。最后，在美联储和欧洲央行较为同步的 Taper 预警下，美元流动性趋紧，带动美债收益率上行。

中美利差收窄将令人民币汇率承压

一方面，在中债收益率维持震荡的背景下，美债收益率明显上行，将会进一步压缩中美利差，带来较强的资本外流压力。叠加随着美国中期经济预期的走强，以及美元流动性的边际收缩，美元指数大概率将趋于强劲，这也会进一步增加人民币汇率的贬值压力。另一方面，作为全球资产的定价锚，美债收益率上行将会带来全球风险资产的价值重估。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebsecn.com

相关研报

降息宜早不宜迟 —— 货币政策前瞻系列五
(2021-08-19)

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四 (2021-07-22)

全面降准，央行亮剑 —— 7 月 9 日全面降准点评 (2021-07-10)

降准箭在弦上 —— 7 月 7 日国常会降准信号点评 (2021-07-08)

如何看待下半年利率走势？ —— 光大宏观周报 (2021-07-04)

美联储的抉择：加息减速，缩减加速 —— 美联储观察系列一 (2021-06-28)

企业信贷持续强劲，社融回落速度将趋于收敛 —— 2021 年 5 月金融数据点评 (2021-06-10)

美元指数还会继续向下吗？ —— 光大宏观周报 (2021-06-06)

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三 (2021-05-26)

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二 (2021-05-19)

新增社融读数不佳，究其缘由实则不弱 —— 2021 年 4 月金融数据点评 (2021-05-12)

外部扰动影响有限，政策基调延续稳健 —— 2021 年一季度货币政策执行报告点评 (2021-05-12)

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一 (2021-04-22)

目 录

一、6月1日至8月4日，美国金融市场在交易什么？	4
二、8月5日后，美债交易逻辑已悄然改变	5
2.1 美国经济复苏势能保持强劲	5
2.2 长期通胀预期稳定在 2%	12
2.3 期限溢价上行带动美债收益率上行	13
三、中美利差收窄将令人民币汇率承压	15

图目录

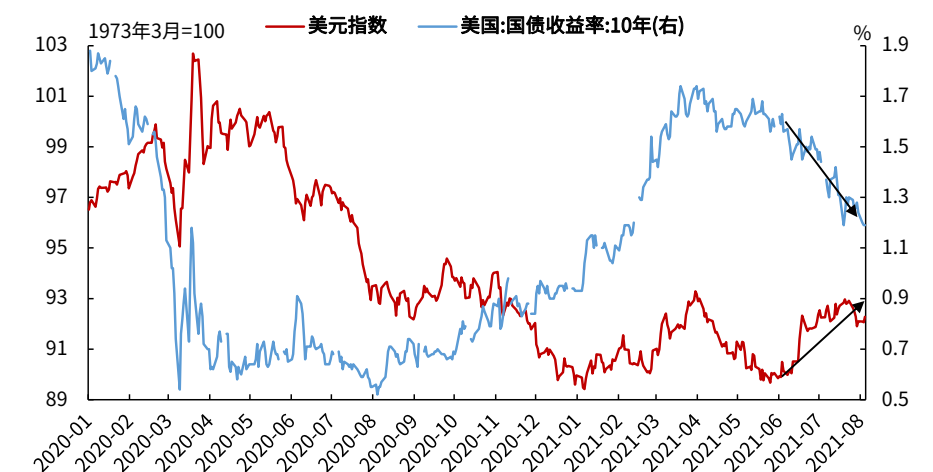
图 1：6月1日至8月4日，美元指数与 10 年期美债收益率走势截然相反	4
图 2：6月1日至8月4日，10 年期美债收益率的下行，主要源于实际收益率的下行	4
图 3：8月之前欧洲新增确诊仍远高于美国	5
图 4：美欧央行资产负债表增速差驱动美元指数上行	5
图 5：美债收益率影响因素拆解	6
图 6：美债收益率曲线趋于陡峭显示经济预期趋好	6
图 7：美国经济复苏的同比高点尚未显现，环比高点似有迹象	7
图 8：商品消费拐点已现，服务消费仍有缺口	8
图 9：可支配收入稳定增长的背景下，储蓄意愿回归常态	8
图 10：美国疫情再度反弹	8
图 11：疫情反弹下，美国疫情封锁趋严程度有限	8
图 12：今年 4-7 月新增非农表现亮眼，月均增 80 万人	9
图 13：7 月非农就业人数仍比 2020 年 2 月水平低 570 万	9
图 14：美国住宅建造支出仍处于高位	10
图 15：美国成屋库存及抵押贷款利率仍处于低位	10
图 16：美国商品库存水平已处于历史高位	10
图 17：美国全部工业部门产能利用率仍有提升空间	10
图 18：美国 5500 亿美元基建计划与历次基建计划投向对比	11
图 19：3.5 万亿美元预算法案的支出项目	11
图 20：2020 年以来美国财政乘数为 0.65 左右	11
图 21：CBO 测算的美国 2020 年财政乘数为 0.6	11
图 22：参议院初步通过后，主要投向领域的超额收益均有所增强	12
图 23：10 年通胀风险溢价显著上行，支撑美债收益率	13
图 24：市场对美联储货币政策稳定性较有信心	13
图 25：2014-2015 年，欧央行扩表速度超越美联储	14
图 26：2014 年后，欧元区流动性主要流向美债(单位：%)	14
图 27：美联储与欧央行货币政策 2014-15 年间开始分化	14
图 28：欧元区 2014-2016 期间通缩风险显著	15

