

市场“鹰派”预期太足，警惕美债收益率短期回落

宝城期货金融研究所 程小勇

2022 年 1 月，全球金融市场剧烈动荡，这与一个关键因素美元利率有很大的关系。从当前利率市场展望来看，金融市场尤其是美股正为美联储加快 Taper、提早加息和缩表在定价。对于美债而言，未来走势如何演绎呢？

短期美债收益率可能涨势暂歇

对于美债市场而言，1 月份美联储议息会议即将到来，短期市场已经充分反应加快 Taper 和提早在 3 月加息的预期，一旦美联储议息会议释放出的“鹰派”的信号不及预期，那么 2 年期美债和 10 年期美债收益率可能高位回落，但是中期还将继续上行。

图为 2 年期和 10 年期美债收益率



首先市场已经充分反映出“鹰派”的预期。美联储 1 月会议临近，官员们对于年末通胀率将会像预期一般跌至 3% 以下信心不足，已经开始表示，或许需要比预期更快加息。本月，多位官员提出了在 3 月份加息的可能性，且今年有可能需要加息四次，甚至五次。纽约联储行长表示，鉴于当前就业市场非常强劲，美联储正在接近做出逐步加息的决定。旧金山联储行长称美联储必须调整货币政策以遏制通胀。费城联储银行行长 Patrick Harker 表示，如果通胀不受到控制，我也可能会赞成加息四次。

其次，市场担心快速紧缩导致美国经济受损。在美联储频频释放鹰派预期之际，美国经济指标也在走弱，疫情、供应链问题和货币紧缩给美国经济增长前景埋下了隐患。从公布的经济数据来看，去年 12 月，受原材料和劳动力短缺影响，美国制造业产值意外下降。此外，美国去年 12 月零售销售创 10 个月最大降幅，环比下降 1.9%，而 11 月为上升 0.2%，且 1 月初消费者信心指数低于预期。另外，美联储发布的一份报告显示，去年 12 月制造业产出减少 0.3%。12 月核心零售销售骤降 3.1%。

再次，市场认为美股暴跌可能是的美联储紧缩节奏会放缓。回顾 2018 年美联储货币紧缩导致美股暴跌 20%，随后美联储迅速暂停加息，并暗示可以放弃“缩表”，投资者信心获得提振，美股大幅反弹。

中期美债收益率升幅可能超预期

1 月 5 日，美联储发布的 2021 年 12 月 15 日 FOMC 货币政策会议的纪要显示，官员们的货币政策建议实现了较大幅度的鹰派转向，具体表现为可能更早或者更快地加息，以及开始缩表的时间早于预期，且更接近首次加息之后不久就进行。美联储转向鹰派，即将开启货

币政策正常化进程。而缩表将导致准备金的储备水平下降，货币市场利率可能出现潜在上行压力。

首先，此前流动性过于宽松导致美债收益率压至过低水平。从美联储隔夜逆回购这个工具来看，隔夜逆回购工具的每日使用量从 2021 年 3 月上旬的不到 10 亿美元增加到 2021 年 12 月 31 日的仅略低于 2 万亿美元。隔夜逆回购由美联储的对手方发起，美联储通过向对手方出售美国国债和抵押支持债券（MBS），到期再购回，这可以使得美联储在短期内迅速吸收那些来自于银行体系之外的超额流动性。一旦美联储加快 Taper、提前加息或者提前缩表，那么 EFFR 会逐渐向 IORB 靠拢，隔夜逆回购工具使用率会下降，银行在美联储存款准备金会不断扩张，从而达到货币紧缩的目的。

其次，美国通胀压力短期很难明显缓解，这决定了美联储加息或缩表进程会远快于 14-19 年。数据显示，疫情之下，美国食品零售系统面临的压力有增无减。在四十年新高的通胀背后，是美国劳动市场因奥密克戎疫情蔓延而造成的人员缺勤，而这种影响正在从上游生产商扩大到下游零售商。值得注意的是，相比起供应链瓶颈，美联储或将更关注工资—物价螺旋式上涨风险。若认定“充分就业”及“通胀”高企，加息及缩表自然“水到渠成”。当前通胀压力远超过 2018 年，因此不会出现类似于 2018 年因美股暴跌而提前结束缩表的情况。

再次，美股暴跌不大可能引发金融危机，最严重的情况重演 2000 年互联网泡沫破灭。与之对比的是，美联储和美国政府更担心的应该是重演类似于上个世纪 70 年代滞涨的风险。从美国银行业来看，资本充足率较高和不良贷款偏低，抗风险能力可能较 2000 年互联网泡沫破灭时和 2008 年金融危机时要强很大，这在一定程度上降低一旦美股泡沫磨灭对金融系统的冲击。据世界银行发布的数据，截止 2020 年，美国商业银行资本与资产比率为 11.02%，07 年次贷危机时为 10.3%，08 年金融危机后基于《巴塞尔协议III》和《多德-弗兰克法案》，监管对美国商业银行在资本充足率、杠杆率方面都提出了更高的要求，2010 年资本与资产比率一度提升至 12.74%，稍后逐步回落，但稳定在 11% 以上。与此同时，2020 年美国商业银行不良贷款率为 1.07%，较 18 年和 19 年有所回升，但远低于 08 年金融危机时的 2.97%。

我们比较赞同高盛的观点，在缩表方面，除了启动时间可能更早之外，进程较 14-19 年更快。此轮每月的缩减规模上限预计将达到 1000 亿美元，其中包括 600 亿美元国债和 400 亿美元抵押贷款支持债券（MBS），期间可能会有一个短暂的加速期。

因此，我们认为短期美债收益率上升可能由于 1 月美联储释放的“鹰派”信号不及预期而出现回落，美股跌势也可能暂时放缓，但是中期来看通胀的压力（尤其是滞涨）风险远超过美股暴跌带来的金融危机或经济下行风险，10 年期美债收益率有望突破 2%。投资者可以运用芝商所微型国债期货合约作风险部署和捕捉投资机会，短期来看可以捕捉美债超跌反弹的机会，中期通过持有美债期货合约空头对冲中期利率向上突破的风险。