

## 美债收益率，“急下”后何去何从？

11月上旬以来，美债利率大幅下行，驱动风险资产价格明显反弹。美债利率下行，是不是“新”趋势的开始、后市何去何从？本文分析，可供参考。

### 一、美债利率快速下行的原因：“通胀预期”快速降温

近期美债利率快速下行，全球权益、商品等资产价格均出现明显反弹。11月7日至11月25日，10Y、5Y和2Y美债利率分别下行54bp、54bp和30bp，至3.68%、3.85%和4.42%。全球权益市场明显反弹，主要股指普遍上涨，标普500、德国DAX、法国CAC40、恒生指数，分别上涨6.8%、8.0%、4.6%和8.7%。与此同时，美元指数的快速回落下，主要商品多数收涨。

本轮美债收益率下行，主要触发因素是10月份通胀数据低预期；通胀的见顶回落、衰退的渐行渐近，导致市场的加息预期大幅下修。11月10日美国公布的10月CPI、核心CPI数据，双双超预期回落。核心通胀见顶的“曙光”，使得市场的加息预期显著下修。11月7日至25日，市场隐含12月加息75bp的概率由80.6%骤降至24.2%；10年期美债利率也随之快速回落。

### 二、长端利率快速下行，对基本面逻辑或有一定透支

从短期利率来看，2年期美债利率通常紧跟美联储终点利率变化，而近期则与美联储加息路径出现较大偏离。11月7日以来，市场隐含的美联储加息终点利率小幅回落13bp至5.00%，而2年期美债利率则大幅回落29bp至4.42%。其隐含了美联储将在12月加息不足50bp、且随后将结束加息周期的预期，与美联储点阵图、官员暗示的，仍将至加息65bp的预期有分化。

从期限利差来看，10Y-2Y美债期限利差也走到了历史极值水平，同样存在对基本面过度反应之嫌。历史回溯来看，1988年以来、历次美国经济步入衰退前，10Y-2Y美债利率倒挂深度通常不超过50bp；而11月7日以来，10年期、2年期美债利率分别下行54bp和30bp，导致10Y-2Y美债利差的倒挂进一步加深至74bp，反映市场对经济与通胀预期已有很大程度下修。

### 三、美债利率中短期或仍有反复，情绪扰动在所难免

供给影响下通胀中短期仍将维持高位，近期美联储官员态度也普遍“偏鹰”；而美债市场“深度”的下降，或将放大短期扰动的市场反应。短期可能的扰动：1) 劳动力供给弹性受限，使贝弗里奇曲线右移，或导致薪资增长更为刚性；2) 美油产量受限，叠加俄油制裁、OPEC+减产影响，油价回落空间有限；3) 鲍威尔等多位官员均对终点利率做出了4.75%以上预测。

未来一段时期，盈利端的影响逐步显现，或导致美股市场波动依然较大。历史回溯来看，受盈利下滑拖累，衰退初期的1-2个季度，美股多面临调整风险。中短期因素影响包括：1) 美股企业盈利与GDP为同步指标，美国经济步入衰退时，美股企业盈利或仍将面临调整；2) 美元的韧性对美股海外收入形成明显侵蚀，三季度标普500指数成分股海外收入占比已回落至31%。

**风险提示：美联储货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期**

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人  
lixinyue@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、美债利率快速下行的原因：“通胀预期”快速降温	3
2、长端利率快速下行，对基本面逻辑或有一定透支	4
3、美债利率中短期或仍有反复，情绪扰动在所难免	5

## 图表目录

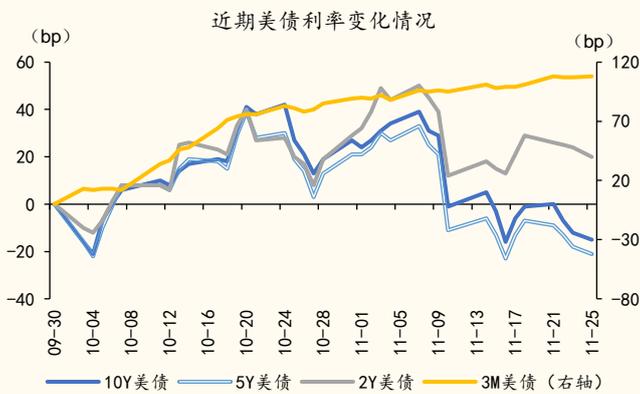
图表 1: 近期，美债利率快速下行	3
图表 2: 全球权益、商品等资产价格明显反弹	3
图表 3: 11 月以来的 10Y 美债收益率走势	3
图表 4: 美国通胀数据普遍见顶回落	3
图表 5: 12 月加息 75bp 的预期快速回落	4
图表 6: 市场对终点利率的预期也出现明显下修	4
图表 7: 10 年期美债见顶领先最后一次加息交易日数	4
图表 8: 政策利率与 10 年期美债收益率走势	4
图表 9: 美联储加息终点利率与 2Y 国债收益率	5
图表 10: 市场预期的美联储加息路径	5
图表 11: 美债利率的期限利差倒挂领先于经济衰退	5
图表 12: 历次 10Y-2Y 美债倒挂的深度	5
图表 13: 美国就业市场可能回不去从前	6
图表 14: 劳动力供给缺口越发刚性	6
图表 15: 美国页岩油钻井数量增长缓慢	6
图表 16: 劳动力供给缺口越发刚性	6
图表 17: 今年美联储议息会议前后美债利率多上行	6
图表 18: 美联储官员近期关于终点利率的发声	6
图表 19: 美国就业市场可能回不去从前	7
图表 20: 美债流动性压力指数与美债波动率指数	7
图表 21: 经济衰退开始后美股继续回调深度与月数	7
图表 22: 衰退中，股市通常经历杀估值、盈利两阶段	7
图表 23: EPS 仍然有下修空间	8
图表 24: 美元强势冲击海外收入	8

11月上旬以来，美债利率大幅下行，驱动风险资产价格明显反弹。美债利率下行，是不是“新”趋势的开始、后市何去何从？本文分析，可供参考。

### 1、美债利率快速下行的原因：“通胀预期”快速降温

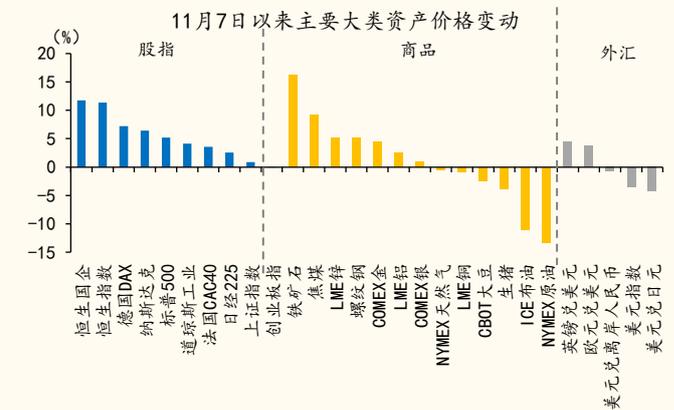
近期美债利率快速下行，全球权益、商品等资产价格出现明显反弹。11月7日至11月22日，10Y、5Y和2Y美债利率分别下行54bp、54bp和30bp，至3.68%、3.85%和4.42%。全球权益市场明显反弹，主要股指普遍上涨。截至11月22日，主要股指普遍上涨，标普500、德国DAX、法国CAC40、恒生指数分别上涨6.8%、8.0%、4.6%和8.7%。商品市场多数上涨，其中铁矿石领涨，上涨幅度超15%。外汇市场美元指数走弱，截至11月25日，英镑和欧元兑美元分别升值6.24%和4.45%，至1.2090和1.0397。

图表 1：近期，美债利率快速下行



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：全球权益、商品等资产价格明显反弹



来源：Wind，国金证券研究所

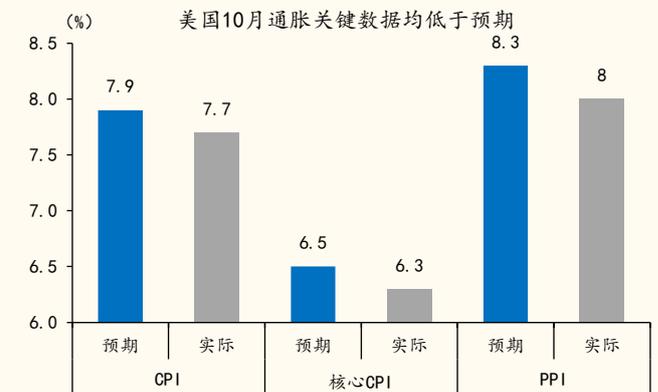
本轮收益率下行，主要触发因素是10月份通胀数据低预期。11月10日美国公布10月CPI、核心CPI数据，双双超预期回落。其中CPI同比上涨7.7%，低于预期的7.9%、前值的8.2%，为1月份以来最低水平；剔除食品和能源价格后，10月核心CPI同比上涨6.3%，低于预期的6.5%、前值的6.6%。11月15日公布的美国10月PPI同比增长8.0%，同样低于预期的8.3%。核心通胀见顶的“曙光”，驱动10Y美债利率快速回落，数据公布后从4.1%快速回落30bp。

图表 3：11月以来的10Y美债收益率走势



来源：Bloomberg，国金证券研究所

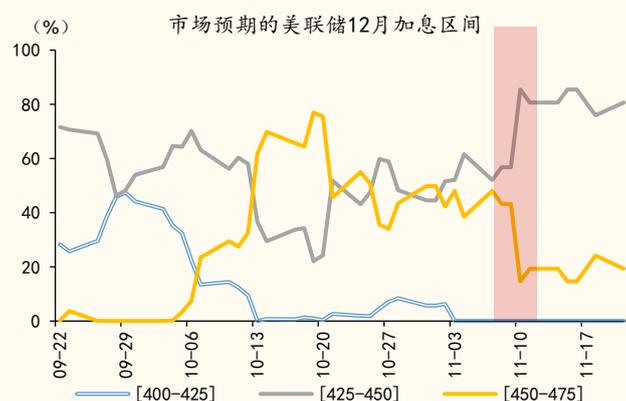
图表 4：美国通胀数据普遍见顶回落



来源：Bloomberg，国金证券研究所

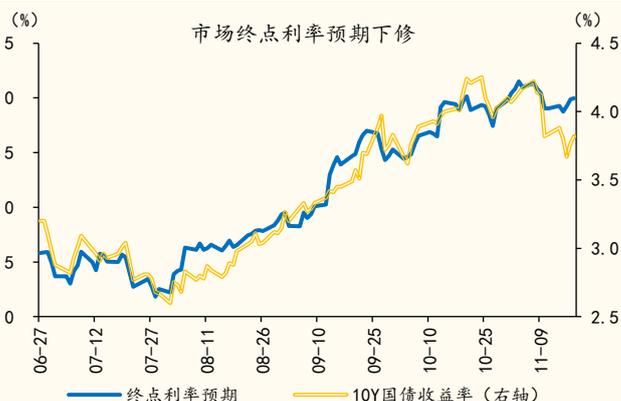
通胀的见顶回落、衰退的渐行渐近，导致市场的加息预期下修；此外，海外央行的交易行为也有一定影响。通胀的见顶回落，使得市场的加息预期出现了显著下修。11月7日至25日，市场隐含加息75bp的概率由80.6%骤降至24.2%；加息终点利率的预期也由5.13%下修至4.99%。与此同时，随着美元指数指数的回落，前期货币保卫战下，海外央行抛售美债、干预汇市的行为也得到暂缓。

图表 5：12月加息75bp的预期快速回落



来源：CME，国金证券研究所

图表 6：市场对终点利率的预期也出现明显下修

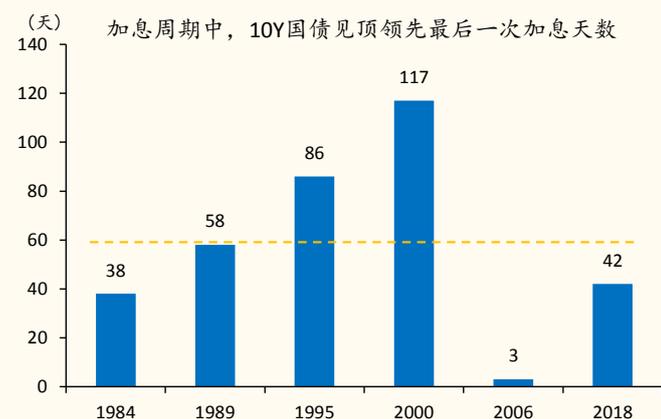


来源：Bloomberg，国金证券研究所

## 2、长端利率快速下行，对基本面逻辑或有一定透支

经验显示，市场利率一般领先政策利率 1-2 个季度；近期美国债市总体偏乐观，有历史规律可循。历史回溯来看，在 1982 年以后，美联储将中介目标由数量型目标 M2 增速转向价格型目标货币市场利率。此后的 6 轮加息周期里，10Y 美债收益率多领先政策利率约 1-2 个季度见顶。相对特殊的 2006 年，在地产风险隐现时加息戛然而止，10Y 美债利率与政策利率同步见顶。本轮美国宏观指标的“外强中干”，或指向美联储加息操作或止步于明年上半年；美债利率见顶的市场预期开始发酵，乐观情绪驱动下长端美债利率快速回落。

图表 7：10 年期美债见顶领先最后一次加息交易日数



来源：NBER，Wind 国金证券研究所

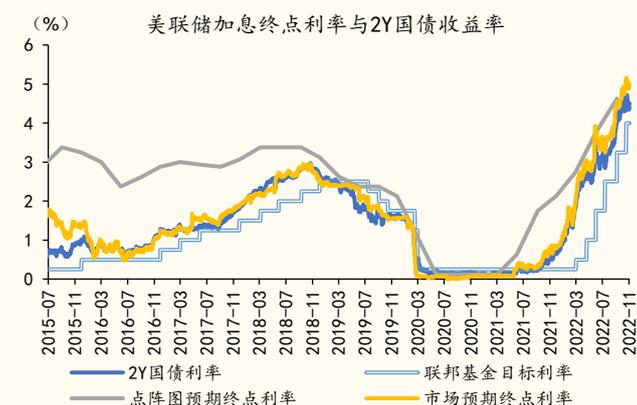
图表 8：政策利率与 10 年期美债收益率走势



来源：Fed，NBER，Wind，国金证券研究所

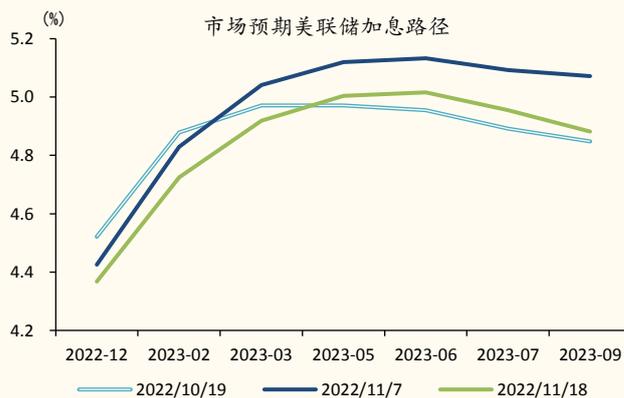
然而，近期市场乐观情绪的反应过快，与基本面或有背离；以 2 年期美债利率为例，其与终点利率偏差过大。历史来看，2 年期美债利率通常紧跟加息终点利率变化；而在近期，两者间出现了明显的分化。11 月 7 日以来，联邦利率期货隐含的美联储加息终点利率小幅回落了 13bp 至 5.00%，而 2 年期美债利率则大幅回落 30bp 至 4.42%，其隐含了美联储在 12 月加息不足 50bp、且随后将结束加息周期的市场预期，与美联储点阵图、联储官员暗示的加息路径大相径庭。

图表 9：美联储加息终点利率与 2Y 国债收益率



来源：Bloomberg，国金证券研究所

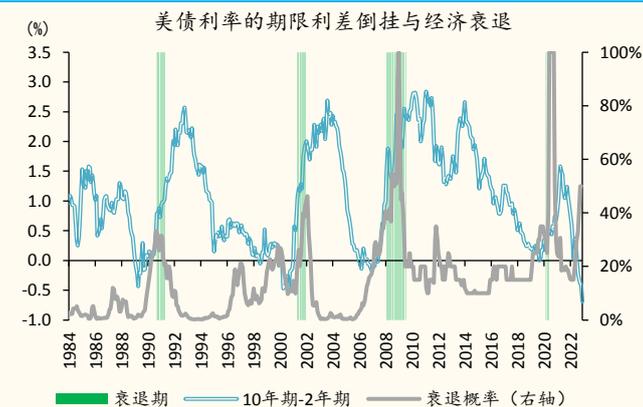
图表 10：市场预期美联储加息路径



来源：Bloomberg，国金证券研究所

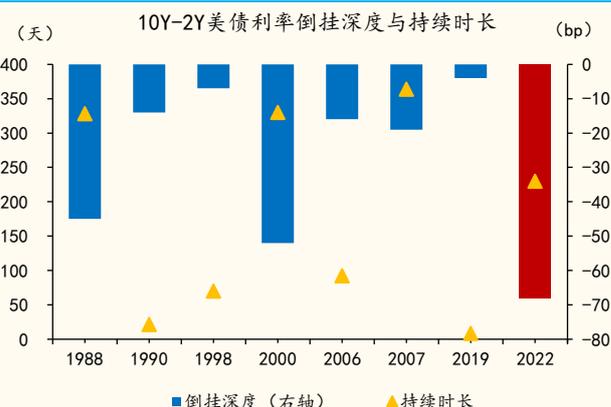
10Y-2Y 美债利率的期限利差同样也走到了历史极值水平，同样存在对基本面过度反应之嫌。历史回溯来看，1988 年以来、历次美国经济步入衰退前，10Y-2Y 美债利率倒挂深度通常不超过 50bp；而 11 月 7 日以来，10 年期、2 年期美债利率分别下行 54bp 和 30bp，至 3.68% 和 4.42%，导致 10Y-2Y 美债利差的倒挂进一步加深至 74bp，反映市场对经济与通胀预期已有很大程度的下修。

图表 11：美债利率的期限利差倒挂领先于经济衰退



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 12：历次 10Y-2Y 美债倒挂的深度

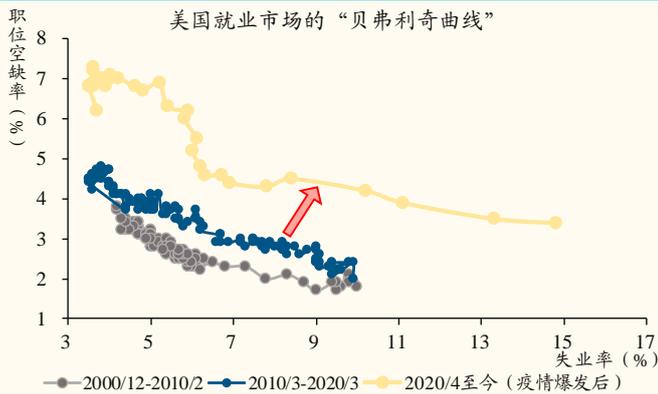


来源：Wind，国金证券研究所

### 3、美债利率中短期或仍有反复，情绪扰动在所难免

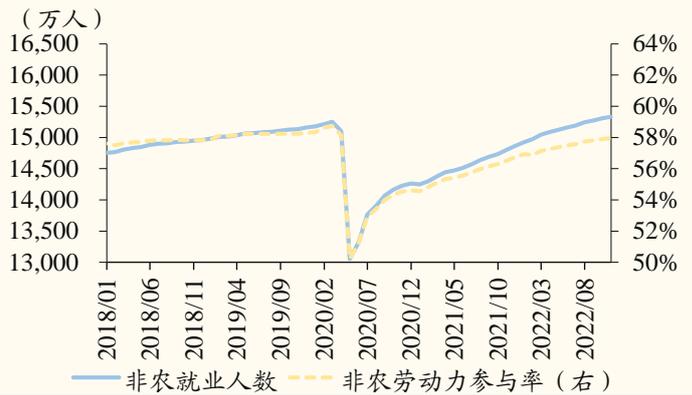
供给影响下，人力与资源价格中短期下行空间有限，导致中短期高通胀仍将持续一段时间。1) 从就业市场来看，即便未来就业需求下滑，供给弹性受限，使得“贝弗里奇”曲线长期向右偏移，或将导致薪资增长更为刚性、推升通胀。2) 从能源价格来看，美国页岩油企资本开支的刚性导致新钻井增长缓慢、库存井不断消耗，同时油田品质的下降，也导致单井产量的下滑拖累了美油产量的增长；叠加俄油制裁、OPEC+减产协议的影响，供给刚性下油价回落空间有限。

图表 13: 美国就业市场可能回不去从前



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 劳动力供给缺口越发刚性



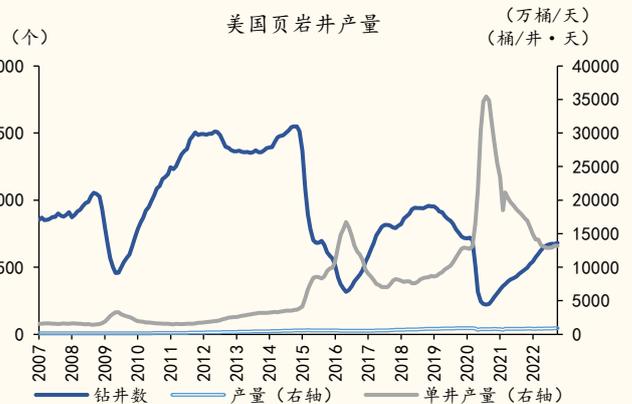
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 15: 美国页岩油钻井数量增长缓慢



来源: EIA, 国金证券研究所

图表 16: 劳动力供给缺口越发刚性



来源: EIA, 国金证券研究所

美联储官员近日表述上来看, 整体态度依然偏鹰; 12 月议息会议前后预期仍可能有扰动。美联储主席鲍威尔表示, 明年峰值利率水平可能高于 9 月点阵图显示的 4.65% 这一水平; 圣路易斯联储主席布拉德表示, 终点利率至少要上升至 5.00%-5.25%, 才有可能达到“充分限制”让通胀重回 2% 的水平; 其他多位官员也均对终点利率做出了 4.75% 以上预测。今年前 6 次美联储议息会议前后, 10Y 美债利率多趋于上行。12 月议息会议点阵图潜在的调整, 与市场对终点利率预期的再修正, 或将带来走势和终点利率较一致的中短端利率再度上行。

图表 17: 今年美联储议息会议前后美债利率多上行

图表 18: 美联储官员近期关于终点利率的发声

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\\_49356](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49356)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn