

# 复苏趋势尚在，缩减终将来临

## ——2021下半年海外债市环境展望

证券分析师：孟祥娟 A0230511090004  
彭子恒 A0230519100004

2021.7.9



- **经济复苏节奏存在不确定性，但改善方向确立：**当前全球经济复苏前景仍然受疫情风险、疫苗推广等因素影响较大，但我们仍然看好下半年边际改善趋势：全球制造业景气周期上行，美欧疫苗推广较快继续利好服务业改善，房地产市场繁荣大概率延续，由此看海外经济复苏并不会在二季度戛然而止。
- **10Y美债收益率中期内仍然趋于上行：**美债隐含通胀预期在二季度冲高回落，但其走势与市场调查预期、实际通胀走势存在背离，若下半年通胀价格持续高位可能带动通胀预期二次发酵；实际利率在一季度上冲后再度震荡回落，但距离疫情后低点已经相差不多，基本面持续修复仍将形成推动。
- **下半年美债供需格局略有不同：**二季度内美债供需格局对收益率震荡下行影响较大：供给端财政支出回落、美债发行趋于平稳，需求端流动性维持宽松、海外需求反弹。7月内TGA存量仍需压降约4000亿，对应短期宽松格局延续，同时三季度整体供给压力将小幅回升，8月后美债供需格局相对趋紧。
- **货币政策收紧信号终来临：**由于就业修复并不快，短期内美联储可能更多采取观望及试探态度，但下半年货币边际收紧信号仍将逐步释放，与此同时联储正不断提高对资产价格泡沫、通胀风险的重视程度
- **美债观点：继续维持10Y美债收益率年内看到2%观点不变。**下半年美债格局：经济基本面延续改善+供需格局趋于平稳，风险整体趋于上行；尤其关注通胀维持高位带动的通胀预期二次发酵以及财政增量落地对美债的推动。

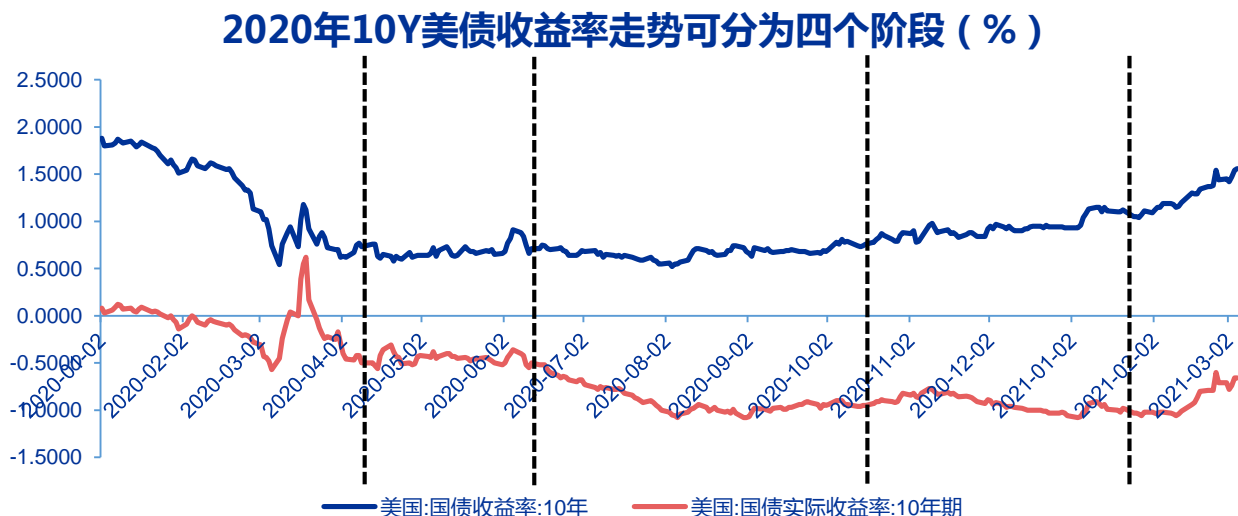
# 主要内容

---

1. 上半年美债复盘
2. 海外经济修复及高通胀是否延续？
3. 供需角度看下半年美债格局
4. 货币展望：缩减信号终来临

## 1.1 新冠疫情后2020年美债走势回顾

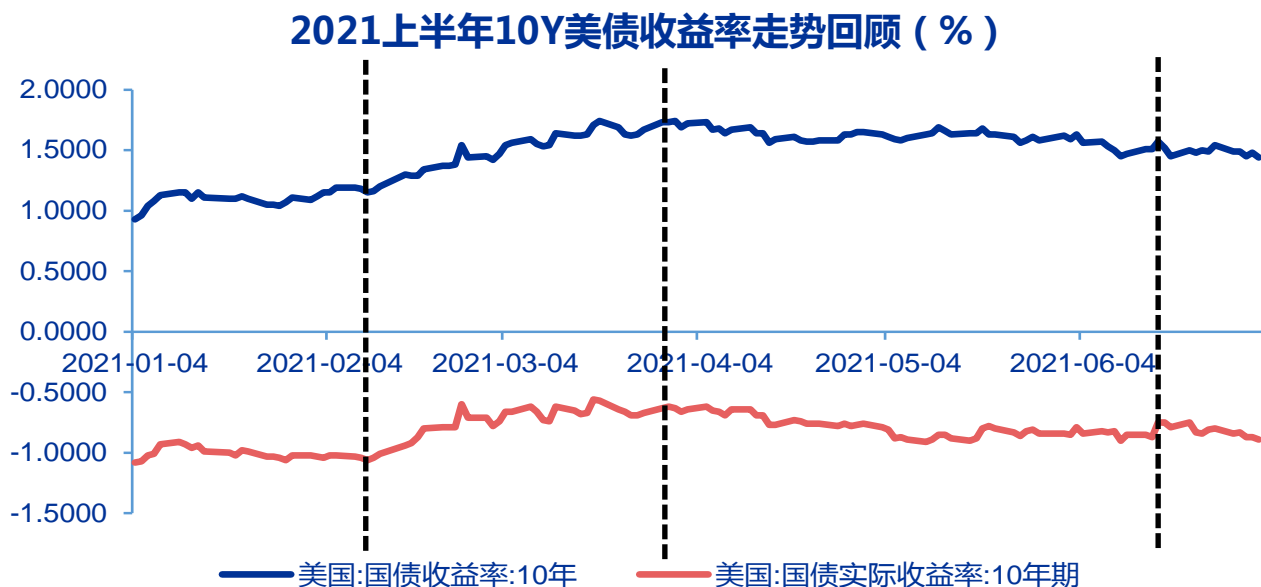
- 20年4-5月海外疫情暂时性趋于平稳，美欧推出大规模财政救助并逐步开启复工，实际利率及通胀预期相对走平，对应10Y美债降幅趋缓；
- 20年6-10月：第二轮疫情叠加抗议运动爆发，实际利率再次走低，不过前期救助政策带动消费及通胀指标反弹，10Y美债在0.7%波动；
- 20年11-21年1月：美国大选尘埃落定、民主党横扫，财政刺激+疫苗推进，但冬季疫情再度恶化带动实际利率磨底，10Y美债逐步上探1%关口；



资料来源：wind，申万宏源研究

## 1.1 2021年美债走势回顾

- 21年2-3月：拜登1.9万亿落地、疫情好转、油价飙升、美联储首提Taper，通胀预期小幅上行+实际利率快速抬升助推10Y美债快速上冲1.6%。
- 21年4-5月：疫情仍有反复、经济复苏平稳、货币政策收紧预期弱化，通胀预期冲高回落+实际利率震荡下行带动美债阶段性盘整
- 21年6月：基建计划推进弱于预期、大宗价格回落，通胀预期震荡偏弱，10Y美债中枢跌破1.5%

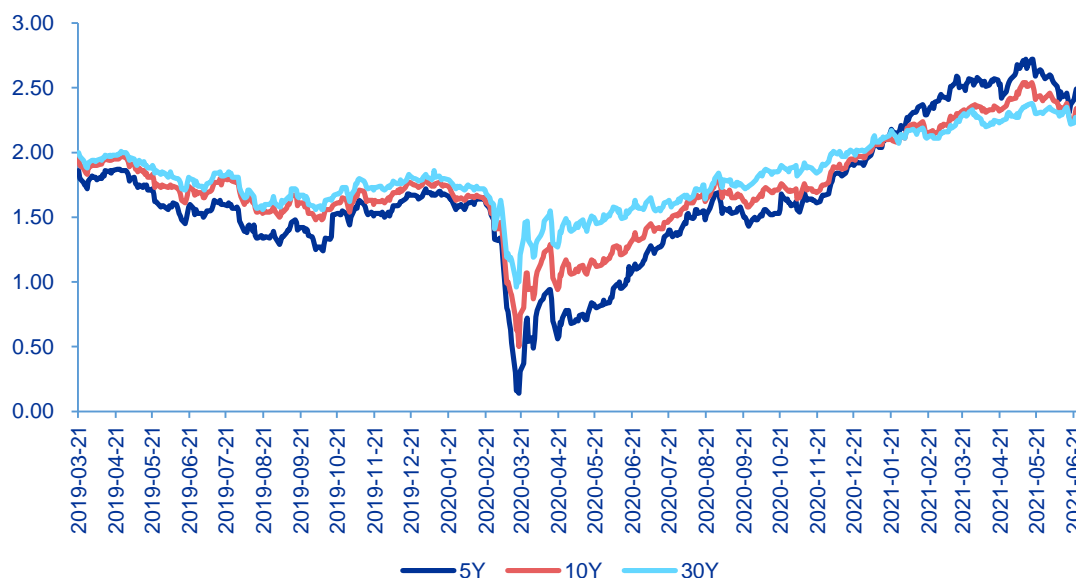


资料来源：wind，申万宏源研究

## 1.1 通胀预期自6月起冲高回落，偏短期下行更快

- 其实自新冠肺炎疫情爆发以来，美债中长端隐含通胀预期上行节奏相对平稳，一直是带动美债收益率回升的主要驱动因素
- 但21年6月以来隐含通胀预期冲高回落，其中5Y对应通胀预期下行更快、30Y对应通胀预期相对平稳，前期倒挂现象有所弱化，可见海外市场更加认可当前通胀压力高企为“暂时性”的判断

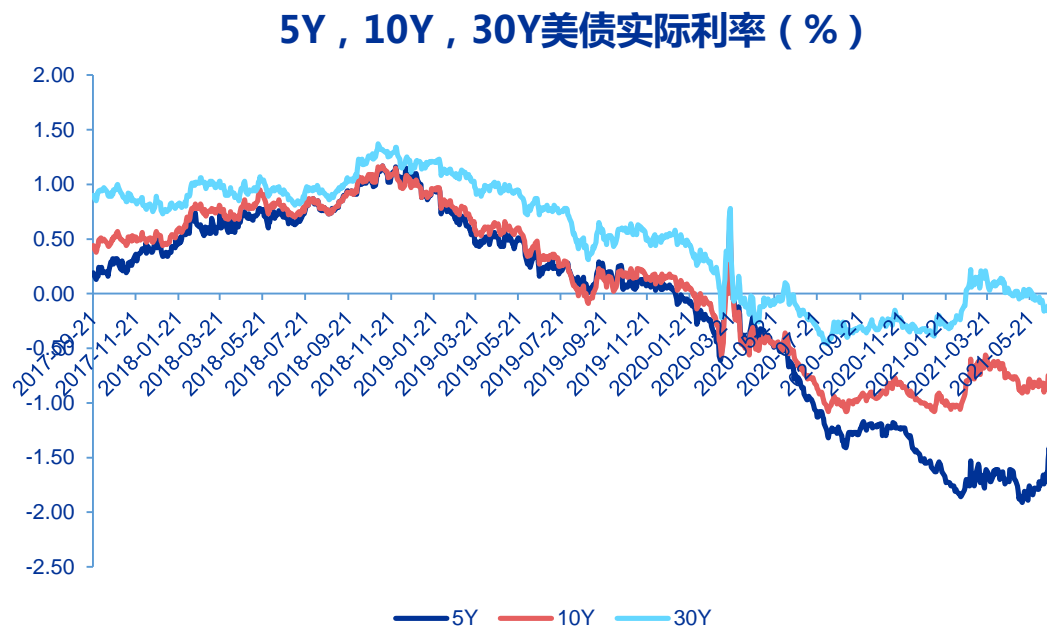
5Y，10Y，30Y隐含通胀预期（%）



资料来源：wind，申万宏源研究

## 1.1 实际利率在一季度上冲之后维持低位震荡

- 2-3月期间多重因素叠加带动实际利率较快上冲：美联储首度提及缩减购债、美英等国快速推广疫苗、发达国家疫情风险有所下行、经济复苏势头渐显
- 但为何自4月起实际利率再度显著回落？美联储坚定鸽派平复市场预期，流动性过度宽松整体压低利率，同时疫情风险仍未完全消除