图 29：2021 年欧元区对非欧债务购买已触顶回落(百万欧元)	15
图 30：美债收益率上行将加剧中美利差收窄.....	16
图 31：美元指数走强将推动人民币汇率承压.....	16
图 32：无风险利率是股票市盈率的主要决定因素之一	16
图 33：A 股市盈率与美债收益率总体呈现负相关关系	16

一、6月1日至8月4日，美国金融市场在交易什么？

6月1日至8月4日，美元指数与10年期美债收益率走势截然相反。可以看到，6月初以来，10年期美债收益率持续下行，并于7月末再次向下突破1.3%；而与此同时，美元指数却在一路震荡上行至93左右。市场参与者在交易什么，如何理解美元指数与美债收益率的分化呢？

图1：6月1日至8月4日，美元指数与10年期美债收益率走势截然相反

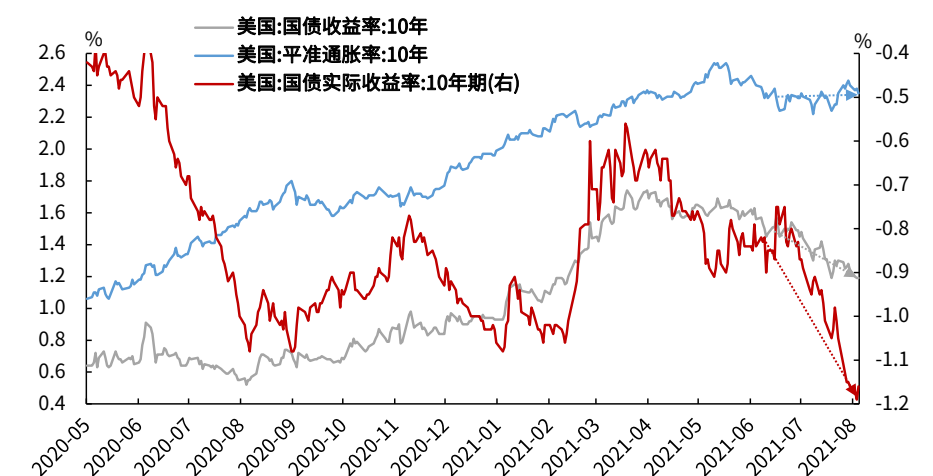


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2020年1月1日至2021年8月4日

10年期美债收益率的下行，主要源于对美国经济预期的走弱。通过对10年期美债收益率的拆分，可以看到，6月1日至8月4日，10年期美债收益率下行39BP，其中，平准通胀率下行7BP，实际收益率下行32BP。也就是说，10年期美债收益率的下行，主要源于实际收益率的下行，即市场对美国中长期经济预期的走弱。那如何理解经济预期走弱下，美元指数却在走强呢？

