

77bp 期限利差下的加息空间

利率曲线扁平化趋势观察，与联储货币政策应变情景

研究结论

- 美联储本轮货币政策正常化进程至今，taper 刚刚上路，加息尚未启动，但在短端利率走高、长端利率疲弱的环境下，利率曲线扁平化的趋势已经持续发展。截至 2021 年 12 月 30 日，2s10s 美债期限利差为 77bp。
- 伴随加息周期推进，期限利差往往快速收窄，而收益率曲线的倒挂则严重妨害金融系统的正常运行，并昭示着衰退和市场动荡的风险，因此成为货币当局的心腹之患。在上一轮加息周期当中，美联储就一度在面临倒挂压力的情况下选择中止加息，转而降息（2019 年）。
- 如何理解当前美债收益率曲线扁平化？联储或如何求变？对于本轮货币政策正常化的进程可能造成怎样的影响？我们将在这篇报告当中展开初步探讨。
- **短端利率稳步走强，长端利率上行动能不足：**年中以来，美债短端利率受到加息预期支撑稳步持续走强，而受制于对疫情后长期经济增长预期的降温，以及通胀预期走高后的见顶，同期 10 年期美债收益率震荡，且似乎受制于货币政策的紧缩预期。当前加息尚未启动，期限利差已耗至 2018 年初水平。
- **期限利差可能继续收窄：**一方面短端利率运行未来还会在较大程度上反映即期政策利率变化，临近加息，短端利率水平大概率会跟随政策利率同步上行。另一方面长期实际利率水平始终维持在负区间，隐含通胀预期高位震荡，名义利率整体走平，印证了当前的长期经济增长预期、通胀预期继续上行均较为艰难。美债净供给大幅度收缩，还将对美债长端利率走势形成非对称性压制。
- **联储货币政策的抉择：**面临空间收窄且长短端利率仍在双向奔赴的不利处境，美联储本轮货币政策正常化路径可能不会按照当前市场的一致预期演进。未来联储可能需要作出主动的政策抉择，核心逻辑是在短端寻求适应，或在长端寻求空间。
- **抉择一：调节加息的节奏、幅度。**期限利差现况不支持大幅持续加息，历史上当期期限利差降至当前水平，平均剩余可操作的加息次数为 5.5 次，加息幅度约为 1.5%。这意味着本轮加息周期即使启动，也可能是短暂而仓促的。此外，联储加息的必要性取决于通胀走势，我们预测 2022 年美国通胀将峰值回落，给予联储在加息上的决策自由度。在此情形下，长短端利率均不具备继续大幅上行的动能，货币政策较市场当前一致预期明显偏鸽，将会利好以美债利率作为定价锚的风险资产，并可能由于政策预期反转而带来黄金的配置机会。
- **抉择二：提前启动资产负债表工具（缩表）。**或者缩表需要提早启动，与加息周期配合，形成长短端利率以更为接近的斜率同步上行的格局。历史经验表明缩表可能更有效拉动长端利率甚至期限利差走阔。缩表对长端美债供需冲击远强于 taper：2017 年启动缩表后，10 年期美债收益率同期出现大幅度上行。从当前联储资产负债表结构看，疫情期间美联储约增持 3.3 万亿美债，其中短期美债增长为 0，中长期名义美债增长 2.9 万亿。当资产负债表逆转进入缩表周期，美联储有理由相信其操作会带动长端美债收益率的大幅上行。在此情形下，长短端利率将同步走高，无风险收益率的大幅上行可能成为未来左右市场走向的关键变量。

风险提示

- 短端利率上行中止，期限利差重新走阔。
- 长端利率受到联储货币政策以外的因素影响。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2021 年 12 月 31 日

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 曹靖楠

021-63325888*3046

caojingnan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520010001

联系人

陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

奥密克戎将如何影响中国产业链？	2021-12-14
美国通胀如期接近峰值，市场反应逐渐钝化：——11 月美国通胀数据点评	2021-12-12
再探滞胀与加息的一致性预期：——2022 海外宏观焦点展望	2021-12-08