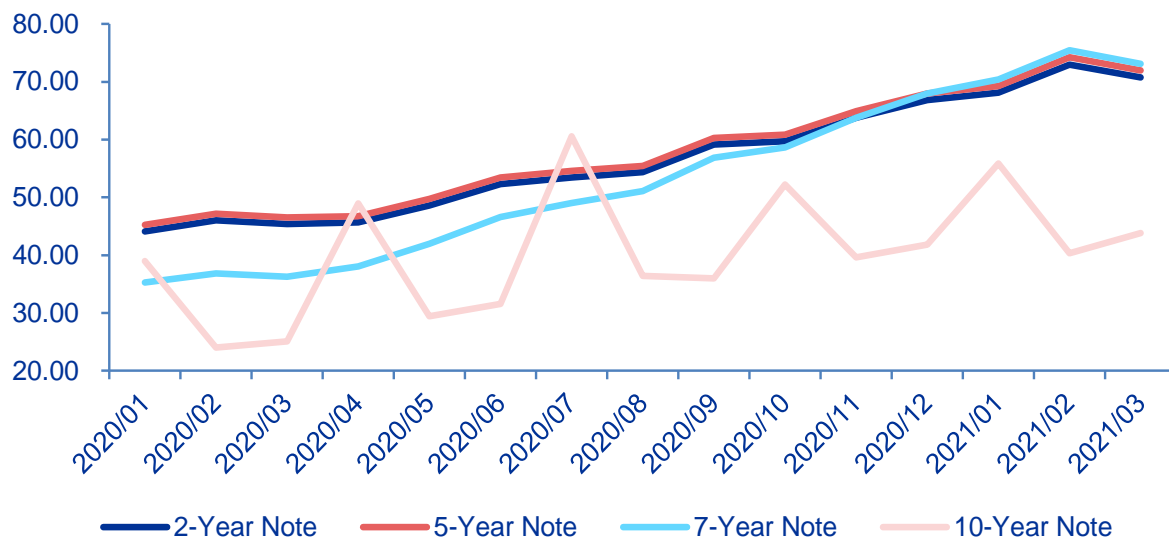
资料来源：wind，申万宏源研究



## 1.2 供需复盘：供给自3月起趋于平稳

- 自新冠肺炎疫情爆发以来，“货币宽松+积极财政”的政策组合使得美债发行量持续抬升；2021年2月中长期美债供应创历史新高，同期内中长端美债收益率快速飙升，期限利差显著走阔，由此可见供给端因素对美债走势具备一定解释效力；不过自3月起美债发行整体平稳，供需矛盾缓和，利率上行压力由此显著缓解

关键期限美债发行量在3月后边际企稳（十亿美元）



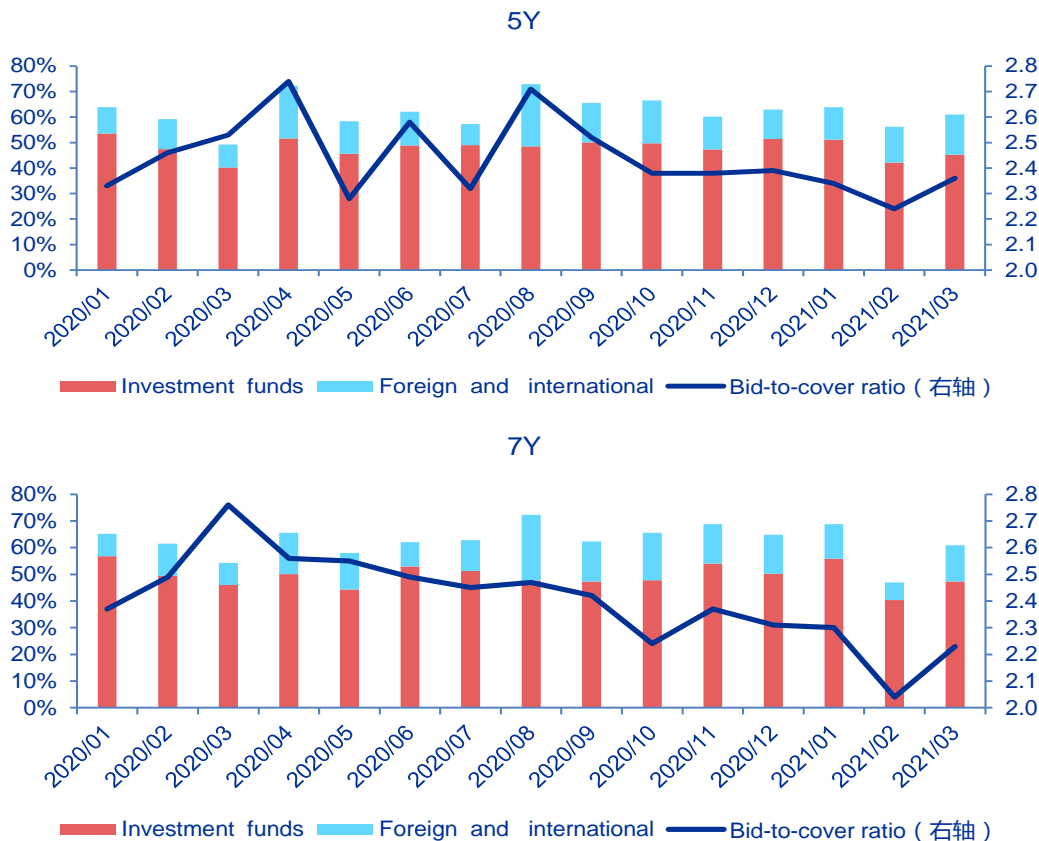
资料来源：wind，申万宏源研究



## 1.2 供需复盘：认购倍数回弹印证供需矛盾缓和

- 2月时5/7年期美债投标倍数大幅下行创2020年以来新低，但3月以来流动性紧张状况有所改善

2月时5/7年期美债发行投标倍数创新低，3月已基本修复至前期中枢

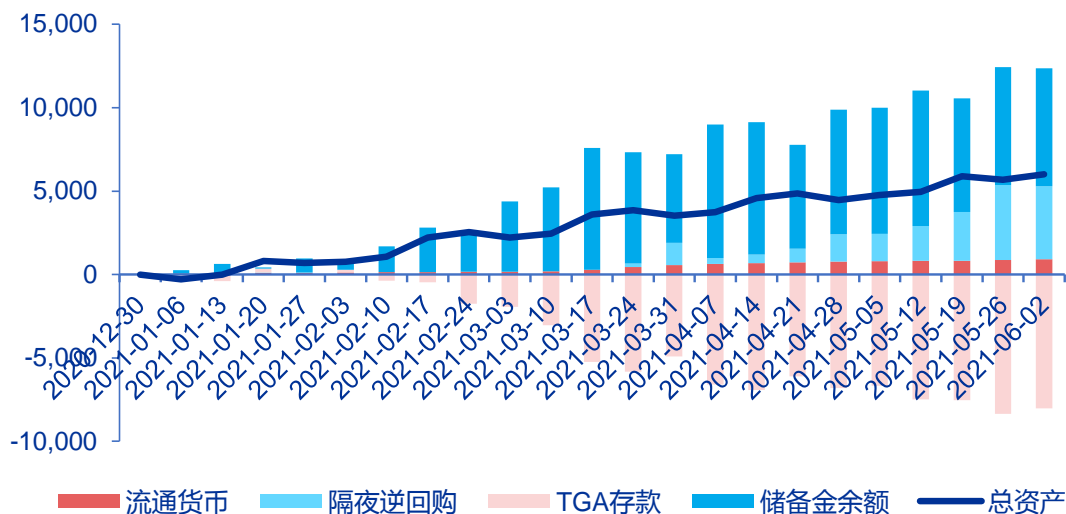


资料来源：wind，申万宏源研究

## 1.2 供需复盘：流动性宽松持续利好美债

- 从需求端看，2021年以来美联储维持整体扩表节奏，同时叠加负债端TGA“泄洪”，由此导致流动性集中释放；不过另一方面，美国财政支出端在3月后相对弱化，整体流动性充分宽松
- 尽管美联储维持QE节奏不变、同时TGA资金开始释放，但大量流动性并未涌入实体，而是向准备金及隔夜逆回购两大科目聚集

自2021年年初以来美联储主要科目累计变动情况（亿美元）

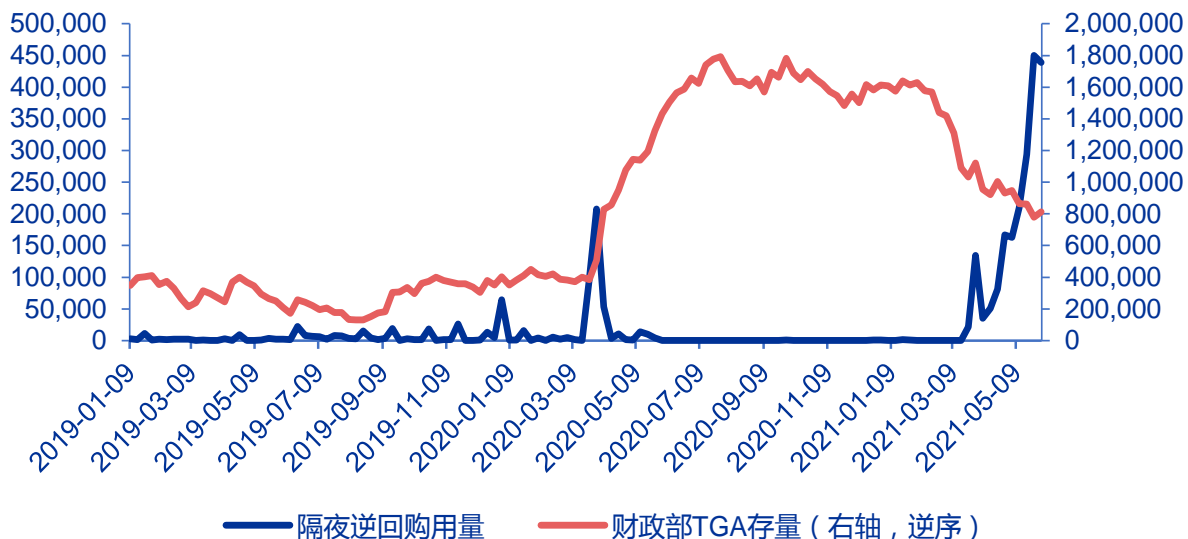


资料来源：wind，申万宏源研究

## 1.2 供需复盘：隔夜逆回购飙升对应流动性过剩

- 而作为观测流动性的重要指标——美联储隔夜逆回购工具用量在4月以来持续上行，在5月底每日用量超过4000亿美元，一度创下金融危机后新高
- 自2月中旬以来TGA存量快速压降，而隔夜逆回购用量自3月以来快速提升，两者相关度较高

2021年2-4月TGA存量快速压降，对应隔夜逆回购规模快速提升（百万美元）

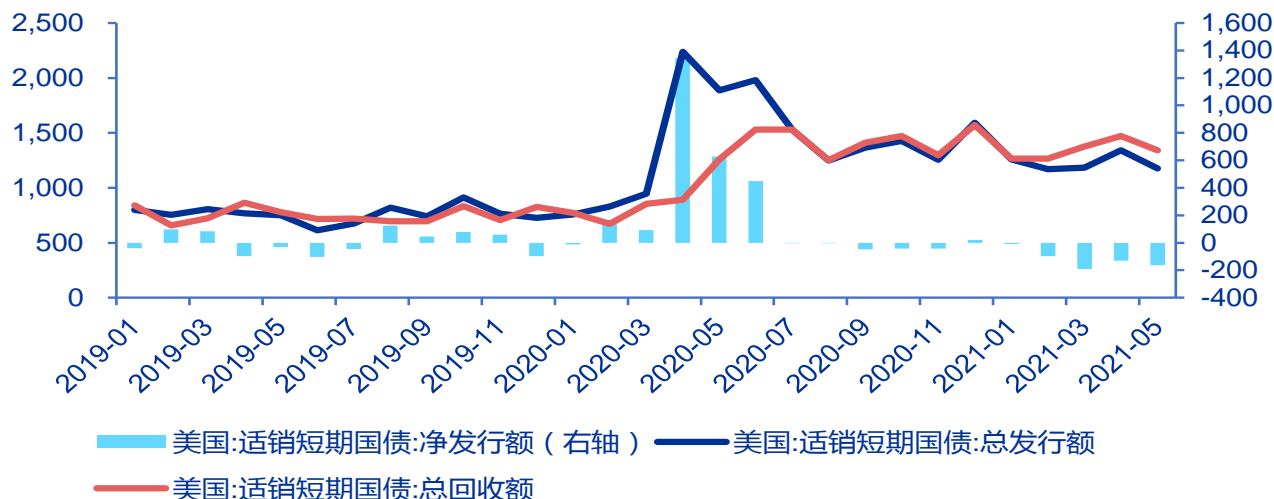


资料来源：wind，申万宏源研究

## 1.2 供需复盘：短端美债供需失衡持续逼近零利率

- 从历史经验看，在美联储快速扩表、资金面宽松的环境下，短期美债发行量及净发行量都会显著提升，例如在2020年4-6月短期美债净发行为2.4万亿，由此成为了短期流动性的蓄水池
- 但2021年以来短期美债净融资持续为负，同时又叠加了资金面宽松、支出节奏放缓的背景，其结果必然是二级市场端短端美债收益率被不断压低、超短期美债收益率多次逼近零利率

3-5月短期美债净发行量显著为负，供需矛盾凸显（十亿美元）



资料来源：wind，申万宏源研究

## 1.3 大势研判：结合货币、财政及经济的三重视角

- 下半年实际利率主要看经济复苏进展、货币政策预期，短期而言就业修复节奏、经济放开程度可能是最核心变量，同时需关注疫情风险反复的潜在冲击
- 通胀预期端关注财政增量、落地节奏，以及实际通胀水平居高不下带动的通胀预期二次发酵
- 货币政策端关注美联储操作：释放Taper信号的渐进过程，“虽迟但到”

