



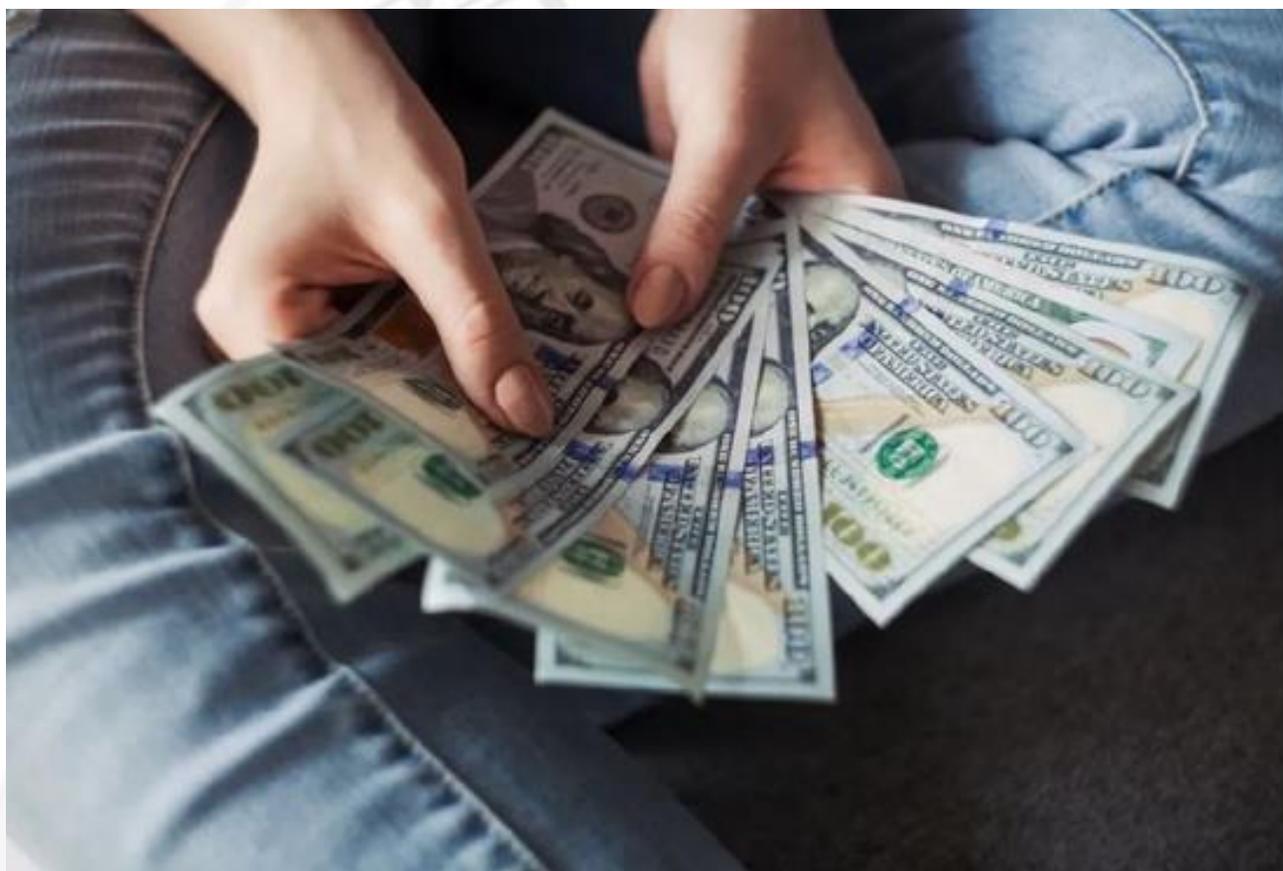
靳毅：美元与美债，拐点出现了吗？



文/意见领袖专栏作家 靳毅

核心观点

10月份就业数据和通胀数据公布后，市场对美联储加息的边际转向预期加剧，美债利率和美元指数均出现一定程度松动。然而，从就业和通胀数据来看，我们认为短期内不宜对美联储转向太过乐观：1) 失业率回升不改美国劳动力市场依旧紧张的供需关系；2) 通胀虽回落，但通胀预期有所回升。



目前开始交易美联储转向，或许还为时尚早，在此之前，美债利率和美元或许还有“最后一程”：

1) 美债利率仍有回升风险：

从利差角度出发，当下美债利率存在对转向交易的“过度定价”。首先，10年期美债利率和政策利率利差几乎切平，使得10年期美债利率目前处于“定价下沿”；其次，2年期减10年期美债利差，处于历史极值水平，一旦利差弥合美债利率有再度上行空间。

从风险角度出发，存在3大预期差。①空间上，政策利率仍低于泰勒公式隐含合意区间，警惕美联储进一步上调本轮加息终点的风险；②时间上，本轮美联储可能将高利率维持时间更久，“降息预期”存在修正风险；③美债市场流动性下降，或将成为利率再度上行的“助燃剂”。

2) 美元难言见顶：

参照历史上美元指数的阶段性顶点，有两个较好判断美元拐点的同步指标：①美元顶点往往与欧美工业生产增速同步触底；②美元顶点往往出现在美联储降息过程中或者降息结束后。目前，对于欧美而言，工业生产难言见底，而美联储也尚未实际开启降息，本轮“强美元”周期，或许还有一程。

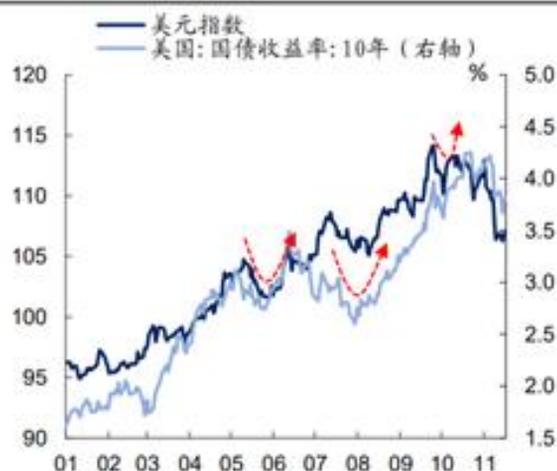
风险提示 全球经济超预期衰退，全球通胀超预期上行，新冠疫情传播超预期，历史经验推演存在误差。

报告正文

1、是时候讨论美联储降息了吗？

虽然美联储在 11 月份议息会议上继续表态当下远未到暂停加息的时候，但同时也透露了 12 月份会议上，开始讨论减缓加息节奏的可能性。伴随 10 月份美国失业数据的超预期反弹，以及通胀数据的超预期下行，美元和美债利率应声下行，开启年内第 4 次转向交易。

图 1：2022 年美元和美债利率走势



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：美国失业率和通胀数据走势

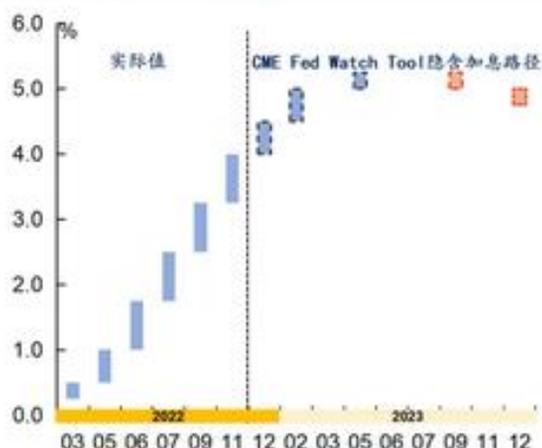


资料来源：Wind、国海证券研究所

注：数据统计时间为 2022 年 1 月 3 日至 2022 年 11 月 18 日

从 CME Fed Watch Tool 来看，市场交易美联储从 2023 年 9 月份开始降息的预期。与此同时，从美债利率期限结构来看，以 1 年期为分界点的长短端利率倒挂现象，在近一个月来变得更为显著，预示着市场对明年下半年降息预期的有所加强。

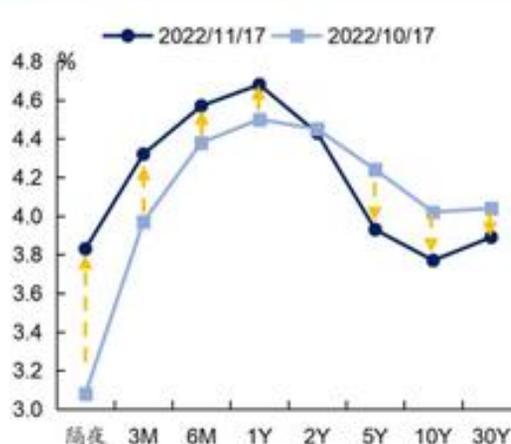
图 3: CME Fed Watch Tool 隐含加息路径



资料来源: Wind、CME、国海证券研究所

注: 数据截至 2022 年 11 月 18 日; 图中红色表示降息预期。

图 4: 美债利率期限结构

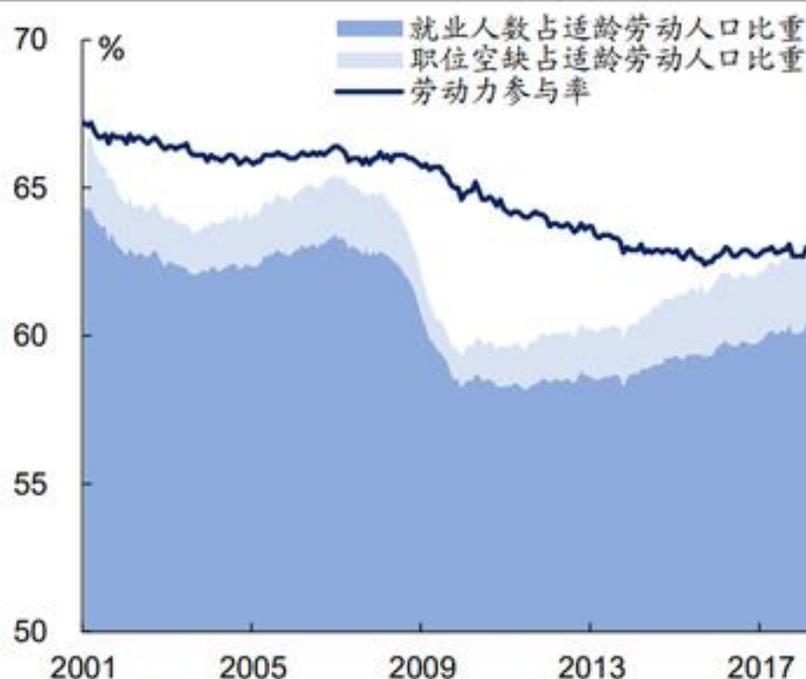


资料来源: Wind、国海证券研究所

美联储是否即将放松货币政策？美元和美债利率的拐点又是否出现？在回答这些问题前，不妨先来回顾一下，10月份就业和通胀数据是否出现根本性松动？我们认为，暂时不宜对就业的“紧”和通胀的“热”过于乐观：

1) 劳动力市场依旧紧张。10月份，美国失业人数上升 29.6 万人，其中 18.3 万人由临时工雇佣数的下降所解释，而这或许由疫情以来职位匹配效率下降，所造成的摩擦性失业有关。目前美国每一个失业人口依旧有 1.77 个职位与之对应，较 9 月份没有出现显著收敛。即使失业率从 3.5% 回升至 3.7%，依旧处于历史较低水平，难以表明劳动力市场的供需关系出现明显改善。

图 5: 美国劳动力市场就业缺口



资料来源: Wind、国海证券研究所

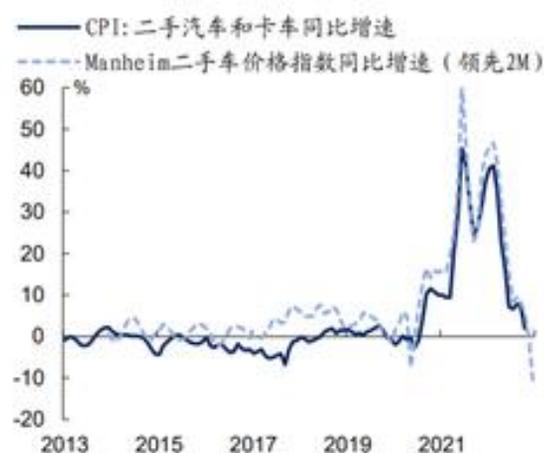
2) 通胀虽回落, 但通胀预期有所回升。10 月份美国 CPI 中, “负贡献”最大的一项是二手车价格指数。我们在《三个逻辑看美国通胀拐点》中曾经指出, 伴随全球加息共振, 实体商品价格仍有回落空间, 叠加去年同期存在的高基数效应, 美国通胀回落在“情理之中”。

然而, 下阶段通胀的核心逻辑在于回落速率以及下限, 取决于: ①房租价格能否松动、②薪酬通胀螺旋能否得到有效改善。

10 月份美国 CPI 回落至 7.7%, 仍处于历史较高水平。与此同时, 10 月份美国消费者通胀预期不降反升, 对于通胀加速回落而言并不是一个好的“信号”。因此, 我们认为美国通胀降温依旧“其修远兮”, 短期内不宜持太过乐观的态度。

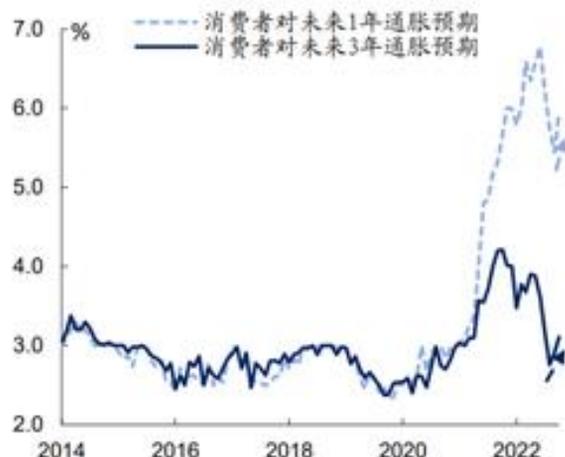
在就业市场和通胀问题没有得到实际解决的格局下，我们倾向认为，目前开始交易美联储转向，或许还为时尚早，在此之前，美债利率和美元或许还有“最后一程”。

图 6: 二手车价格指数



资料来源: Manheim, 国海证券研究所

图 7: 美国消费者通胀预期



资料来源: New York Fed, 国海证券研究所

2、美债利率仍有上行风险

美国 10 月份通胀数据公布后，美债利率一度回落至 3.69%。然而，我们认为，美债利率仍有回升风险：1) 从利差角度出发，当下美债利率存在对转向交易的“过度定价”；2) 当下美债市场存在三个不可忽视的尾部风险。

2.1

两组利差：利率再定价

1) 10 年期美债利率和政策利率利差。回溯 1990 年以来的历轮美联储加息周期，在美联储加息登顶前，10 年期美债利率难以和联邦基金目标

利率形成长时间、大幅度倒挂。

背后原因是，美国政策利率走廊中，隔夜逆回购利率为“下底”。对于符合美联储要求的货币基金或者商业银行而言，可以将资金通过隔夜逆回购存储在美联储账上。因而，对于机构来说，如果配置美债的回报率低于隔夜逆回购，则不如将资金“存放”在美联储。

实际上，现实中允许存在一定的“倒挂”现象，主要因为隔夜逆回购对每家机构存在上限要求，并且货币市场上并非所有参与者都有资格能参与隔夜逆回购，因此，历史上也存在10年期美债利率和隔夜逆回购出现小幅度倒挂的现象。目前，10年期美债利率，接近3.80%水平的隔夜逆回购利率，处于定价的“下沿”。

图 8：10 年期美债利率和联邦基金目标利率

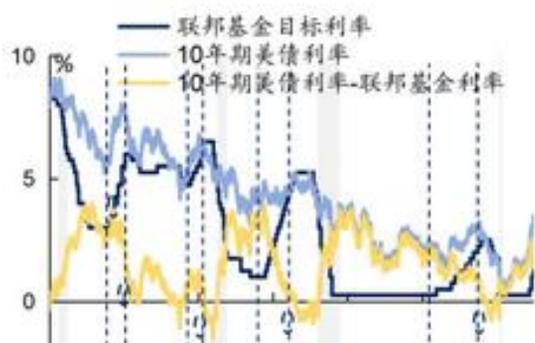
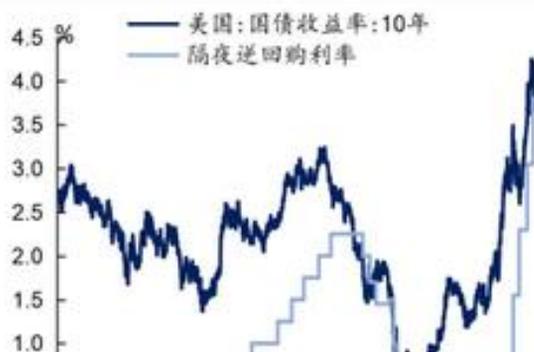


图 9：10 年期美债利率和隔夜逆回购利率



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_49263

