

怎么看美债收益率的迅速上行？

报告摘要

- 上周10年期美债收益率出现了十分明显的上升，从最低的1.47%上升到1.9%。我们认为，美债收益率的迅速上行可能有以下几个原因：
 - **1、供需层面的原因。**（1）**经济数据较好。**近期公布的非制造业PMI、零售、核心CPI等数据均超出了市场预期，往后看，基数效应、3000亿的新关税、原油价格上涨可能推升市场的通胀预期；（2）**风险事件缓和。**中美贸易谈判释放出了积极的信号，中美将于10月初在华盛顿举行第十三轮经贸磋商，除此之外，英国硬脱欧的风险也有所降低；（3）**发行市场利率上涨。**9月11日美国财政部拍卖240亿美元10年期国债，相比较于8月7日的拍卖，在发行金额从446亿美元下降到240亿美元、竞拍倍数从1.72上涨到2.46的基础上，到期收益率反而从1.67%上涨到了1.74%。这表明国债供给端的利率出现了上涨，也说明了一级市场上国债的需求其实并不强。
 - **2、交易层面的原因。**（1）**估值情况。**标普500指数的股息率已经显著高于10年期国债收益率，“标普500股息率-10年期国债收益率”这个指标已经高于历史均值+一倍标准差，说明股票市场有更强的吸引力；（2）**杠杆情况。**如果按照产品个数进行加权，国债ETF的平均杠杆率为2.74倍，如果按照产品规模进行加权，国债ETF的平均杠杆率为3.02倍，高杠杆必然会放大债券市场的跌幅；（3）**动量崩溃。**上周美股市场的动量因子出现大幅度的回撤，创下2008年以来单日最大跌幅，为了保证动量策略产品不被强制平仓，有很大概率存在着卖债买股的补仓操作，从而可以及时补充保证金，所以上周的股市才没有出现程序化交易带来的踩踏现象。
 - **那么未来美债收益率还会继续上涨吗？确实通胀预期上行可能成为推动收益率继续上涨的因素，但收益率上涨同样存在着以下几点制约：**（1）由加征关税导致的消费提前效应难以维持，关税正式加征后，消费能否保持强劲的走势存在比较大的不确定性；（2）中美贸易之间的核心分歧仍然悬而未决，贸易问题可能重来，尤其是在国庆节之后，英国脱欧方面，随着10月31日脱欧大限的临近，不确定性也会有所上升；（3）动量崩溃现象难以继续维持，上周动量崩溃主要在于科技股，原因可能是美国对谷歌等科技公司的反垄断调查和苹果发布会缺乏亮点，这两点在边际上难以进一步恶化，在整体宽松的背景下，科技股难有进一步大幅的下跌，从数据上来看，道琼斯美国市场动量指数和高盛动量多资产指数在本周均已经出现了企稳回升。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的一家独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、供需层面的原因.....	3
1、经济数据较好.....	3
2、风险事件缓和.....	3
3、发行市场利率上涨.....	4
二、交易层面的原因.....	4
1、估值情况.....	4
2、杠杆情况.....	5
3、动量崩溃.....	5
三、未来美债收益率的走势如何？.....	6
1、消费的提前效应结束.....	6
2、贸易问题可能重来.....	6
3、动量崩溃现象难以继续维持.....	6

图表目录

图表 1：9 月份往后通胀的基数效应走低.....	3
图表 2：近期原油价格出现了明显上涨.....	3
图表 3：9 月 11 日的 10 年期国债拍卖竞拍倍数明显上涨、到期收益率反而上涨.....	4
图表 4：标普 500 指数的股息率已经显著高于 10 年期国债收益率.....	4
图表 5：“标普 500 股息率-10 年期国债收益率”已经高于历史均值+一倍标准差.....	4
图表 6：国债 ETF 杠杆率分布（按产品个数）.....	5
图表 7：国债 ETF 杠杆率分布（按产品规模）.....	5
图表 8：动量策略上周出现明显下跌.....	6
图表 9：动量策略产品的分布.....	6