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

长端利率、期限利差走弱，或深刻影响本轮加息周期	4
年中以来，短端利率稳步走强，长端利率上行动能不足	4
加息尚未启动，而期限利差已耗至 2018 年初水平	5
未来期限利差或继续收窄	6
货币政策的主动抉择：改变短端还是长端？	8
抉择一：调节加息的节奏、幅度	8
期限利差现况不支持大幅持续加息	8
当通胀峰值回落，美联储将获得调整加息节奏的决策自由度	9
抉择二：提前启动资产负债表工具（缩表）	11
缩表可能更有效拉动长端利率甚至期限利差走阔	11
美联储持有美债缩表的影响机制	12
总结：超预期的鹰或鸽	14
风险提示	15

图表目录

图 1: 1 年期、2 年期、5 年期美债收益率 (%)	4
图 2: 10 年期、30 年期美债收益率 (%)	4
图 3: 2s10s 美债期限利差 (%)	5
图 4: 5s30s 美债期限利差 (%)	5
图 5: 上一轮美联储货币政策正常化周期 vs2s10s 美债期限利差	6
图 6: 上一轮加息周期与短端利率走势 (%)	6
图 7: 10 年期美债名义、实际收益率和隐含通胀预期 (%)	6
图 8: 认为经济增速将继续改善的基金经理比例位于底部	7
图 9: 认为通胀将继续走高的基金经理比例位于底部	7
图 10: CBO 预测的美国联邦政府收支及赤字	7
图 11: 美债净供给与联邦财政赤字规模高度一致	7
图 12: 美债净供给规模及期限结构	8
图 13: 过去 4 轮加息周期前后的 2s10s 美债期限利差水平	9
图 14: 过去 2s10s 利差至当前水平后, 加息周期剩余次数、幅度, 及距离首次降息月份数	9
图 15: 2021 年美国 CPI 同比各分项的拉动	10
图 16: WTI 原油价格、EIA 油价预期 vsCPI 能源商品指数	10
图 17: CPI 住房项同比及美国大中城市房价同比	10
图 18: 黄金价格 vs2s10s 美债期限利差	11
图 19: 上一轮美联储货币政策正常化周期 vs2 年期、10 年期美债收益率 (%)	11
图 20: 美联储疫情期间持有的短期美债规模 (亿美元)	12
图 21: 美联储疫情期间持有的中长期美债规模 (亿美元)	12
图 22: 缩表的美债供需格局冲击	13
图 23: 缩表的货币供给冲击	13
图 24: 美股股指、MSCI 成长与价值指数之比	14
图 25: 美联储 2022 货币政策抉择的情景推演	14

美联储本轮货币政策正常化进程至今，taper 刚刚上路，加息尚未启动，但在短端利率走高、长端利率疲弱的环境下，利率曲线扁平化的趋势已经持续发展，期限利差大幅收窄。截至 2021 年 12 月 30 日，2s10s 美债期限利差为 77bp。

伴随加息周期推进，期限利差往往快速收窄，而收益率曲线的倒挂则严重妨害金融系统的正常运行，并昭示着衰退和市场动荡的风险，因此成为货币当局的心腹之患。在上一轮加息周期当中，美联储就一度在面临倒挂压力的情况下选择中止加息，转而降息（2019 年）。

如何理解当前美债收益率曲线的扁平化？美联储如何求变？对于本轮货币政策正常化的进程可能造成怎样的影响？市场又将在不同情景下如何消化和反馈？我们将在这篇报告当中展开初步探讨。

长端利率、期限利差走弱，或深刻影响本轮加息周期

2021 年，伴随着美联储货币政策正常化的预期推进，美债收益率的走向备受市场重视。然而当短端利率伴随政策预期上扬，长端利率水平却始终萎靡不振，美债收益率曲线扁平化，期限利差大幅度收窄。如果这样的情景持续，那么长端利率和期限利差的低水位，很可能在不远的将来制约，甚至改变美联储的货币政策正常化路径。

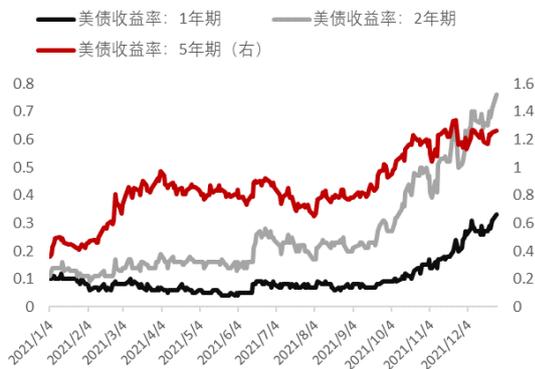
年中以来，短端利率稳步走强，长端利率上行动能不足

短端利率：政策预期支撑走强

2021 年，美联储货币政策正常化的预期不断强化，先有 taper，后有 2022 年加息启动的一致预期。相较于长期利率，短期利率与美联储政策利率的关系更加紧密。因此，2021 年 H2 以来，伴随美联储的加息预期提前并且强化，美债短端利率出现了较为持续、稳定的上行趋势。

特别是从 9 月至今（截至 2021.12.30，下文同），短端利率上升趋势加速。美债 1 年期、2 年期、5 年期收益率水平分别从 0.07%、0.2%、0.78%，上升至 0.38%、0.73%、1.27%，分别上升 31bp、53bp、49bp。

图 1：1 年期、2 年期、5 年期美债收益率（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 2：10 年期美债收益率（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

长端利率：经济增长、通胀预期拖累，且未与政策预期建立正向关系

受制于对疫情后长期经济增长预期的降温，以及通胀预期走高后的见顶，作为横跨市场和资产类别的定价的“锚”，同期 10 年期美债收益率在三季度末至四季度初的短暂上行后，保持震荡，期间从 1.31% 上升至 1.48%，仅上行 17bp，30 年期美债收益率从 1.92% 降至 1.88%，下行 4bp。

在四季度联储加息预期强化的过程当中，10 年期美债收益率走向似乎与加息预期反向。在增长、通胀预期双双见顶的节点，这可能意味着市场反而对加息进一步抑制经济增长预期的可能性深感担忧。

加息尚未启动，而期限利差已耗至 2018 年初水平

因此，在过去一个季度当中，美债长短端利率走向分化的趋势已经显著。在这样的趋势下，期限利差呈现快速下行趋势：2s10s、5s30s 美债期限利差目前分别为 77bp、66bp。如果如市场预期般，当下我们处在本轮加息的“前夜”，那么长端利率的疲弱、期限利差的收窄等信号，可能已经昭示了本轮加息腾挪空间的有限和推进的艰难。

图 3：2s10s 美债期限利差 (%)



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

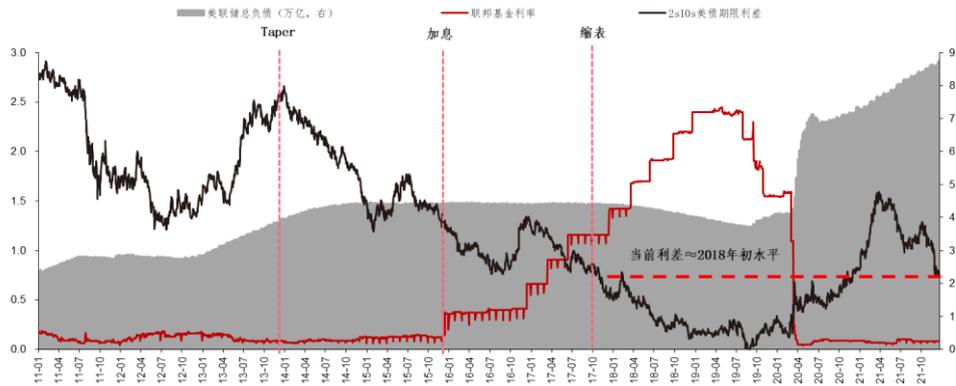
图 4：5s30s 美债期限利差 (%)



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

结合货币政策周期来看，期限利差通常伴随货币政策正常化的进程持续消化：上一轮美联储的正常化周期里，期限利差从 2013 年底 taper 启动开始呈现持续的收窄趋势，直到 2019 年联储中止加息、转入降息，期限利差才见底回升（图 5）。但是新的宏观环境下，本轮收益率曲线的扁平化显然较此前更加前置和显著，在目前下一轮加息尚未启动的情况下，收窄至约 77bp 的 2s10s 美债利差，已经相当于历史上 2018 年初前后水平，当时，整个加息周期已经走到中间点——向前看，联储已经在 2015、2016、2017 年完成 5 次加息；向后看，2018 年成为了上一轮周期最后的加息年份（全年 4 次），当 2019 年期限利差开始出现倒挂，美联储果断选择中止加息并转入降息。

图 5：上一轮美联储货币政策正常化周期 vs 2s10s 美债期限利差



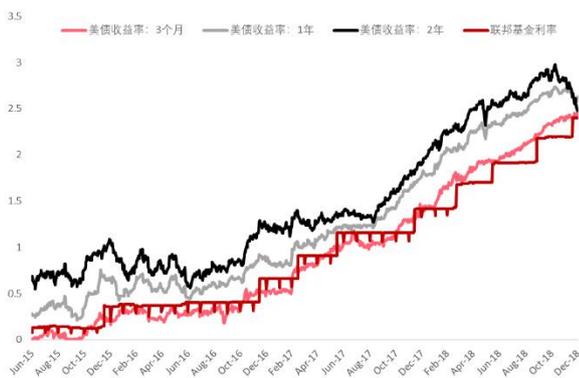
数据来源：Fed、东方证券研究所

未来期限利差或继续收窄

期限利差料将继续收窄。

一方面，短端利率的运行未来还会在较大程度上反映即期政策利率的变化。这意味着虽然在当前加息预期酝酿过程当中，短端利率已经提前启动，但是在未来加息确实落地的时刻，短端利率水平仍然大概率会跟随政策利率同步上行。从上一轮加息周期经验来看，1年期、2年期美债收益率略提前于政策利率启动，3个月美债收益率则严格跟随政策利率，在加息启动时上行。从一轮加息的整个区间统计来看，加息抬升政策利率的幅度，基本上构成了周期当中短端利率抬升幅度的“地板”。

图 6：上一轮加息周期与短端利率走势（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 7：10年期美债名义、实际收益率和隐含通胀预期（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

另一方面，10年期美债收益率拆分后的实际利率水平始终维持在负区间，隐含通胀预期高位震荡，名义利率整体走平，印证了当前的长期经济增长预期、通胀预期继续上行均较为艰难。

根据海外基金经理调查，增长预期、通胀预期当前均处于顶点右侧的回落过程当中。在没有外生的财政、货币政策重大边际变化的情况下，长端利率一时难以预见到能够驱动新一轮上行的动能。何

况根据我们此前的判断，当前的加息预期的发展并没有支撑长端利率上行，反而可能进一步加重了货币紧缩导致经济衰退的担忧。

图 8：认为经济增速将继续改善的基金经理比例位于底部



数据来源：BofA Survey、东方证券研究所

图 9：认为通胀将继续走高的基金经理比例位于底部

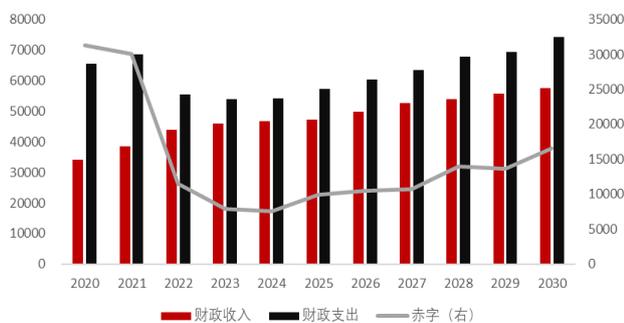


数据来源：BofA Survey、东方证券研究所

此外，在疫情期间危机对冲式的财政纾困结束后，美国财政周期将从 2022 年开始自然转入收缩周期，2022 年联邦赤字规模预计从疫情期间的超过 3 万亿美元回落至 1.2 万亿美元左右（CBO 预测）。伴随着赤字规模下行的，将会是美债净供给的大幅度收缩。且当前财政部一般账户（TGA）已经基本见底，预计 2022 年美债净供给与联邦政府赤字规模偏离度不大。美债净供给大幅度收缩对美债利率上行形成供需格局上的压制。

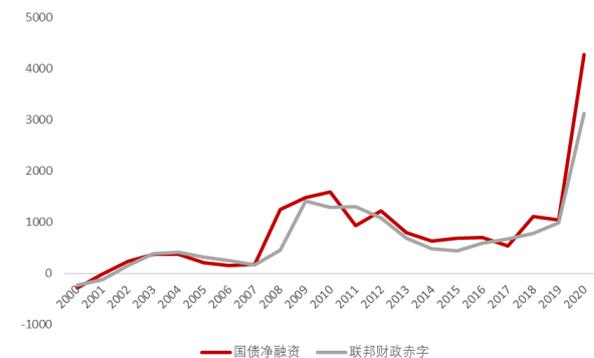
而从结构来看，疫情的特殊时段结束后，美债净供给将重新回到以中期（2-10 年）为主的期限结构，这意味着未来美债供给收缩，将会进一步对美债长端利率走势形成非对称性的压制。

图 10：CBO 预测的美国联邦政府收支及赤字（亿美元）



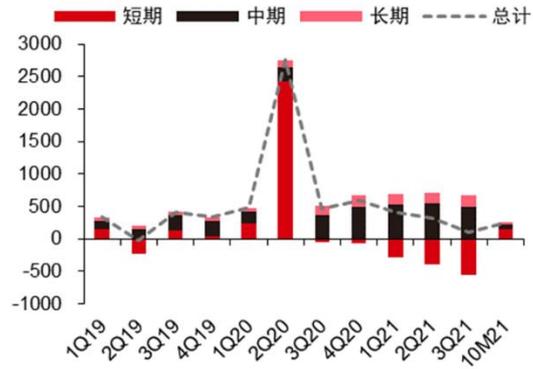
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 11：美债净供给与联邦财政赤字规模高度一致（十亿美元）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 12: 美债净供给规模及期限结构 (十亿美元)



数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

货币政策的主动抉择: 改变短端还是长端?

面临空间收窄且长短端利率仍在双向奔赴的不利处境, 美联储本轮货币政策正常化路径可能不会按照当前市场的一致预期演进。未来联储可能需要作出主动的政策抉择, 核心逻辑是在短端寻求适应, 或在长端寻求空间。

抉择一: 调节加息的节奏、幅度

短端求变, 更加直白的含义即是调整加息的预期幅度和节奏。在不寻求扭转长端利率和期限利差走向的情况下, 联储需要在政策目标和计划上寻求妥协。

期限利差现况不支持大幅持续加息

12 月利率会议公布的经济预测显示, 联邦基金利率长期目标仍然设定在 2.5%。但期限利差的约束可能导致本轮加息的节奏、幅度都显著低于预期。

我们在图 5 当中曾经列示, 当前利率曲线的状态相当于上轮政策周期的加息中途水平。在这里, 我们可以将本轮情形与更多历史上的政策周期进行比较。图 16-14 过去 4 轮加息周期长端利率

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_35492



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn