

国信期货宏观策略报告

宏观

美债收益率还能继续上涨吗？

2021年03月10日

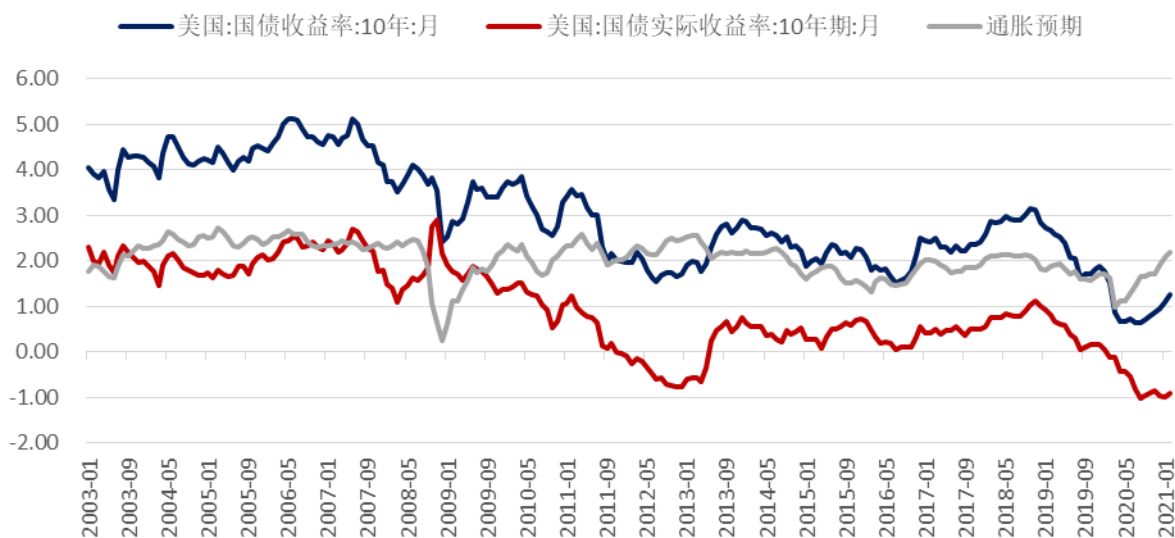
导读：近期美债利率的上行引起市场的广泛关注，本文试图通过拆解此轮美债利率上行的真实原因、对于未来美债利率走势的判断以及美债利率对于汇率和大宗商品的影响，这三个角度进行分析。我们认为在实际利率和真实通胀并没有出现大幅上行的前提下，此轮美债利率上行主要是受到了通胀预期的影响。短期来看美债利率有回落的可能，长期来看美债利率还是有一定上行的空间，但考虑到疫情的演变和传播还存在一定的不确定性，根据当前美国疫苗接种的速度来判断，我们认为美债实际利率最早或将在 2021 年 3 季度左右出现进一步的回升。对于汇率方面，中美利差回落的幅度短期并不会对美元和人民币的汇率产生拐点性的影响。大宗商品方面，美债利率的上行和大宗商品价格呈现较强的同向正相关性，但需要持续关注国内是否有出现收缩信贷周期以及去杠杆的可能性，如果流动性出现拐点，大宗商品市场或将承压。

正文：

一、此轮美债利率上行的真实原因

近期美债利率的上行引起市场的广泛关注，权益市场和大宗商品市场都受到了一定的影响。美债利率是由美国实际利率和通胀预期组成的。此轮美国 10 年期国债名义利率从 2020 年 8 月开始回升，但是我们发现美国实际利率并没有出现明显的上行，但是通胀预期的回升速度较快，且已经超过了美国国债利率上升的斜率，**所以此轮美债利率的上行主要是受到通胀预期的带动。**

图：美国国债收益率、实际收益率和美国通胀预期



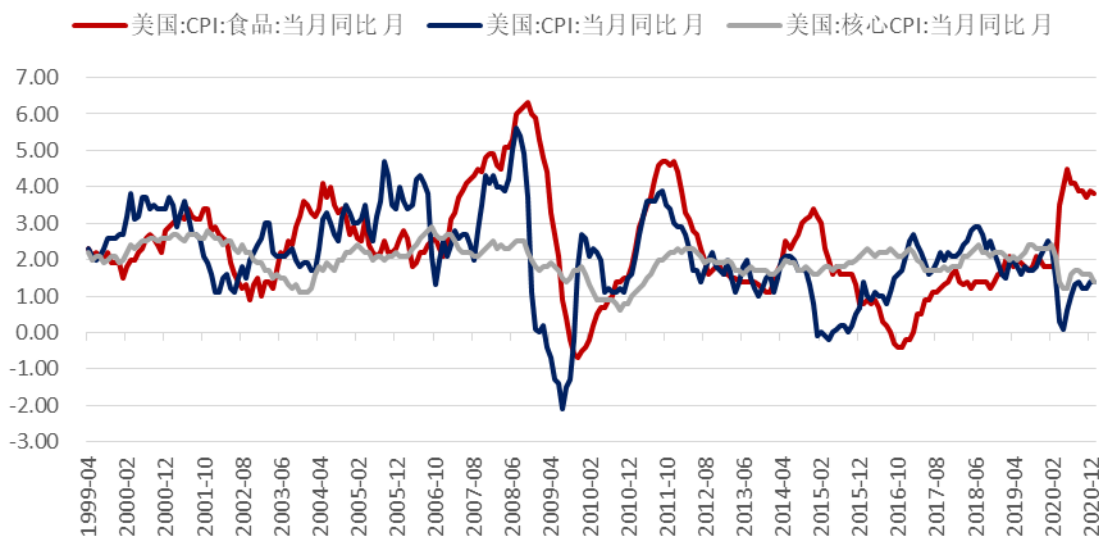
数据来源：wind 国信期货

通过拆分美国的通胀数据发现，当前美国通胀虽然进入了上升通道到达了 1.40，但主要是通过食品价格的带动，距离美联储的 2% 的通胀目标还有一定的距离，同时观察剔除能源和食品价格的美国核心 CPI，依然处于较低历史较低的区间甚至还出现了一定的回落，所以当前市场所认为的美联储的通胀升高，主要

是受到 2020 年基数较低的影响，当前美国通胀率只是回归至正常的区间，并没有出现过热的情况。

所以我认为，在当前美国实际利率和真实通胀并没有出现非常明显的回升的情况下，市场交易的是对于未来通胀的预期，此轮美债上行的过程中投机情绪对于美债利率的推动强于实体经济复苏进程。

图：美国的通胀是由食品价格带动的，核心 CPI 数据出现了一定回落的迹象



数据来源：wind 国信期货

二、美债利率未来还会继续上行吗

我们认为短期美债利率继续上行的可能不是很大，但是长期来看有一定上行的空间。主要有两个原因：

1、从短期来看，当前市场对于美国通胀预期的交易主要由 3 个部分组成，分别是对美国疫情后经济修复预期+1.9 万亿经济刺激落地+可能会落地的 2 万亿基建刺激计划，但值得注意的是短期内美国没有更多更强经济刺激政策落地的可能。换句话说，当前市场已经打满了通胀预期的交易情绪，在没有更多经济刺激政策落地的前提下，实体经济的真实利率和真实通胀也没有出现进一步的回升，短期通胀预期的回落或将成为一个确定性的事件，所以我们认为随着投机情绪和资金离场，短期美债利率回落的可能性较大。

2、从长期来看，美债利率还是有一定上行的空间，因为随着各项经济刺激政策的落地，以及美国需求的回补，美国经济进入修复扩张期，美债利率长期上行也将成为一个确定性的事件。但是从时间点上，需要考虑到美联储货币政策的连续性，美联储主席鲍威尔表示虽然当前随着疫情的控制以及疫苗的推进经济出现了一定的修复，但是从经济数据和就业数据来看，宽松的货币政策有持续的必要性。所以我们认为，虽然这场全球公共卫生危机出现了一定好转迹象，但是美国离实现就业和通胀预期目标还有一定距离，从这个角度来看，对于长期美债利率利好利空相抵，同时还要考虑到疫情的演变和传播还存在一定的不确定性，根据当前美国疫苗接种的速度来判断，我们认为美债实际利率最早或将在 2021 年 3 季度左右出现进一步的回升。

三、美债利率上行对于外汇以及大宗商品市场的影响

美债利率上行对于汇率的影响：2020 年整体外汇市场呈现的美元弱人民币强的格局，其根本原因是美货币政策不同步带来的中美利差的扩大。当前来看，由于美债利率的上行，当前中美利差已经从 2020 年 265bp 回落到 165bp，回落幅度超过 100bp，但是中美利差的舒适中枢在 122bp 左右。所以虽然当前中美利差出现了一定的回落，但是这个回落的幅度短期并不会对美元和人民币的汇率产生拐点性的影响。

图：中美利差已经从 265bp 回落到 165bp



数据来源：wind 国信期货

对于美元和人民币的走势来看，在美债利率或将回落以及美联储货币政策没有发生方向性改变的情况下，二季度美元指数大概率是弱势震荡的走势，并没有强势上攻的基础。人民币汇率方面，当前国内的货币政策依然是稳健为主，不会短缺也不会出现大水满贯的情况，在出口保持强势以及货币政策不转急弯的前提下，二季度人民币汇率或将维持在 6.4-6.5 的区间内波动。

图：中美利差已经从 265bp 回落到 165bp



数据来源：wind 国信期货

美债利率上行对于大宗商品的影响：对于当前大宗商品市场，我们认为整体的宏观环境和 2009 年较为相似，即全球流动性处于较为充裕的状态，同时弱美元以及强原油给予了大宗商品市场上涨的充分条件，同时从必要条件来看，欧美国家当前的社会库存回落至 2008 年金融危机以来的新低，国内的需求侧改革也表明 2021 年内需方面或将存在一些确定性的机会，外需和内需的回升或将带来大宗商品新一轮的主动补库存。所以从充分性和必要性的角度来看，2021 年大宗商品牛市的基础是存在的。同时由于美债利率和大宗商品都在一定程度都属于可以长期储存的“商品”，隐含着一定的长端利率，所以美债利率和大宗商

品之间存在着较强的同向相关性，美债利率的上行会更加助推大宗商品价格的上行，但即使美债短期可能会出现回落，由于大宗商品上行的充分和必要条件并没有改变，所以大宗商品的牛市格局短期内也不会出现方向性的调整。

图：大宗商品指数和美债利率的上行存在的较强的同向相关性



数据来源: wind 国信期货

但是有一点需要投资者注意，即使当前国内的货币政策和财政政策虽然没有出现方向性的改变，但是流动性最宽松的时候已经过去，同时我们注意到，根据国家资产负债表研究中心出具的 2020 年中国宏观杠杆率显示，2017-2019 年，央行运用 3 年的时间将宏观杠杆率从 160.4 降至 151.9，但是由于 2020 年的疫情以及企业债暴雷的原因，2020 年一年企业部门的杠杆又从 151.9 上升至 162.3，大幅超过了国际警戒线 90，由于企业杠杆上升速度过快以及过高的企业部门杠杆会伤害实体经济，所以需要持续观察 2021 年央行是否会有去杠杆的倾向。观察我国 2017 年去杠杆的经验，主要是运用了“三紧”策略，通过在货币、财政、监管方面金融和债务方面的管理，引导债务周期向健康的方向调整。所以未来需要持续关注社融增速和 M2 的增速的数据，如果出现社融增速小于 M2 增速的情况，则需要警惕是否有出现收缩信贷周期以及去杠杆的可能性。如果在去杠杆的过程中信贷周期出现了紧缩的迹象，大宗商品或将承压。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766-6624

邮箱：15228@guosen.com.cn

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。