上周10年期美债收益率出现了十分明显的上升，从最低的1.47%上升到1.9%。我们认为，美债收益率的迅速上行可能有以下几个原因：（1）供需层面：经济数据较好；风险事件缓和；发行市场利率上涨；（2）交易层面：估值偏高，股市更有吸引力；杠杆率较高，会放大跌幅；股票市场的动量策略失效，存在卖债买股的补仓操作。往后看，通胀预期上行可能成为推动收益率上涨的因素，但收益率同样存在着以下几点制约：由加征关税导致的消费提前效应结束、贸易问题可能重来、动量崩溃现象难以继续维持。

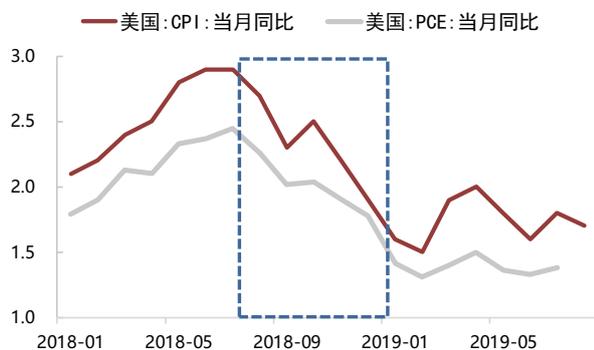
一、供需层面的原因

1、经济数据较好

近期公布的非制造业PMI、零售、核心CPI等数据均超出了市场预期。

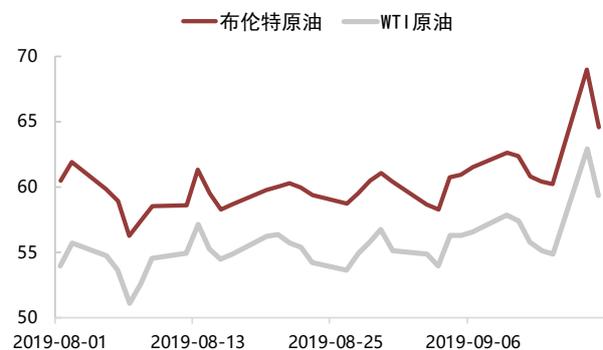
具体而言，8月份非制造业PMI大幅上涨至56.4，远高于前值53.7和预期值54；8月零售销售增长0.4%，虽然低于前值0.8%，但大幅高于预期值0.2%，其中汽车消费和地产消费是主要的贡献项；8月核心CPI为2.4%，超过前值2.2%和预期值2.3%。除此之外，市场通胀预期提升还有以下几个原因：（1）去年9月份往后的通胀出现明显下行，基数效应可能使得四季度通胀走高（图表1）；（2）新征关税的3000亿美元商品中，70%都是终端消费品，需求弹性较低，对通胀的压力更大；（3）受沙特原油设施遇袭的影响，近期原油价格明显上涨（图表2）。

图表 1：9 月份往后通胀的基数效应走低



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：近期原油价格出现了明显上涨



来源：Wind，莫尼塔研究

2、风险事件缓和

近期中美贸易谈判释放出了积极的信号：（1）美方决定对拟于10月1日实施的中国输美商品加征关税措施推迟到10月15日；（2）中方支持相关企业自美采购一定数量大豆、猪肉等农产品，国务院关税税则委员会将对上述采购予以加征关税排除；（3）国务院关税税则委员会公布第一批对美加征关税商品第一次排除清单，自9月17日起实施；（4）中美确认将于10月初在华盛顿举行第十三轮经贸磋商。贸易因素的缓和有效的缓解了市场的避险情绪。

除贸易问题外，英国脱欧也在上周取得了较好的进展：9月4日，反对党发起阻止无协议脱欧的法案并获得议会两院批准；9月9日，英国女王正式签署该法案，要求约翰逊向欧盟申请把脱欧期限推迟至明年1月31日；9月10日，约翰逊第二次尝试敦促议会批准其提前大选的动议，最终英国议会以293票支持、46票反对、不满三分之二多数支持的结果否决了其议案，这使得英国硬脱欧的概率出现了下降。

3、发行市场利率上涨

9月11日美国财政部拍卖240亿美元10年期国债，相比较于8月7日的拍卖，在发行金额从446亿美元下降到240亿美元、竞拍倍数从1.72上涨到2.46的基础上，到期收益率反而从1.67%上涨到了1.74%（正常情况下，竞拍倍数上涨，表明供不应求，收益率应该下跌）。这表明国债供给端的利率出现了上涨，另一方面也说明了一级市场上国债的需求其实并不强（图表3）。

图表3：9月11日的10年期国债拍卖竞拍倍数明显上涨、到期收益率反而上涨



来源：Wind，莫尼塔研究

二、交易层面的原因

以上只是美债收益率上涨的原因，并不能说明为何美债收益率上涨的如此之快，这要从交易层面来进行解释。

1、估值情况

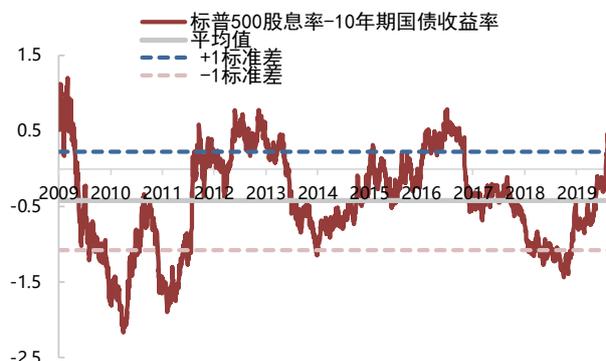
从股债的对比来看，标普500指数的股息率已经显著高于10年期国债收益率（图表4），“标普500股息率-10年期国债收益率”这个指标已经高于历史均值+一倍标准差（图表5），这说明投资股市的股息收益要高于投资债券的收益，股票市场有更强的吸引力。

图表4：标普500指数的股息率已经显著高于10年期国债收益率



来源：Wind，莫尼塔研究

图表5：“标普500股息率-10年期国债收益率”已经高于历史均值+一倍标准差



来源：Wind，莫尼塔研究

2、杠杆情况

美国国债大部分为OTC交易，难以得到相关的直接数据，但是我们可以从国债ETF的角度来观察。根据Bloomberg的数据，截至上周末，美国市场债券型ETF共有401只，总规模为7970亿美元；其中投资于国债的ETF共有69只，总规模为1721亿美元；其中做空国债的ETF共有14只，总规模为13.52亿，做多国债的ETF共有55只，总规模为1707.8亿美元。

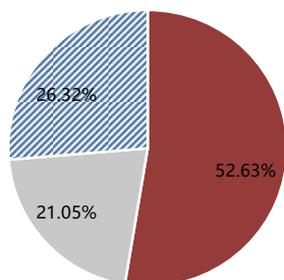
进一步的，我们可以计算得出各只ETF的杠杆率水平。如果按照产品个数进行加权，国债ETF的平均杠杆率为2.74倍（图表6）；如果按照产品规模进行加权，国债ETF的平均杠杆率为3.02倍（图表7）。高杠杆必然会放大债券市场的跌幅。

图表 6：国债 ETF 杠杆率分布（按产品个数）

图表 7：国债 ETF 杠杆率分布（按产品规模）

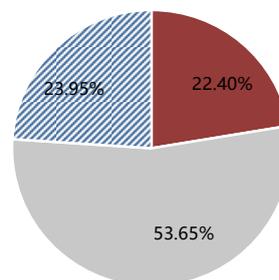
国债ETF杠杆率分布（按产品个数）

■ 2倍杠杆 ■ 3倍杠杆 ■ 4倍杠杆



国债ETF杠杆率分布（按产品规模）

■ 2倍杠杆 ■ 3倍杠杆 ■ 4倍杠杆



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

来源：Bloomberg，莫尼塔研究

3、动量崩溃

上周美股市场的动量因子出现大幅度的回撤，创下2008年以来单日最大跌幅（图表8），简单地说，就是原先领涨的风格、板块出现大幅下跌，而原先落后的风格、板块则明显跑赢。具体而言，此前美股的成长股大幅跑赢了价值股，但是在上周，这种风格出现了明显的逆转。上周触发动量崩溃的两个可能的原因在于：（1）上周一德克萨斯州总检察长肯·帕克斯顿宣布，来自美国48个州、哥伦比亚特区和波多黎各的总检察长已经对以谷歌为代表的大型科技公司展开反垄断调查，主要聚焦在广告业务、网络搜索业务等领域；（2）苹果公司秋季发布会召开，总体上亮点不太多，发布会召开后市场预计3款新iPhone在2H19的出货量将同比减少5~10%至6500~7000万部，iPhone 11系列全球的首批订单量预计在800万台左右，相比去年至少减少了10%。

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_9868