图2：6月1日至8月4日，10年期美债收益率的下行，主要源于实际收益率的下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

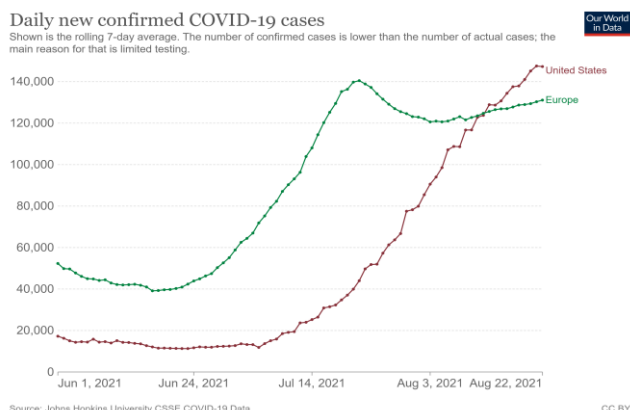
数据区间：2020年5月1日至2021年8月4日

美元指数走强主要源于两个方面的因素，一是对美国经济的预期强于欧洲，二是美国的货币宽松程度弱于欧洲，并不能以此反驳市场对美国经济预期的走弱。

在《美元指数还会继续向下吗？》中，我们曾提到过，美元指数的强弱不仅仅取决于美国自身的经济基本面及货币环境，美元指数衡量的是美元相对一揽子货币的相对强弱，在很大程度上反映了美元相对欧洲货币的强弱，即美国经济基本面及货币环境相对欧洲的强弱。（详见 2021 年 6 月 6 日发布的《美元指数还会继续向下吗？》）

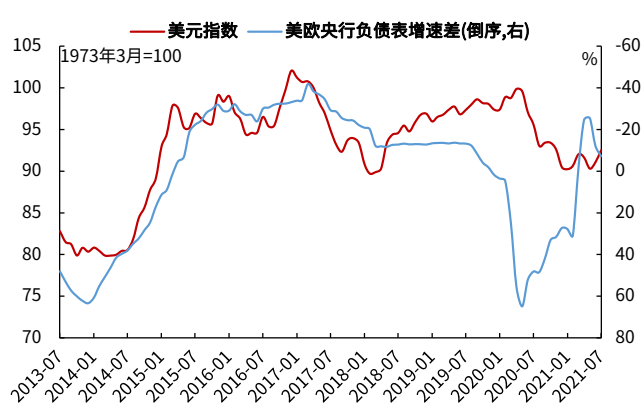
据此来看，8 月前美国新冠肺炎日度新增确诊人数相较欧洲处于较低水平，隐含着疫情对美国经济运行的影响程度也要小于欧洲。同时，美国央行资产负债表的扩张速度相较欧洲央行也处于较低水平，即美国货币宽松程度弱于欧元区。在这两方面的共同作用下，美元指数自 6 月以来一直呈现震荡上行走势，与因对美国经济预期走弱而下行的美债收益率并不矛盾。

图 3：8 月之前欧洲新增确诊仍远高于美国



资料来源：Our World in Data，光大证券研究所
数据区间：2021 年 6 月 1 日至 2021 年 8 月 22 日

图 4：美欧央行资产负债表增速差驱动美元指数上行



资料来源：Wind，光大证券研究所
数据区间：2013 年 7 月至 2021 年 7 月
数据说明：美欧央行资产负债表增速差的计算方式为，首先选取每月最后一周的资产总值作为当月资产值，然后利用美国央行资产负债表资产当月值的同比增速减去欧洲央行的同比增速。

二、8 月 5 日后，美债交易逻辑已悄然改变

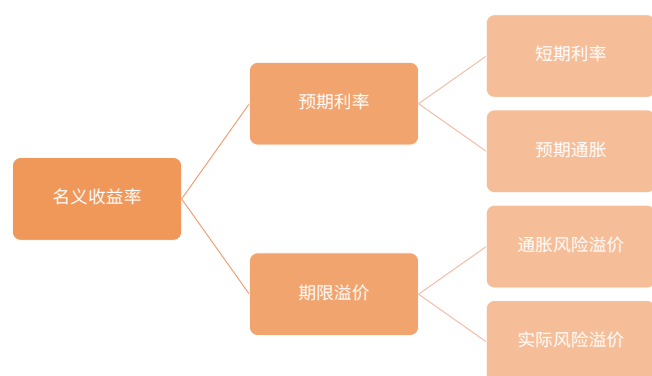
10 年美债收益率主要由未来实际短期利率、预期通胀以及期限溢价决定。6 月以来，美国经济复苏势能保持强劲，推动预期短期利率走强；预期通胀稳定维持在 2%，对美债收益率影响有限；期限溢价上行带动美债收益率走高。本章节聚焦于对这三方面的分析，为投资者厘清美债收益率上行的内在逻辑。

2.1 美国经济复苏势能保持强劲

美国经济基本面趋好将带动投资者对经济前景预期上行，从而导致预期短期利率走强，带动长期利率上行。

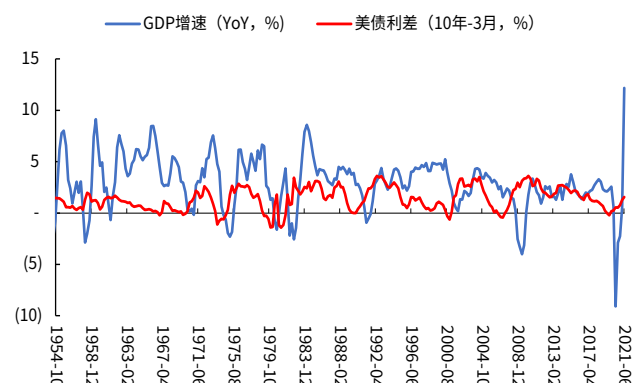
随着疫情对经济的约束逐渐打开，美国经济持续向好，对美债收益率形成支撑。通常来说，经济增长疲软时，收益率曲线平坦，相反，当经济增长动能较强时，我们通常能看到收益率曲线偏于陡峭。10 年期和 3 个月期美债收益率利差走势能很好地证实这种关系。自 2021 年初起，10 年/3 月美债利差持续走扩，表示市场预期美国经济持续向好，支撑收益率曲线趋于陡峭。其中，消费、投资、劳动力市场迅速恢复是推动经济预期好转的主要动力。

图 5：美债收益率影响因素拆解



资料来源：光大证券研究所整理

图 6：美债收益率曲线趋于陡峭显示经济预期趋好



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

总量层面，环比高点或已显现，同比高点言之尚早。同比视角来看，2021 年二季度美国实际 GDP 两年复合平均同比增速仅为 1.0%，距离 2019 年的平均水平仍有 1.3 个百分点的差距；2021 年 7 月美国工业生产指数(全部工业)仅为 101.1，距离 2019 年的平均水平尚有 1.2 个点的缺口，即无论是美国经济的需求指标，还是供给指标，其同比增速均未有明显的见顶迹象。

但若从环比视角来看，一方面，表征制造业环比景气度的 ISM 制造业 PMI 已经震荡下行了 4 个月，显示美国制造业景气度呈现出一定的放缓迹象；另一方面，在 ISM 制造业 PMI 呈现放缓迹象的同时，Markit 制造业 PMI 却仍呈现出走强态势，这主要源于两者统计对象及权重赋予的差异。

从历史上来看，ISM 制造业 PMI 与 Markit 制造业 PMI 走势基本是一致的，存在分歧的时期，多数情况下 Markit 制造业 PMI 对趋势的反映更加显著。因而，对于目前的美国经济，由于受到去年低基数影响，同比读数多呈现趋缓态势。但若从两年复合平均增速的角度来讲，目前我们尚未看到同比增速的趋缓，虽然已有部分数据显示环比增速或已见顶，但稳健性并不高。

图 7：美国经济复苏的同比高点尚未显现，环比高点似有迹象

	单位	占GDP	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12
实际GDP: 环比折年率	%	100%		6.6			6.3			4.5			33.8			-31.2			-5.1		1.9	
实际GDP: 同比*	%	100%		1.0			0.6			-2.3			-2.9			-9.1			0.6		2.6	
个人消费支出: 同比*	%	69%		2.2			1.2			-2.4			-2.8			-10.2			0.3		2.3	
耐用品消费: 同比*	%	9%		12.8	14.4	18.5	18.9	12.2	14.8	10.2	13.4	16.8	14.7	14.4	14.5	12.6	4.0	-17.8	-7.8	7.7	8.2	
非耐用品消费: 同比*	%	16%		6.3	5.9	6.5	7.1	3.8	5.0	3.0	5.1	6.0	6.8	3.7	4.6	3.7	0.0	-7.4	7.0	2.5	2.0	
服务消费: 同比*	%	44%		-0.9	-1.2	-1.4	-1.9	-2.6	-2.4	-7.2	-7.1	-6.6	-7.0	-7.7	-8.5	-9.5	-14.4	-18.9	-7.6	2.1	2.2	
私人投资: 同比*	%	18%		-0.2			0.5			2.4			-4.7			-17.7			-2.1		0.8	
非住宅投资: 同比*	%	15%		8.5			10.4			-3.8			-7.0			-10.3			-0.2		3.1	
建筑投资: 同比*	%	3%		0.7			0.5			-20.0			-19.9			-13.7			4.4		5.8	
设备投资: 同比*	%	7%		-10.2			-7.9			-0.3			-7.1			-18.0			-7.7		-0.9	
知识产权投资: 同比*	%	5%		1.8			0.5			2.5			1.7			1.2			5.9		6.3	
住宅投资: 同比*	%	3%		6.1			5.6			15.7			7.7			-3.3			7.0		2.2	
库存总额: 同比	%	0%		6.6	4.6	1.5	0.6	-0.8	-0.9	-2.4	-3.2	-3.9	-4.5	-5.5	-5.9	-4.9	-3.9	-1.4	-0.2	0.5	0.3	
商品和服务出口: 同比*	%	14%		-5.1			-6.1			-10.7			-14.9			-23.8			-4.8		0.3	
政府消费和投资: 同比*	%	17%		1.6			2.4			3.2			2.1			3.2			3.4		3.2	
工业生产: 同比*	%	—	-0.3	-1.1	-1.1	-1.5	-1.8	-2.8	-1.7	-3.2	-4.8	-4.6	-7.1	-6.3	-6.8	-10.9	-16.2	-18.4	-5.3	-1.1	-2.2	
ISM制造业PMI	—	—	59.5	60.6	61.2	60.7	64.7	60.8	58.7	60.5	57.5	59.3	55.4	56.0	54.2	52.6	43.1	41.5	49.1	50.1	50.9	
Markit制造业PMI	—	—	63.4	62.1	62.1	60.5	59.1	58.6	59.2	57.1	56.7	53.4	53.2	53.1	50.9	49.8	39.8	36.1	48.5	50.7	51.9	
就业市场	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
失业率	%	—	5.4	5.9	5.8	6.1	6.0	6.2	6.3	6.7	6.7	6.9	7.8	8.4	10.2	11.1	13.3	14.8	4.4	3.5	3.5	
劳动参与率	%	—	61.7	61.6	61.6	61.7	61.5	61.4	61.4	61.5	61.5	61.6	61.4	61.7	61.5	61.4	60.8	60.2	62.6	63.3	63.4	
职位空缺率	%	—	6.5	6.1	6.0	5.4	5.0	4.7	4.5	4.5	4.6	4.5	4.4	4.4	4.6	4.2	3.9	3.4	3.7	4.4	4.5	
新增非农	万人	—	94.3	93.8	61.4	26.9	78.5	53.6	23.3	-30.6	26.4	68.0	71.6	158.3	172.6	484.6	283.3	-2067.9	-168.3	28.9	31.5	
ADP	百万人	—	122.9	122.6	121.9	121.0	120.4	119.9	119.7	119.5	119.6	119.3	118.8	118.0	117.5	117.3	113.0	109.8	129.2	129.4	129.2	

资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据说明: 标注星号的经济指标, 其 2021 年的数据均为两年平均复合增速

个人消费支出增速结构分化，向前看仍有较强支撑。

从两年复合平均增速的角度来看，2020 年下半年后，包括耐用品及非耐用品在内的商品消费已经明显修复至疫情前水平之上；而由于受到疫情持续爆发下的社交管控限制，服务消费支出迟迟未能恢复至疫情前水平。今年二季度以来，耐用品消费的同比增速开始呈现趋缓态势，非耐用品消费基本维持前期增速水平，服务消费支出增速修复势能有所放缓。

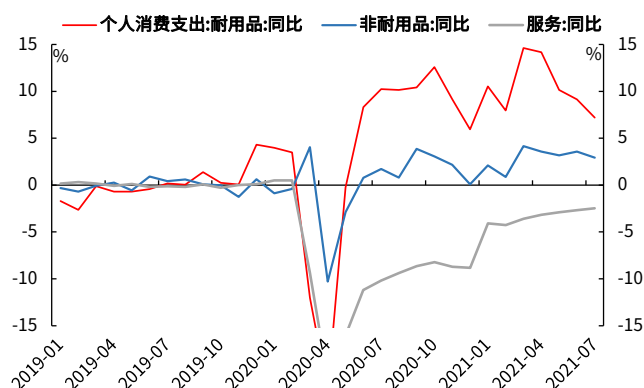
向前看，占实际 GDP 体量 9%(采用 2018 年与 2019 年平均水平，下同)的耐用品消费支出同比增速预计将继续呈现趋缓态势，但趋缓的速度及空间均已明显收窄；占实际 GDP 体量 16%的非耐用品消费支出增速预计将继续维持当前水平，或略有趋缓；而占实际 GDP 体量 44%的服务消费支出增速，目前距离疫情前仍有 2.47 个百分点的缺口，预计后续仍将延续修复态势，主要受到以下两个因素的支撑：

一是，可以看到，截至 7 月，美国个人储蓄存款占可支配收入比例，已经由疫情高峰时的 33.8%下降至 8.8%，略高于疫情前 1 个百分点的水平。在个人可支配收入稳步增长的状态下，储蓄意愿回归常态，一方面显示出美国居民对未来收入信心增强，另一方面表现为消费信心及意愿的增强，这也正如美国消费者信心指数所示的那样。

二是，美国疫情反复对服务消费支出的影响正在减弱。可以看到，在本轮疫情快速反弹的背景下，美国政府封锁指数并没有呈现出明显的反弹。相较前期新增确诊大幅飙升时的疫情封锁指数，本轮疫情反弹下的疫情封锁指数明显改善，这主要得益于美国新冠疫苗较高的接种率。因而，随着新冠疫苗接种率的提高，新冠疫情所带来的社交隔离措施将会逐步退出，对服务消费的修复形成支撑。

另外，居民债务在经过政府补贴和被动储蓄后，有了极大的改善。家庭债务占可支配收入的比例自疫情开始后大幅度下滑，显示家庭资产负债表处于较健康的状态。预计这部分储蓄将在美国达到群体免疫的过程中逐步释放，支撑经济增长。

图 8：商品消费拐点已现，服务消费仍有缺口

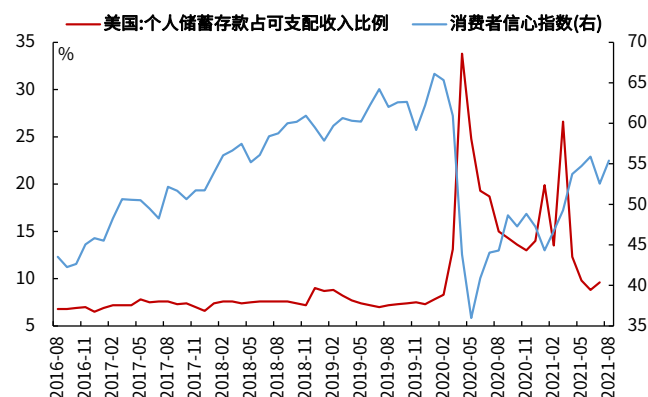


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 7 月

数据说明：2021 年数据为两年复合平均增速，其中全部数据均以 2019 年的平均水平为零值进行了平移。平移后的数据，若在零值以上则表示其已修复至疫情前水平，若在零值以下则表示其尚未修复至疫情前水平。

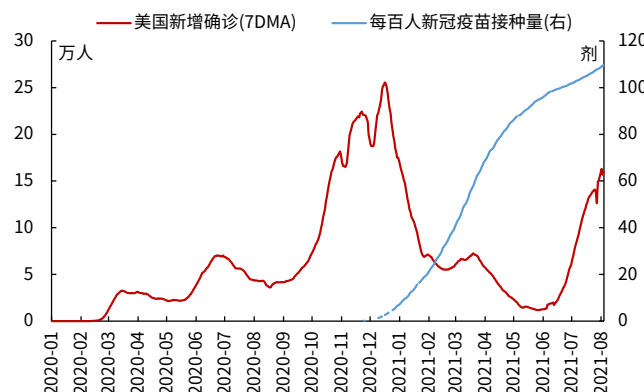
图 9：可支配收入稳定增长的背景下，储蓄意愿回归常态



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：储蓄数据截至 2021 年 7 月，消费信心指数数据截至 2021 年 8 月

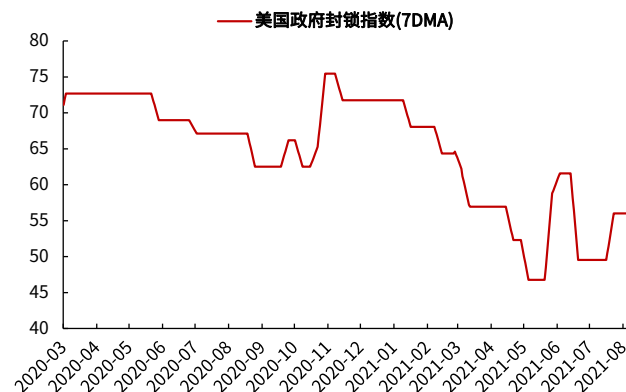
图 10：美国疫情再度反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 8 月 30 日

图 11：疫情反弹下，美国疫情封锁趋严程度有限



资料来源：OxCGRT，光大证券研究所

数据截至 2021 年 8 月 30 日

第三，美国劳动力市场修复，带动服务性行业快速回暖。今年 4 月到 7 月，新增非农就业数据表现亮眼，平均每月达 83 万人。雇佣速度也达到历史高点。其中，服务性行业和政府教育为最大拉动项。然而，劳动力供需错配问题依然严峻，劳动参与率恢复速度远落后于职位空缺水平。从历史经验来看，劳动参与率的恢复通常较为缓慢，所以会导致“暂时性”劳动力供给疲弱现象。

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_26114