# 主要内容

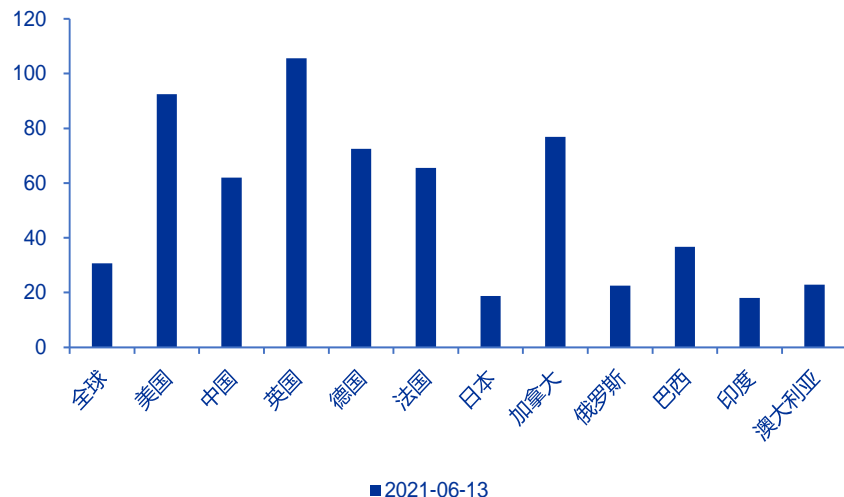
---

1. 上半年美债复盘
2. 海外经济修复及高通胀是否延续？
3. 供需角度看下半年美债格局
4. 货币展望：缩减信号终来临

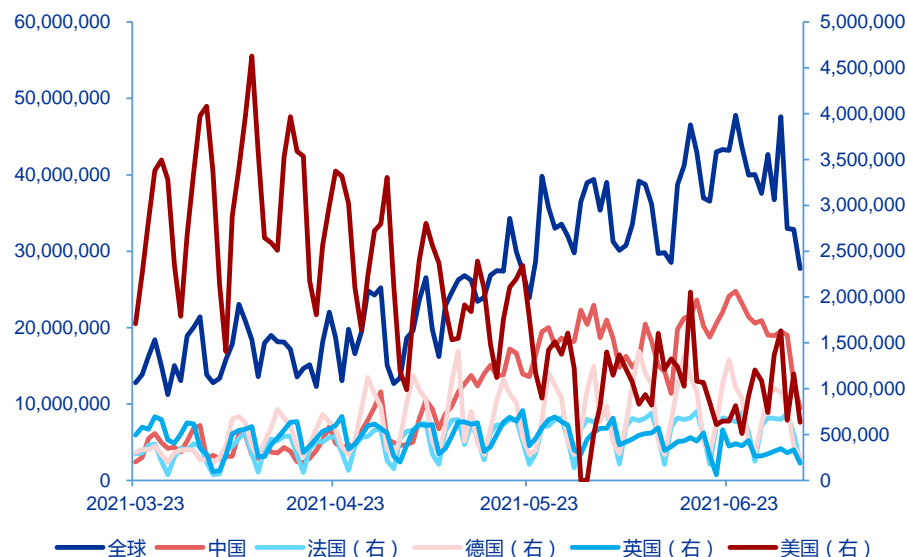
## 2.1 海外总览：发达国家疫苗推广仍然领先

- 发达国家显著领先，美英推广最快，接种率达50%；新兴市场仍显著滞后
- 美欧日均注射量高峰已过，中国日均注射量在4-5月快速抬升，6月回落；全球整体疫苗注射量见顶

全球及主要国家当前每百人疫苗注射量（剂次）



全球及主要国家每日注射量（剂次）



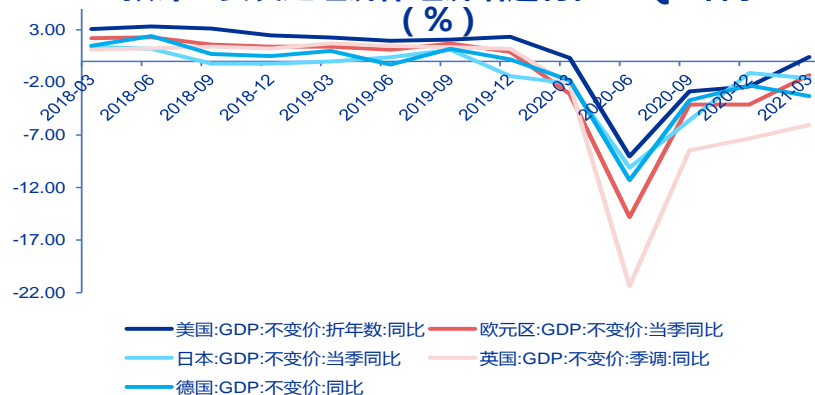
资料来源: wind，申万宏源研究



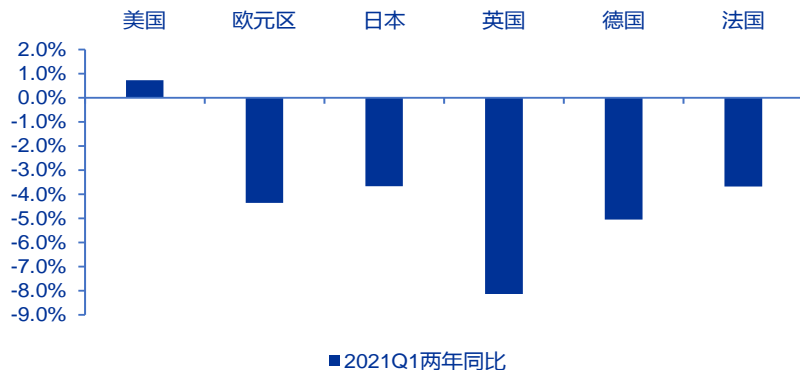
## 2.1 海外总览：Q2为同比高点，但全年改善空间仍在

- 21Q2为海外经济增速高点，美国及欧元区修复相对较快，英国受疫情拖累较多
- 根据IMF预测2022年发达经济体增速显著回落但有望维持偏强，2023后回归至2%以下趋势水平

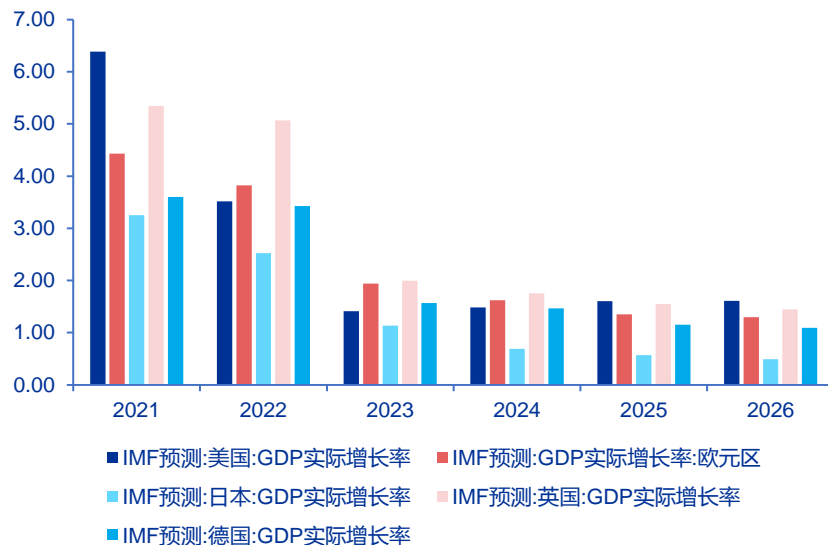
预计主要发达经济体经济增速将在21Q2冲高



21Q1美国经济修复显著优于欧元区 (%)



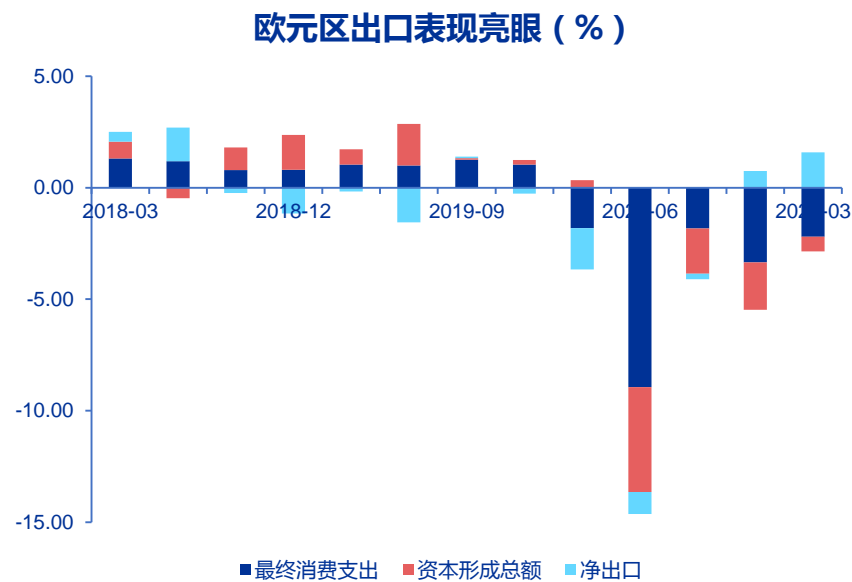
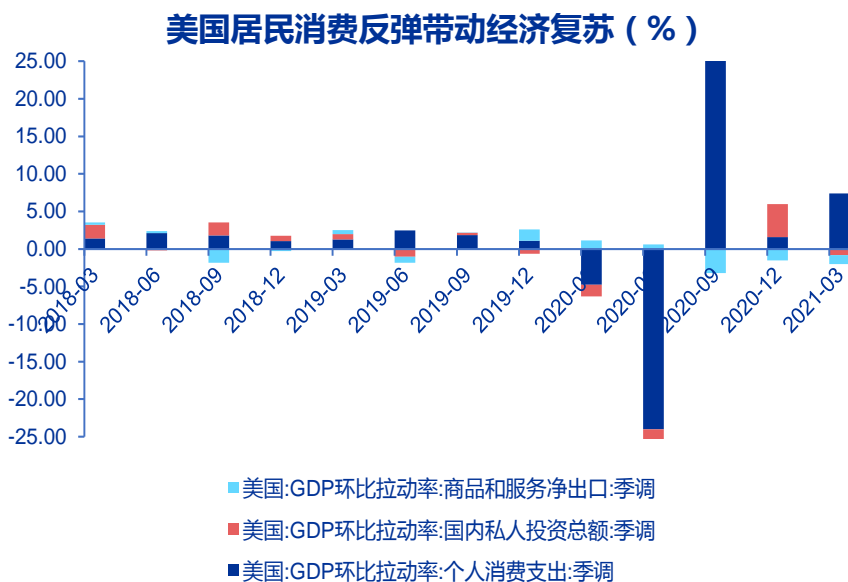
IMF预测2022年美欧国家仍有望维持增长韧性 (%)



资料来源: wind , 申万宏源研究

## 2.1 海外总览：美国复苏领先于欧洲

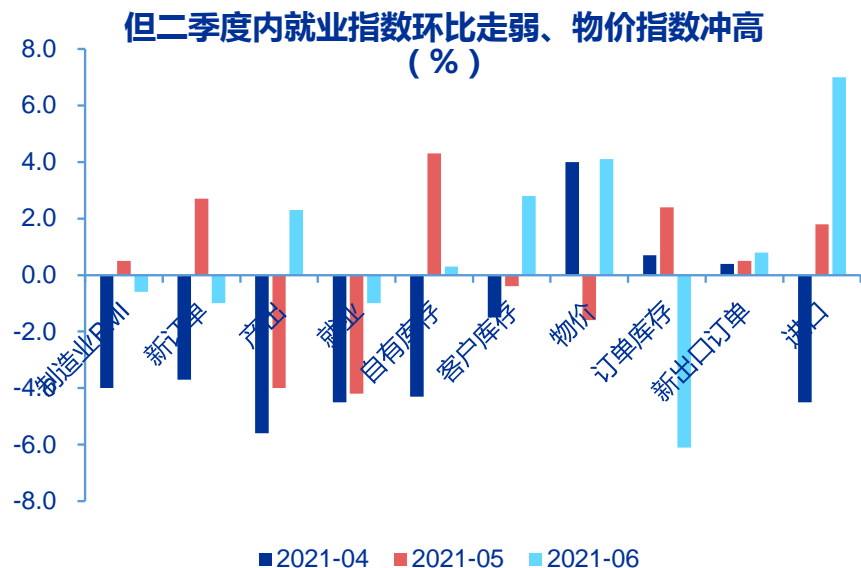
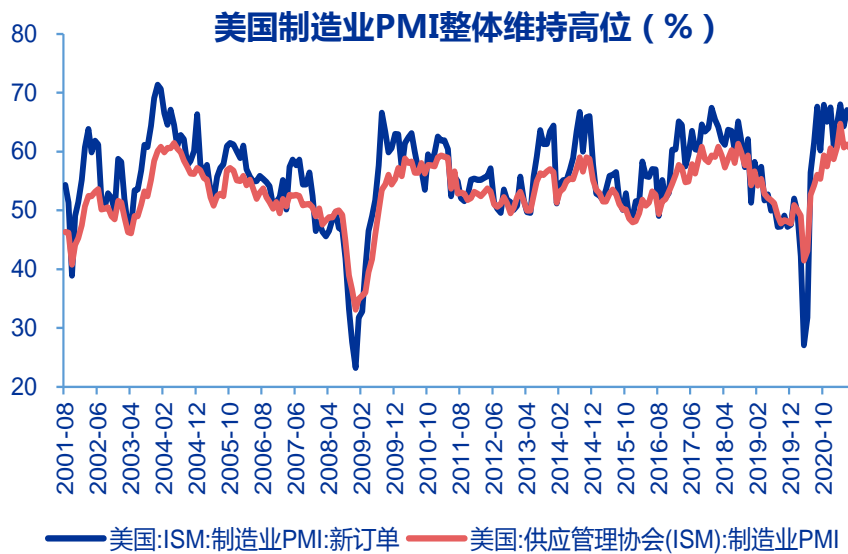
- **美国：消费需求反弹仍然是核心推动，多轮次财政救助政策效果显著；20Q4补库带动较大，但在21Q1已经有所弱化；净出口持续成为拖累**
- **欧元区：截止21Q1消费端仍然偏弱，投资端表现同样弱于美国，亮点在于出口端；制造业景气高位上行，贸易需求复苏带动净出口贡献为正**
- **未来关注：服务消费端复苏空间仍然存在，但受制于货币环境在中期内趋于收紧，投资表现不会过热**



资料来源: wind，申万宏源研究

## 2.2 二季度哪些结构性因素发生转变？

- 制造业：景气维持高位，需求复苏、经济放开、全球补库周期都存在推动
- 但PMI分项数据存在隐忧：二季度内就业指数连续3月环比走低，印证制造业就业增加节奏放缓，与非农数据中趋势一致；物价指数继续大幅冲高，对应采购成本持续上行
- 综合而言，制造业边际实际复苏仍远未完成

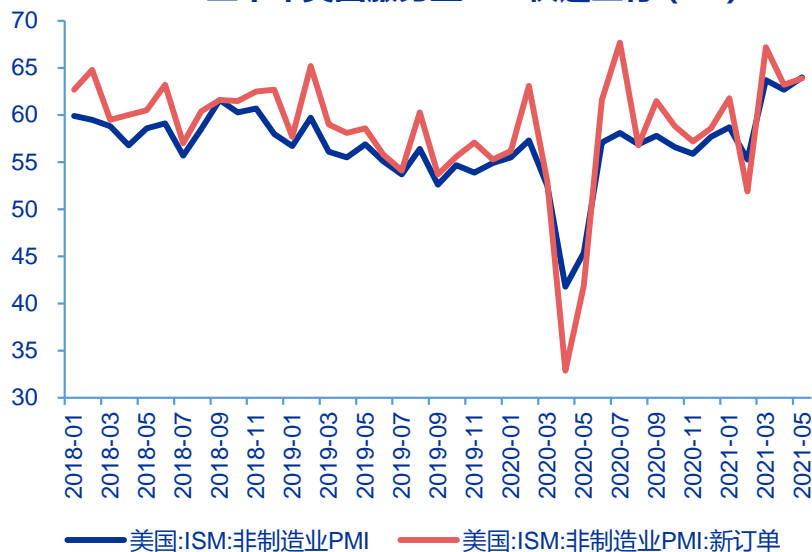


资料来源：申万宏源研究，wind

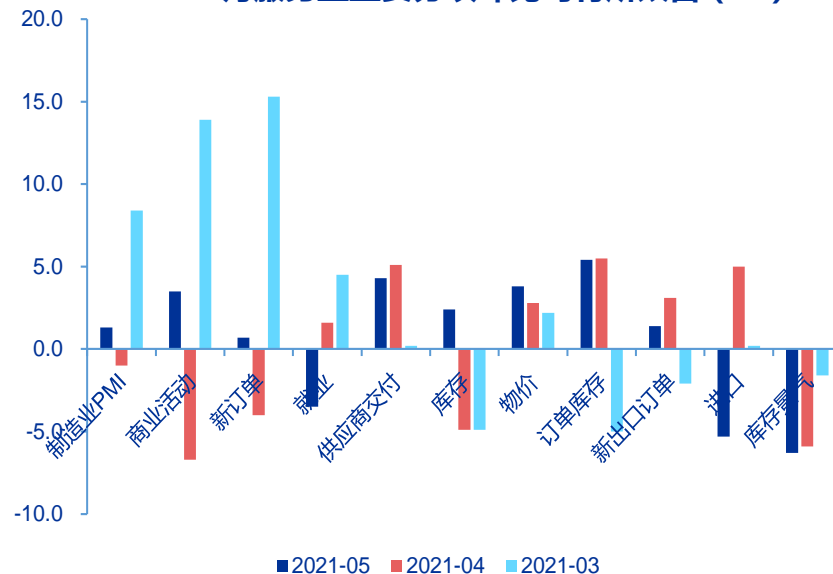
## 2.2 二季度哪些结构性因素发生转变？

- **服务业：加速改善是二季度经济复苏的主要推动；疫苗推进进展与疫情扩散风险（变异毒株）是最为核心的影响因素，与此同时财政刺激政策**
- **二季度PMI分项显示服务业就业持续改善，同样与非农趋势一致；不过6月最新数据显示改善节奏有所放缓**
- **在当前环境下，仍然需关注服务价格持续上行对通胀的影响**

2021上半年美国服务业PMI快速上行（%）



3-5月服务业主要分项环比均有所改善（%）

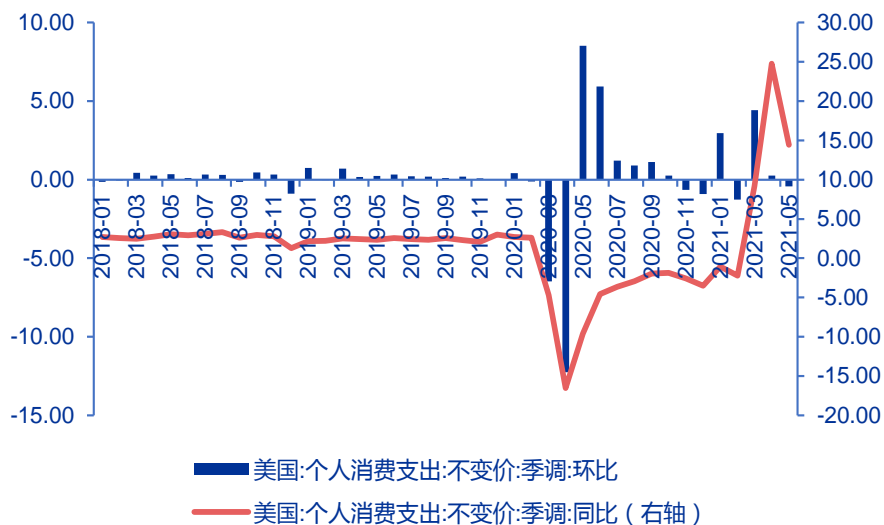


资料来源：申万宏源研究，wind

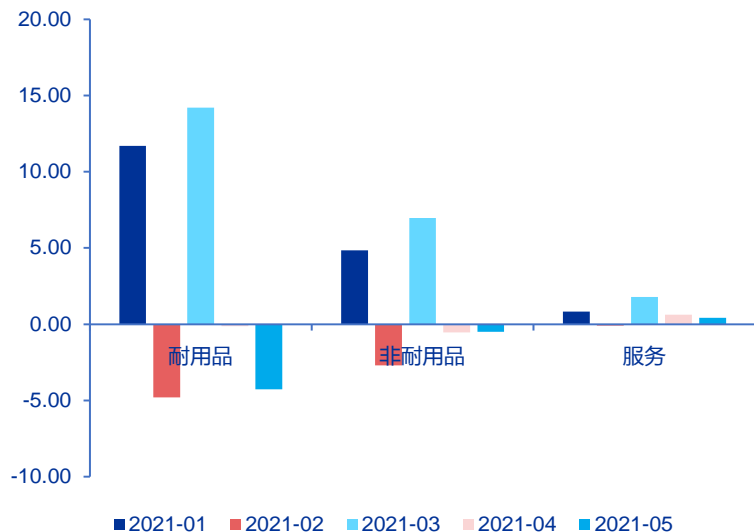
## 2.2 二季度哪些结构性因素发生转变？

- **消费：二季度美国居民消费环比增速转负，财政刺激高峰带动效应弱化**
- **居民消费节奏放缓，尤其是耐用品类：特殊消费场景减少，而服务消费供给增加较慢形成阻碍**
- **服务消费环比增速持续低位，自5月以来的经济放开对于服务消费的正向推动仍有待观察**

二季度美国居民消费支出环比增速显著放缓（%）



二季度美国居民耐用品支出环比增速显著放缓（%）



资料来源：申万宏源研究，wind

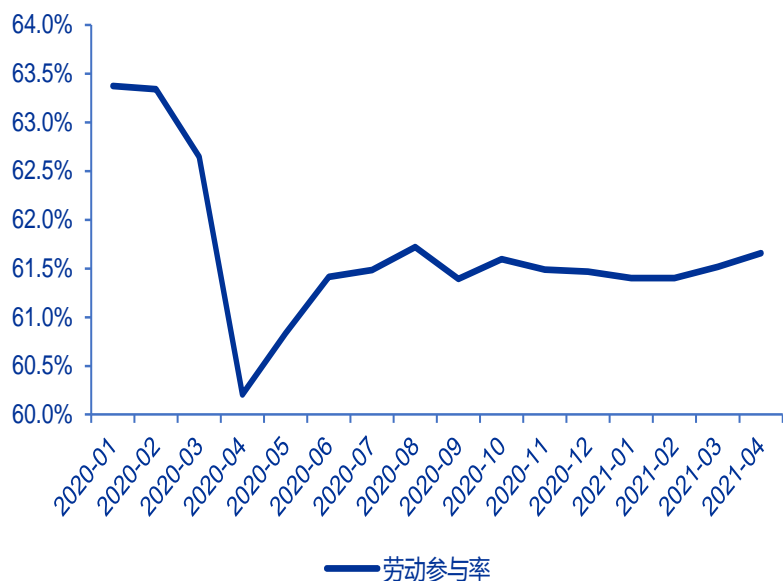
## 2.2 二季度哪些结构性因素发生转变？

- 就业：实际改善幅度不及预期，前期高财政救助对低收入人群回归形成抑制
- 20年12月-1月，21年3-4月都对应了美国财政救助集中发放，同期内非农就业增量均相对低迷
- 劳动参与率修复仍然较慢，距离疫情前仍有2%（约400万人）缺口

补贴集中发放后往往对应非农就业增量回落



美国劳动参与率修复较慢

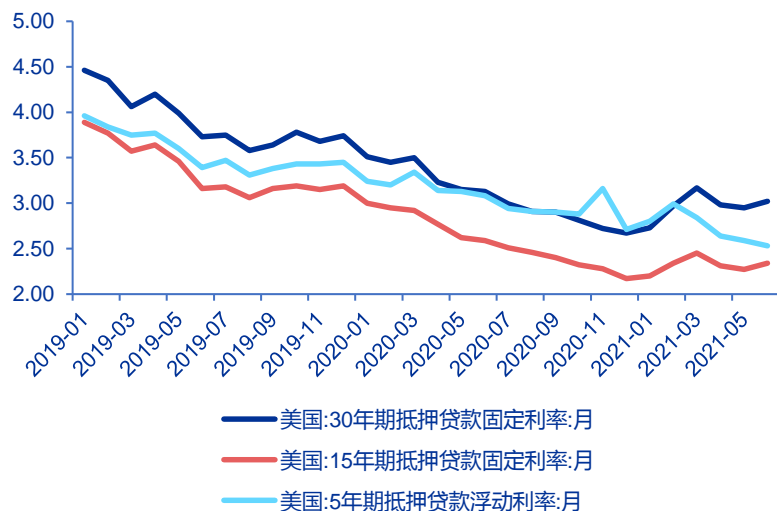


资料来源: wind, 申万宏源研究

## 2.2 二季度哪些结构性因素发生转变？

- **房地产：尽管房贷利率触底回升，但市场整体依然火爆，再度成为持续推动经济复苏的超预期因素**
- **我们维持此前看好美国地产市场的两大原因：1、从房贷利率回升到实际地产周期转向存在一定时滞；2、仍然高度宽松的流动性环境+高度健康的居民资产负债表仍然形成利多**

21年美国房贷利率触底回升（%）



当前幅度的利率上行很难扭转房地产繁荣格局（%）



资料来源：申万宏源研究，wind



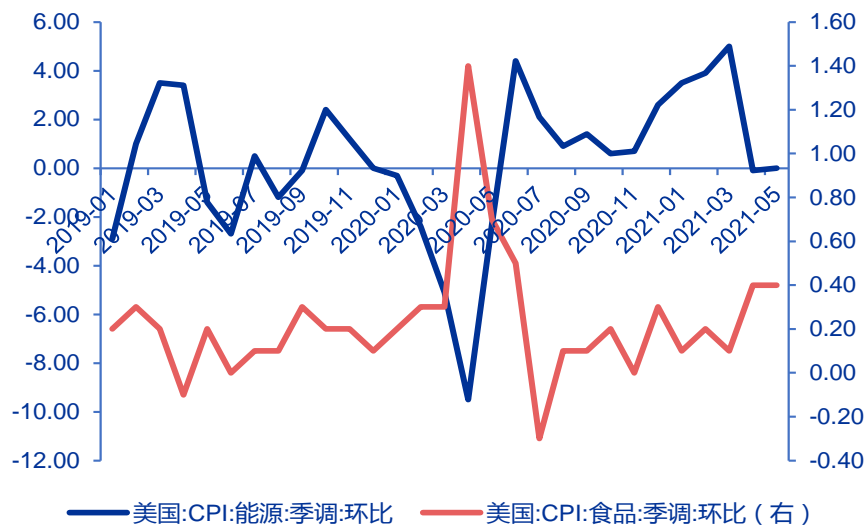
## 2.3 热点聚焦：下半年海外通胀怎么看

- 二季度通胀冲高属于意料之中，但三四季度怎么看？
- 本轮复苏周期内全球能源及大宗价格大幅上行，而进入2021年后，受基数带动能源价格同比大幅高增，对整体通胀带动显著
- 食品价格在2020Q2-Q4期间受供给受限影响快速上行，当前环比维持偏强
- 剔除能源食品后核心通胀仍然创下金融危机后峰值

当前美国通胀水平已远超金融危机后峰值（%）



能源价格大幅上行成为主要推动（%）



资料来源: wind , 申万宏源研究

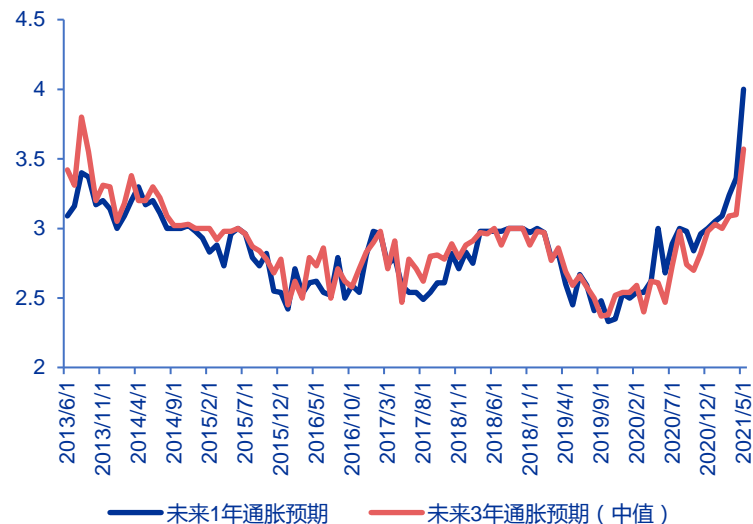
## 2.3 热点聚焦：通胀预期可能二次发酵

- 当前资产价格隐含通胀预期与市场调查预期走势可能存在背离：美债隐含通胀预期以及通胀互换价格自4-5月以来都出现高位回落趋势，而纽约联储调查通胀预期在5月继续快速上冲创新高
- 背离原因在于对高通胀“暂时性”或“持续性”的解读：若下半年通胀维持高位，美债隐含通胀预期可能二次发酵

通胀互换价格在5月冲高回落（%）



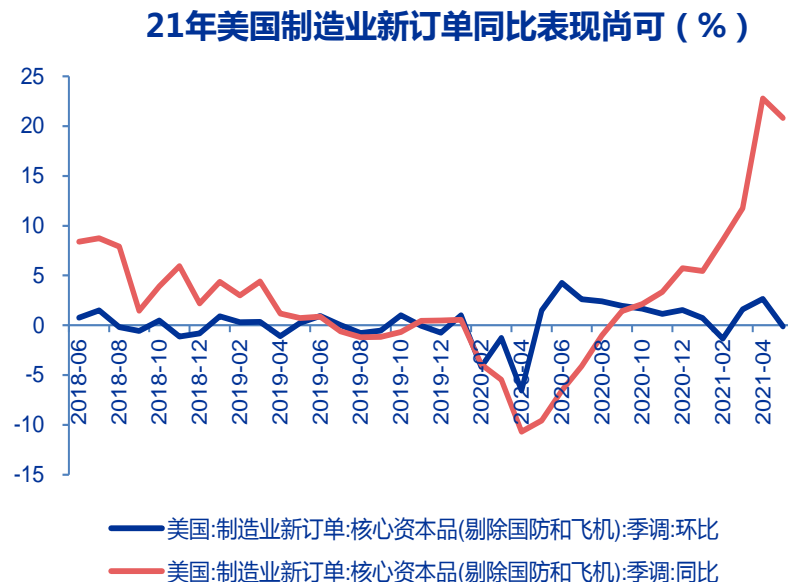
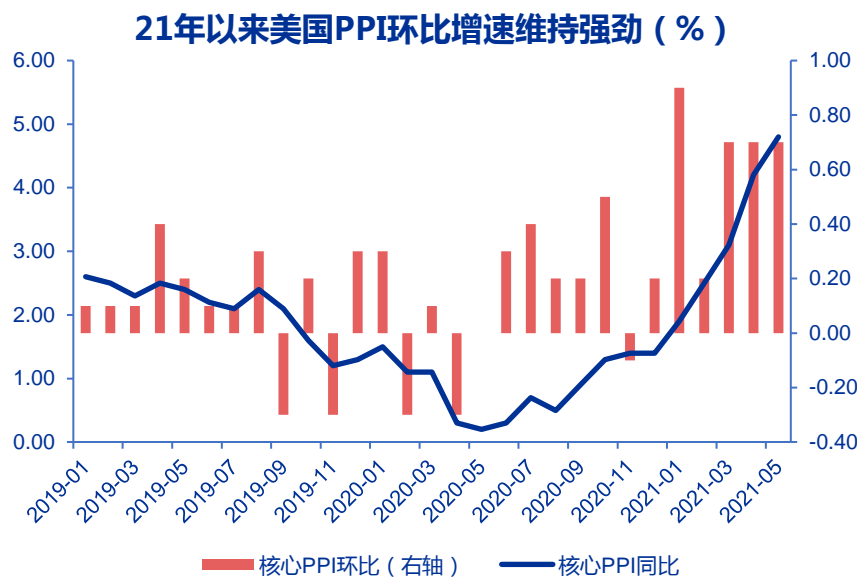
纽约联储调查通胀预期继续上行（%）



资料来源: wind, 申万宏源研究

## 2.3 热点聚焦：工业品价格波动仍然趋于上行

- PPI方面，2021年以来美国PPI环比增速维持绝对高位
- 结合制造业景气、补库周期看，大宗及工业品价格端仍存在上行风险

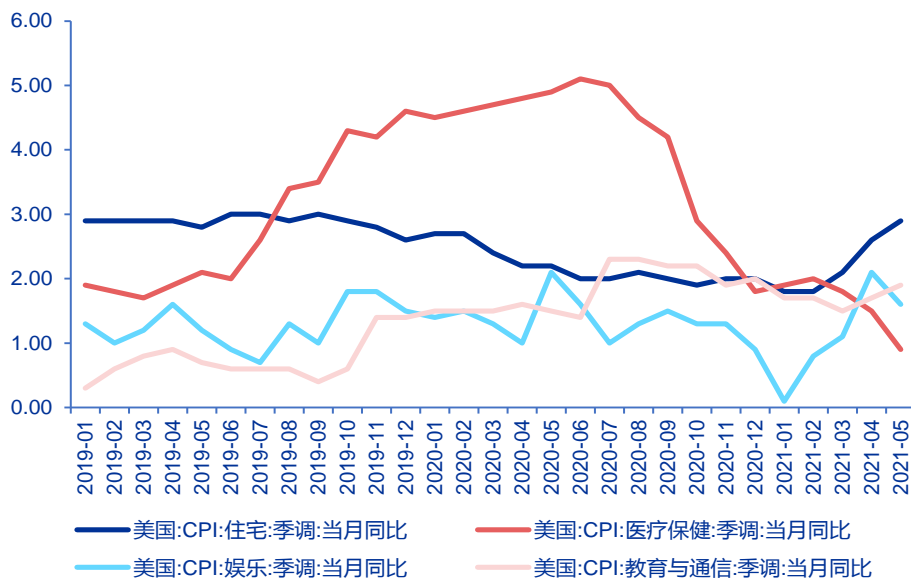


资料来源：申万宏源研究，wind

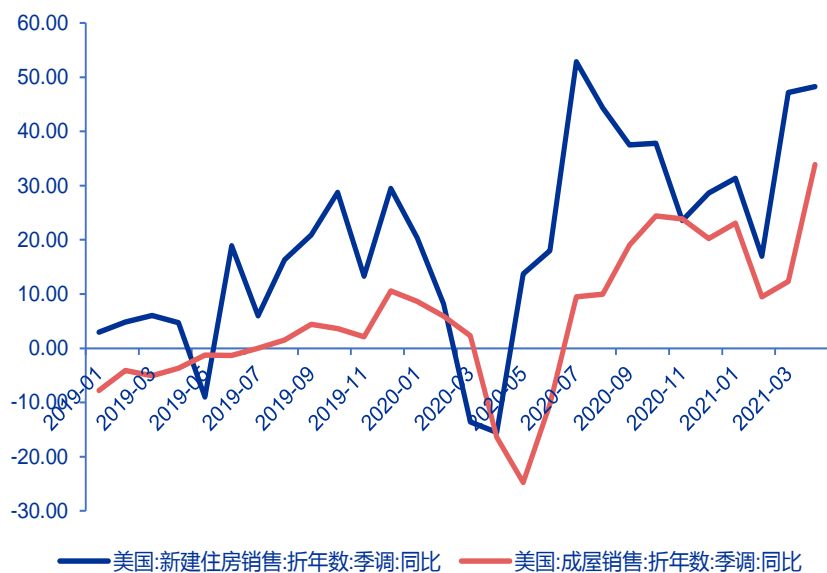
## 2.3 热点聚焦：服务价格端上行风险更值得关注

- 能源价格上行同样对核心通胀端存在传导效应；当前环比上行趋势有望延续
- 进入2021Q2后服务价格快速上行值得关注，主要受美国疫情企稳、疫苗推广较快、服务消费需求复苏带动
- 美国房地产市场维持高热度，对应房租端上行压力持续存在

除医疗保健外，美国主要服务价格在2021年均快速抬升（%）



美国房地产市场维持高热度可能继续推升房租（%）

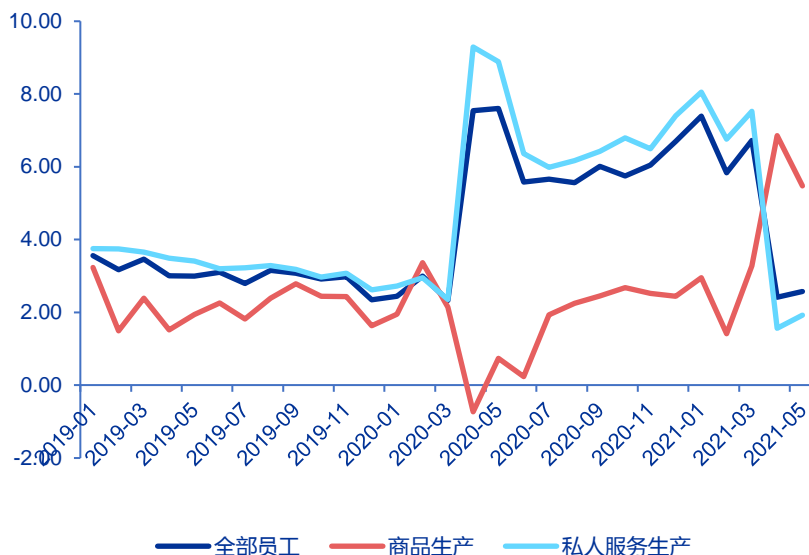


资料来源: wind , 申万宏源研究

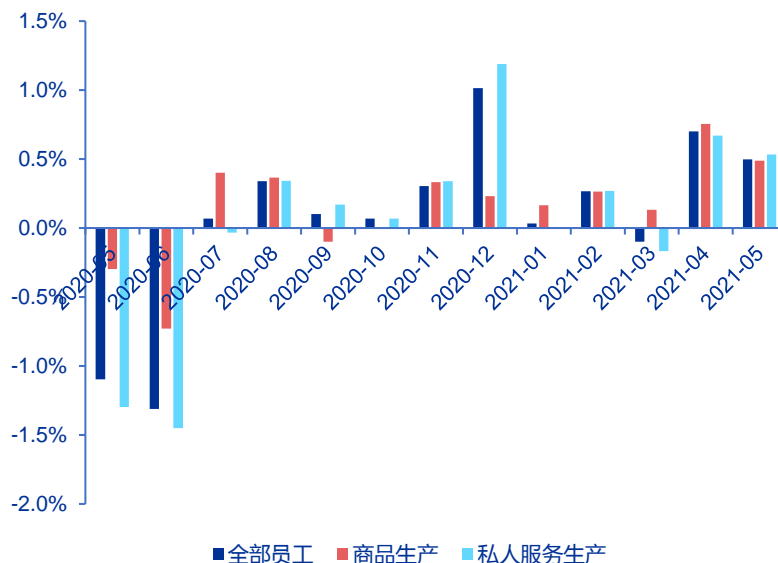
## 2.3 热点聚焦：4-5月劳动力成本出现快速上行趋势

- 疫情后美国非农就业平均周薪维持高增，但驱动因素存在差异：
- 2020年4月周薪高增主要受结构性因素导致，4月低收入人群退出劳动力市场使得平均工资被动抬高，而在5-6月就业快速修复后同期周薪环比显著为负
- 2021年4-5月周薪环比再度快速上扬，同期内就业小幅增加，由此可见劳动力成本确实出现上行，而并非结构性因素

疫情后美国非农就业平均周薪维持高增（%）



2021年4-5月平均周薪环比涨势依然强劲（%）

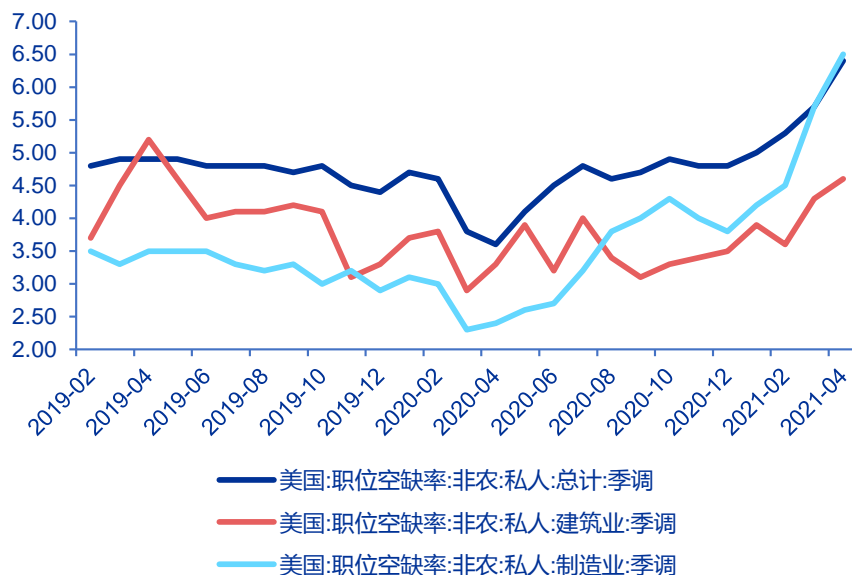


资料来源: wind, 申万宏源研究

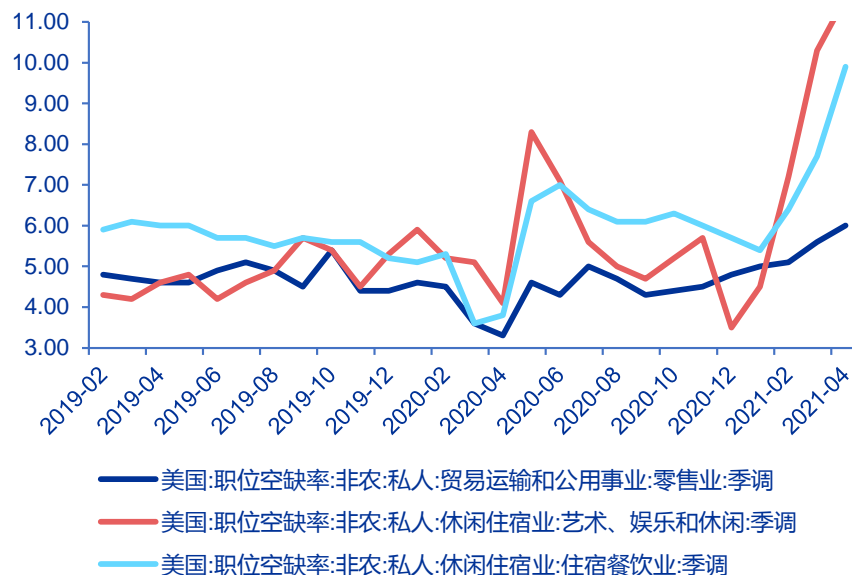
## 2.3 热点聚焦：服务业岗位空缺较多，供需失衡加剧

- 伴随着美国疫情企稳、疫苗持续推进，当前美国整体职位空缺率快速回升对应经济需求实质性复苏
- 其中服务业空缺率在3月后上行较快并显著高于制造业及建筑业，住宿、餐饮、娱乐休闲类服务业尤其显著

美国整体职位空缺率在2021快速提升（%）



服务业缺口更为显著（%）



资料来源: wind , 申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 上半年美债复盘
2. 海外经济修复及高通胀是否延续？
3. 供需角度看下半年美债格局
4. 货币展望：缩减信号终来临



### 3.1 财政视角：拜登基建计划推进整体弱于预期

#### ■ 拜登基建计划从3月到7月方案变动一览：规模缩减、通过时点可能延后

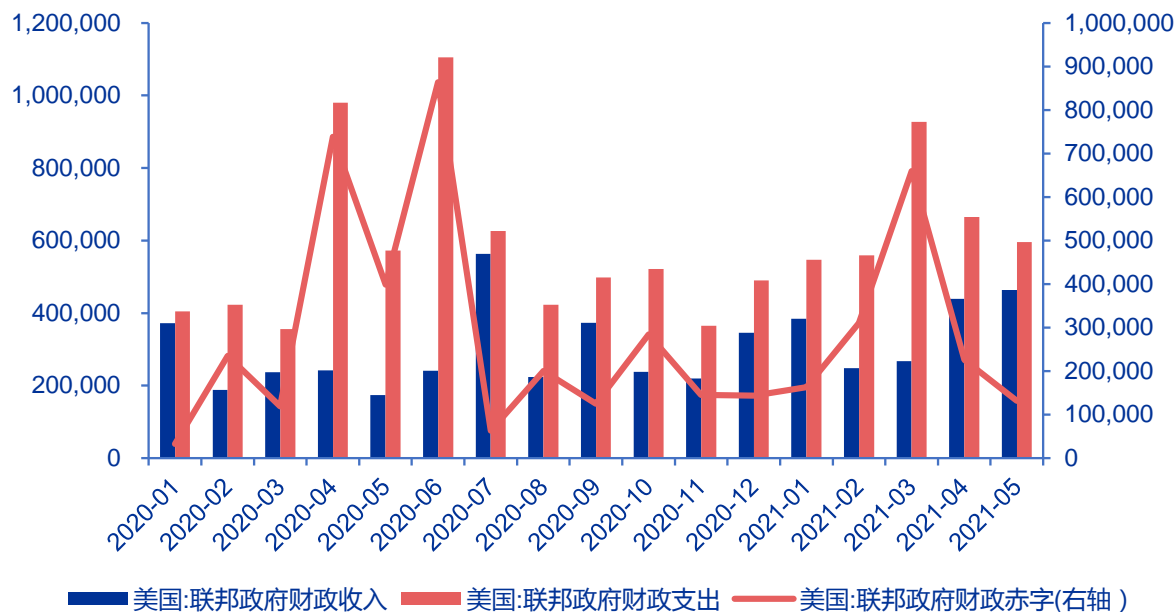
日期	拜登提出	资金来源	总刺激规模	主要投向	两党协商结果
2021/3/31	拜登“重建与发展”（Build Back Better）计划中的“第一步”	计划将把企业税从目前的21%提高到28%，此外还将对企业加征全球税。	2.25万亿美元	6710亿美元将投入运输基础建设，3780亿美元用于住房，5800亿美元用于制造业投资研发，3110亿美元建设水网、电网和宽带，还有4000亿美元投入家庭护理人员、老年人和残疾人的护理。	遭遇共和党方面巨大阻力
2021/4/23	参议院高层共和党人周四提出了总额5680亿美元的对方案	对电动汽车征税和重新使用未动用的资金	5680亿美元	将拜登提议的道路和桥梁开支增加了一倍以上，达到2990亿美元，其余的则用于公共交通、铁路、机场、用水和宽带等项目。	拜登反对
2021/5/21	白宫方面提议将总金额降至1.7万亿美元	增加企业税以便为项目提供资金	1.7万亿美元	白宫提议将宽带互联网的拨款需求从1000亿美元降至650亿美元，将公路、桥梁和基础设施项目的拨款需求从1590亿	共和党议员对调整后的基建计划仍持反对意见
2021/5/27	共和党参议员5月27日向白宫提交了一份		9280亿美元		拜登发言表示失望
2021/6/24	国会两党参议员小组提出	不包含增加新的税收	1.2万亿美元	1090亿美元将用于道路桥梁，730亿美元用于电力设施，660亿美元用于铁路，650亿美元用于宽带设施等。	国会两党参议员小组和白宫达成一致

资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3.1 财政视角：2021赤字规模如期维持高位

- 7月美国国会预算办公室预测2021财年美国财政赤字为3万亿美元，与我们预测基本一致（2021年常规赤字9660亿美元+20年12月9000亿刺激计划+拜登1.9万亿计划（但在前三季度仅计划花费1.2万亿））
- 3月支出高峰过后，二季度美国财政支出力度及赤字增幅都显著弱化

21Q2美国财政单月赤字规模显著回落（百万美元）

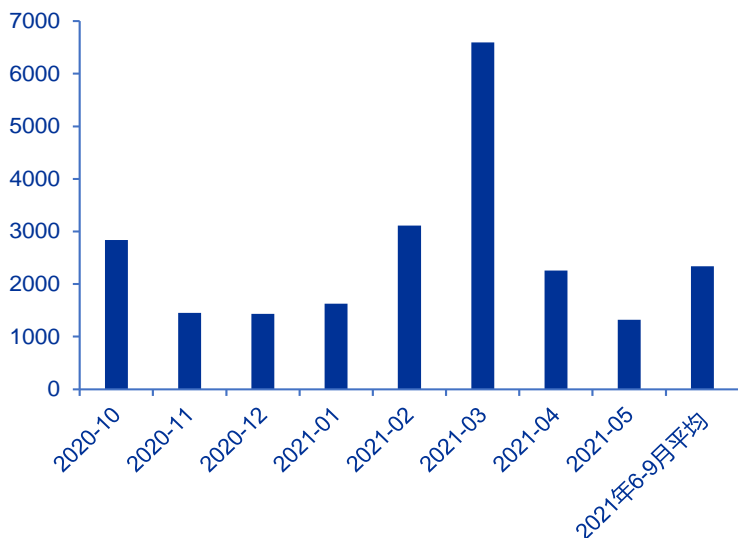


资料来源：Wind，申万宏源研究

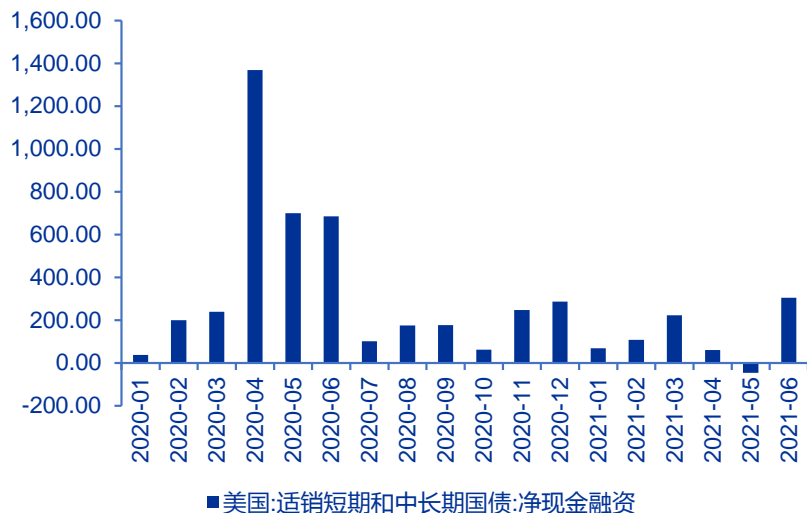
### 3.1 财政视角：三季度赤字融资压力小幅上行

- 根据CBO预算及2021财年前8个月实际数据，可推算出2021年6-9月美国财政赤字规模合计约9362亿，对应月均赤字为2341亿；其月均水平显著低于3月峰值（6600亿），与4月水平相当、高于5月值
- 由此看三季度美国财政端实际支出及赤字增幅都大概率强于二季度，由此可能带来供给端压力回升；6月美债实际净融资额也显著回升

2021财年美国各月赤字情况及推算（亿美元）



6月美国国债净融资额显著回升（亿美元）

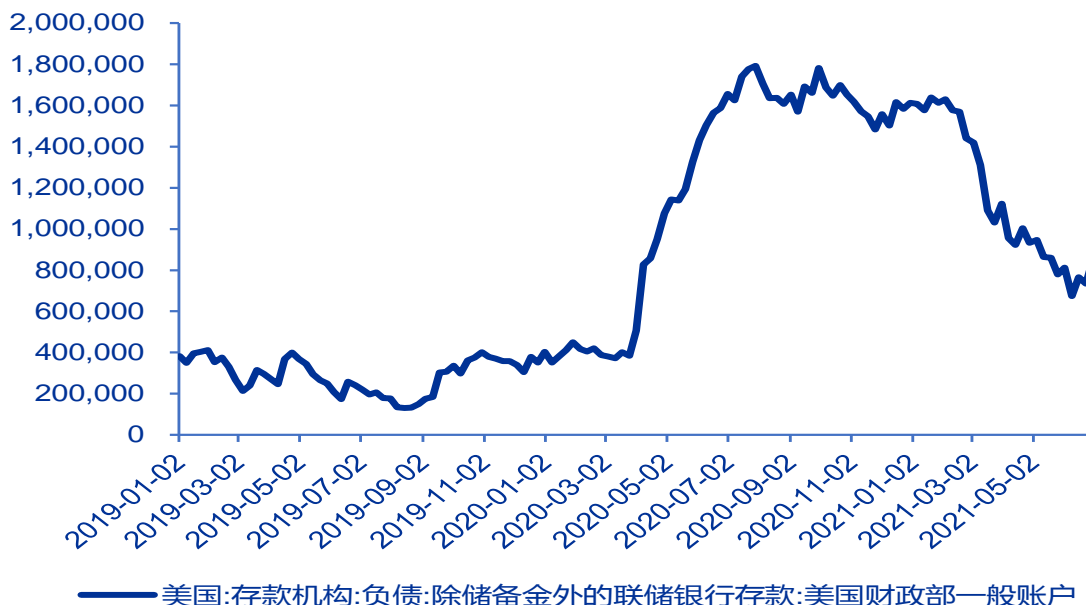


资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3.1 财政视角：TGA存量在Q3仍将持续压低

- 由于并未达成提高债务上限协议，美国财政部仍然需要继续压降TGA存量，截止2021年6月底最新值为8520亿美元；从趋势看自2021年2月其TGA存量冲高回落，3-5月释放速率最快，6月不降反升
- 根据美国财政部计划，TGA需在7月底压降至4500亿水平，由此看7月内仍可能通过TGA释放约4000亿流动性；8月后流动性环境可能边际趋紧

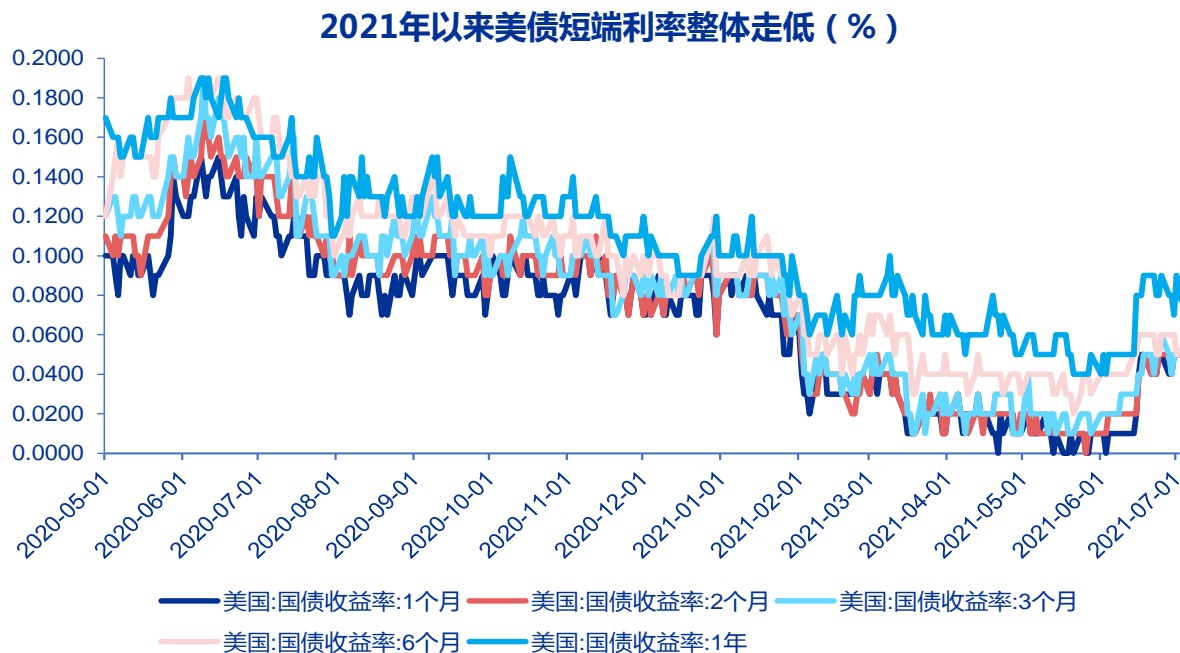
21年2-5月美国TGA存量快速压低，但距离目标仍有距离（百万美元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 3.2 流动性视角：短期内宽松格局有望延续

- 2021上半年流动性维持宽松，利多美债需求的大环境没有发生根本性转变：尽管美联储在缩减购债、未来加息节奏等问题上一度释放收紧信号，但整体来看仍然维持鸽派立场及稳定的宽松节奏；对应短端美债收益率持续压低逼近零利率，资金市场利率也持续低位
- 由于缩减购债从信号释放到实施仍有时滞，短期内流动性宽松格局有望延续

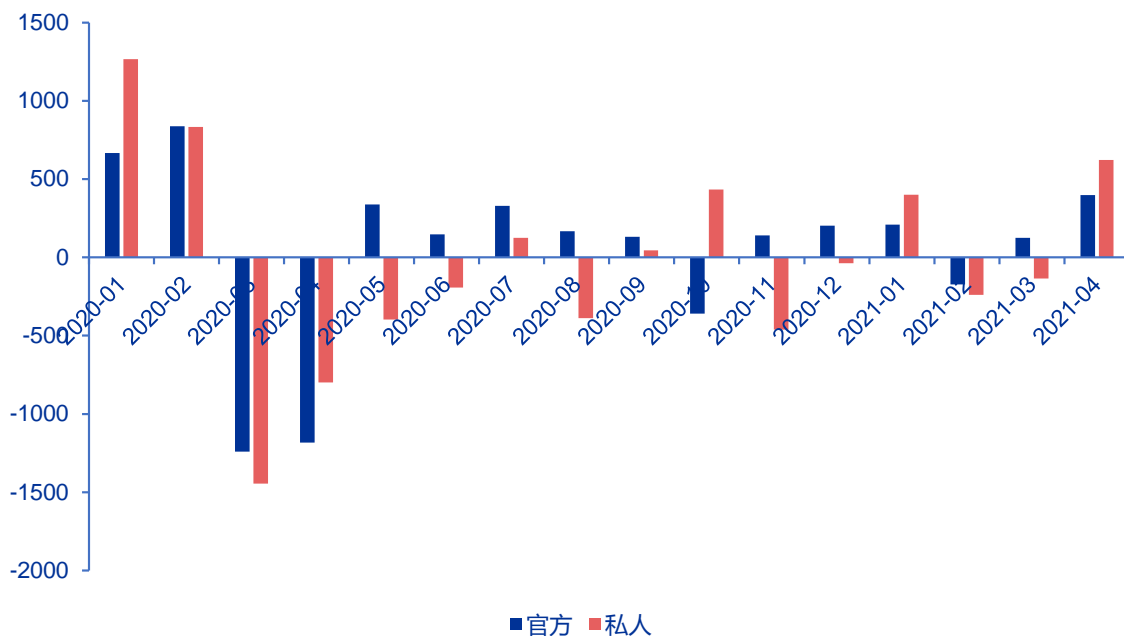


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 3.2 需求视角：海外投资者持续净流入

- 海外投资者对美债需求改善同样形成利好
- 从2021年4月最新数据看，私人投资者增持意愿更强、官方机构增持同步转正；单月增幅为新冠疫情爆发后新高，不过仍弱于疫情前趋势

海外投资者自2021年以来对美债持有意愿持续增强（亿美元）

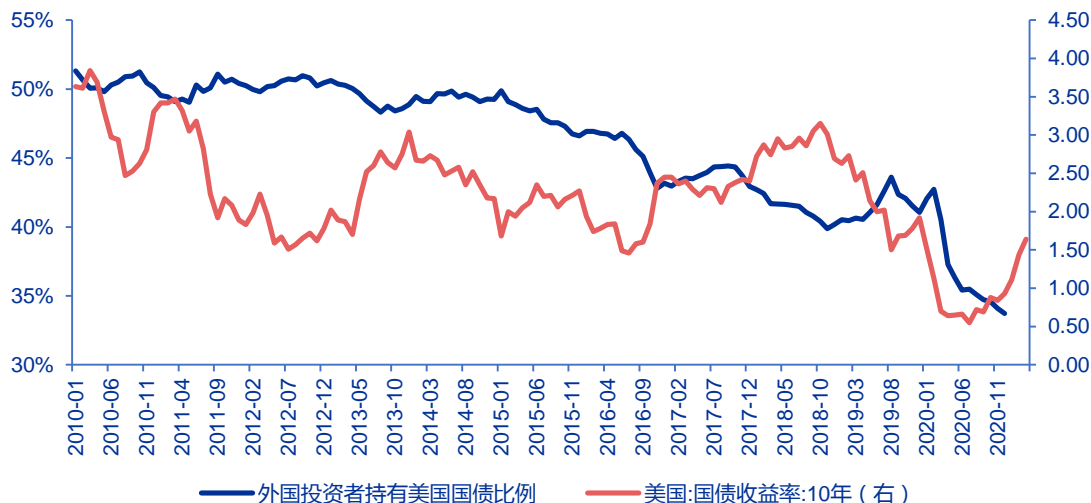


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 3.2 需求格局：海外投资者增持美债弹性较大

- 2020年末海外持有美债规模基本持平、占比显著下降；2021趋势有望逆转，若美债收益率上行、美元企稳，海外投资美债意愿增强将利于需求端
- 若10Y美债收益率上行至2%，而海外投资者持有比例小幅上行至36%（当前为34%低位），则将对对应1.2万亿需求端增量
- 当前美德利差维持高位、中美利差有所收窄，海外投资者对美债的需求端弹性较大

往年海外投资者持有美债占比变动、对应同期美债利率走势（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究



### 3.3 债务负担视角：到期美债对应利率水平显著较高

- 2021到期美债金额共5.54万亿美元，对应总利息负担465亿美元
- 到期美债的期限结构较为平均；其中10Y美债对应发行利率约2.72%，仍然显著高出当前利率中枢

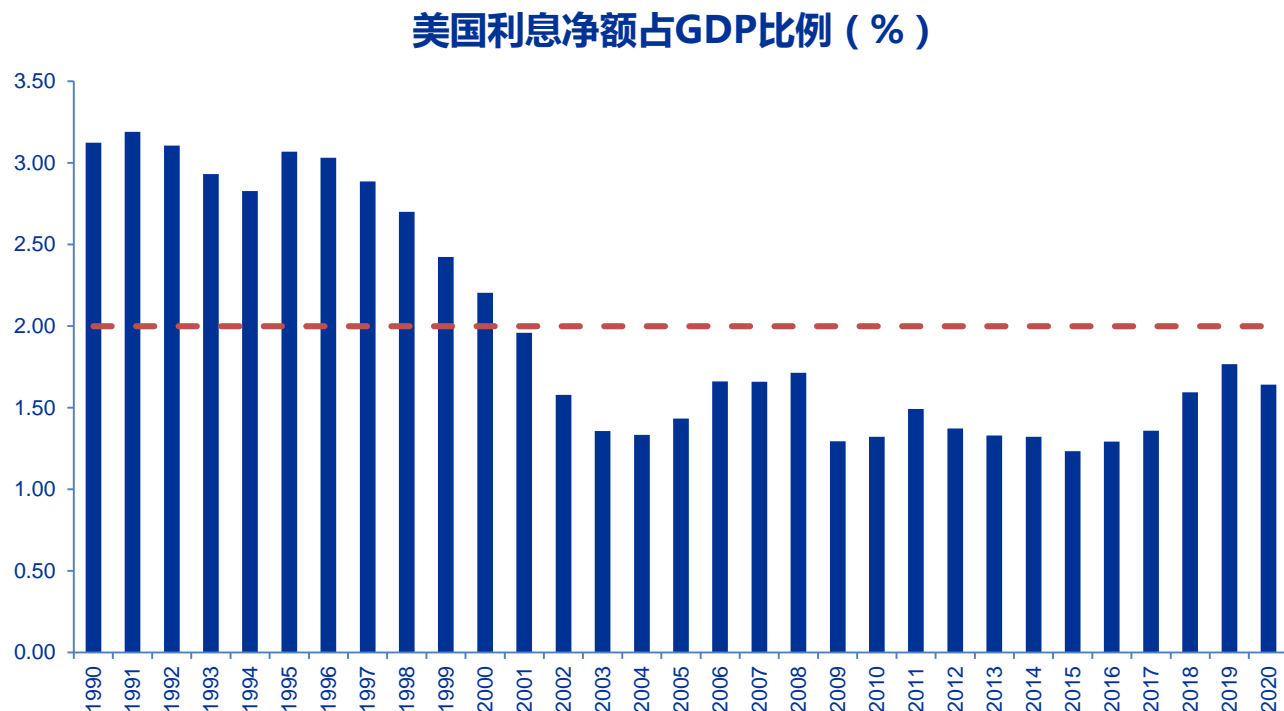
#### 2021年到期美债统计

	到期金额(十亿美元)	发行利率(%)
13-Week Bill	1028	0.09
26-Week Bill	1704	0.11
52-Week Bill	456	0.34
2-Year Note	511	1.89
3-Year Note	409	2.56
5-Year Note	469	1.33
7-Year Note	348	2.09
10-Year Note	270	2.72
2-Year FRN	229	0.20
5-Year TIPS Note	45	0.13
10-Year TIPS Note	73	0.88

资料来源：申万宏源研究

### 3.3 债务负担视角：当前利息占GDP比重并不高

- 当前美国利息负担占GDP比重处于历史低位，仍然支持强财政刺激思路
- 预计2021美债利息负担占GDP比重约1.6-1.7%，距离2%的短期上限仍有一定空间



资料来源：Wind，申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 上半年美债复盘
2. 海外经济修复及高通胀是否延续？
3. 供需角度看下半年美债格局
4. 货币展望：缩减信号终来临

## 4.1 信号跟踪：6月以来美联储表态有何转变？

- **6月FOMC立场转鹰，但明确缩减信号仍需等待：**
- **决议继续将基准利率维持在0%-0.25%不变，并延续每月购置1200亿QE节奏不变；**
- **会议对经济表态乐观，强调了疫苗推广对于经济复苏的积极推动，对疫情风险的担忧明显淡化；**
- **会议并未给出关于缩减购债的计划，明确信号仍需等待，不过在货币政策端针对近期流动性积压问题上调了IOER及隔夜逆回购操作利率；**
- **最大超预期点在于点阵图，6月最新值显示美联储预测将在2023年加息两次，对通胀、经济等指标预测也大幅上调，由此释放明确鹰派信号。**

## 4.1 信号跟踪：6月点阵图释放明确鹰派信号

- 6月点阵图释放了明确鹰派信号：首先是对于2023年之前不加息这一论调的推翻，联储预测利率中值上行至0.6%，有11名官员支持至少加息两次；同时有7名官员认为首次加息时点将前移至2022年
- 由此看鹰派观点在联储内部影响力可能持续提升

美联储点阵图对政策利率预测一览

预测利率 ( % )	2021		2022		2023	
	3月	6月	3月	6月	3月	6月
0-0.25	18	18	14	11	11	5
0.25-0.50			3	5	1	2
0.50-0.75			1	2	1	3
0.75-1.0					3	3
1.0-1.25					2	3
1.25-1.50						
1.50-1.75						2

资料来源：申万宏源研究，wind

## 4.1 信号跟踪：联储官员态度发生边际转变

### ■ 6月美联储官员表态一览：逐步释放边际收紧信号

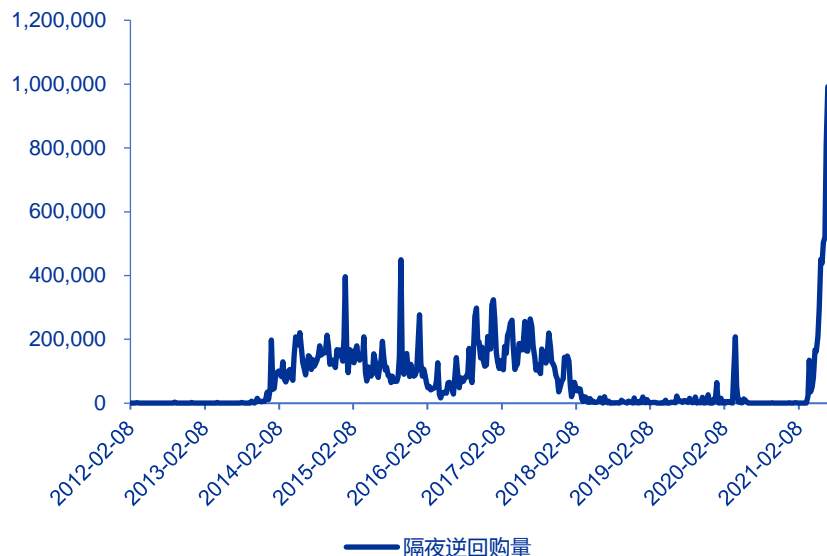
时间	官员	职位	言论内容	主要态度	通胀	购债	加息
2021/6/2	夸尔斯	美联储副主席	——“单个月份的高通胀数据并不一定会导致持久的高通胀。如果美国持续性地存在高通胀，美联储有应对的工具。”	鸽派	高通胀不会持久		
2021/6/2	哈克	费城联储主席	——“我们计划将联邦基金利率长期保持在低位，但现在可能是时候了，至少要考虑考虑缩减我们每月1200亿美元的国债和抵押贷款支持证券的购买。”	鹰派		开始考虑缩减购债	
2021/6/15	威廉姆斯	纽约联储主席	——“自去年12月以来，我们确实取得了进展，我仍然不认为它接近我们提出的实质性的进一步进展’。” ——“我确实认为我们在过去几个月中看到的价格大幅上涨主要是暂时的。”	鸽派	价格大幅上涨是暂时的	预计减码QE也不会很快到来	加息还在遥远未来
2021/6/15	梅斯特	克利夫兰联储主席	——“FOMC的资产购买构成潜在的金融风险，非常规货币政策可能造成脆弱性。”	鸽派	今年美国通胀或高达3.5%	还没到需要美联储开始缩减支持力度的地步	
2021/6/15	戴利	旧金山联储主席	——“我们尚未到达需要回撤宽松政策的程度，必须确保美联储官员们的表态不会加重市场波动。”	鸽派		尚未到达需要回撤宽松的程度	
2021/6/17	鲍威尔	美联储主席	——“经济距离实现我们的就业和通胀目标还有很长一段路要走，可能需要一段时间才能取得进一步实质性进展，”	鸽派	最近的高通胀数据在未来会减弱	保持不变	
2021/6/18	布拉德	圣路易斯联储主席	——“今年的情况比我们预期的更好，通货膨胀比我们预期的更高。我认为，我们现在更倾向于鹰派以控制通胀压力是很自然的。”	鹰派	通货膨胀比我们预期的更高	启动对减码的讨论是恰当之举	预测2022年加息
2021/6/19	卡什卡利	明尼阿波利斯联储主席	——劳动力市场仍深陷困境，需要“一段时间”才能让人们重新回到工作岗位。“只要通胀预期保持稳定……让我们保持耐心，让我们真正实现就业最大化。”	鸽派	只要通胀预期保持稳定……		2023年底之前保持再近零水平
2021/6/23	博斯蒂克	亚特兰大联储主席	——“鉴于最近数据高于预期，我已将我对首次加息的时间预期提前到2022年末，”	鹰派	通胀数据高于预期	未来几个月决定放慢资产购买速度	2022年加息
2021/6/23	卡普兰	达拉斯联储主席	——卡普兰预计2021年PCE通胀将为3.4%，2022年将放缓至2.4%，美国经济可能比人们预期的更早达到美联储缩减资产购买规模的门槛。	鹰派	2021年PCE通胀将为3.4%	比预期更早	2022年首次加息
2021/6/23	鲍曼	美联储理事	——“虽然他们基本同意近期物价上涨将是暂时的，但他们也认为物价上涨消退的时间可能比预期要长。”	鹰派	物价上涨消退的时间可能比预期要长		

资料来源：申万宏源研究，wind

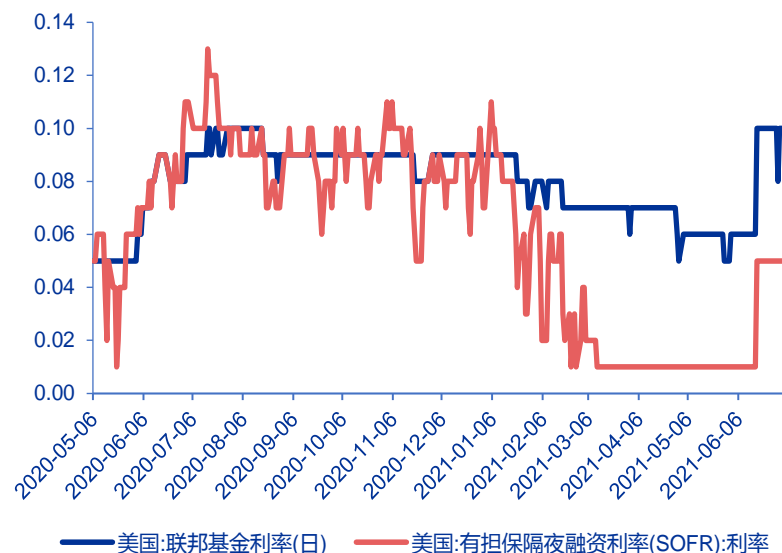
## 4.1 信号跟踪：微调利率工具以应对短期流动性过剩

- 此前美联储隔夜逆回购工具用量持续飙升，同时资金利率多次触及零利率；
- 6月FOMC宣布将超额准备金率上调5bp至0.15%，并将隔夜逆回购操作利率上调5bp至0.05%，并强调是为了“将联邦基金市场利率控制在目标区间内并支持短端资金市场的有效性”。以上操作与我们前期在6月8日发布的专题《隔夜逆回购维持高位有何启示？——债市海外环境分析系列报告之九》中预判的格局基本一致。

隔夜逆回购用量持续飙升（百万美元）



美国资金市场利率在6月会以后相对企稳（%）

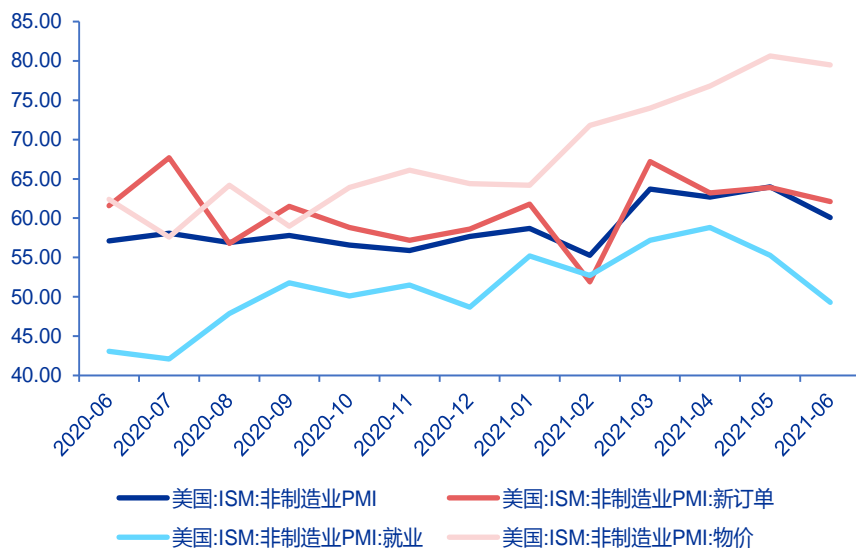


资料来源：申万宏源研究，wind

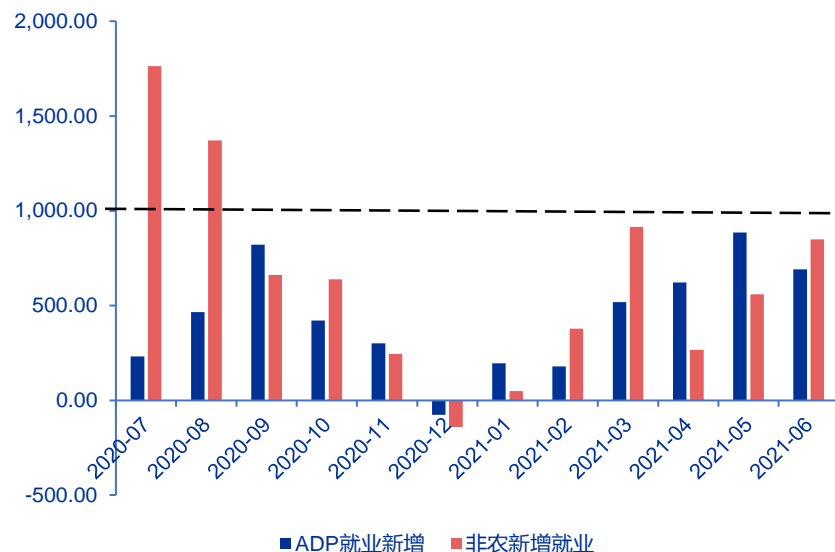
## 4.2 政策展望：短期内就业复苏节奏及持续性仍是关键

- 就业端表现仍未达到前期目标，更应关注复苏的可持续性：
- 6月服务业PMI表现不佳，对应服务业复苏进程可能放缓，而物价指数维持高位；同期非农新增就业偏强但结构不佳，劳动参与率仍然偏低，7月就业数据对于缩减决策的重要性非常高

6月美国服务业PMI主要分项同步回落（%）



当前就业修复速率仍未触及缩减目标（千人）



资料来源：申万宏源研究，wind



## 4.2 政策展望：缩减信号释放仍需观察

- **通胀上行压力仍然值得关注：美联储正在不断提高对资产价格泡沫、通胀风险的重视程度**
- **缩减信号释放仍需观察：当前就业修复并不快，短期内美联储可能更多采取观望及试探态度**
- **尽管加息时点前移对短期内货币政策影响不大，但预期发酵仍可能影响债市**

### 近期美国官方对金融风险的相关表述

时间	事件	内容
2021/5/6	美联储半年度《金融稳定报告》	——“警告股票等资产估值偏高且持续上升，对金融稳定构成风险……与风险偏好回升相关的脆弱性正在增加”
2021/5/19	美国前财长萨默斯	——美联储非常严重地低估了长期极低利率给金融稳定以及常规通胀带来的风险，近三年时间不加息的预期会给市场带来“危险的自满情绪”
2021/6/15	克利夫兰联储主席梅斯特	——“FOMC的资产购买构成潜在的金融风险，非常规货币政策可能造成脆弱性。”
2021/6/26	波士顿联储主席罗森格伦	——长期的极低利率确实鼓励人们冒险。部分地区的房价飙升类似于上次次贷危机繁荣时期的上涨，尽管这次不一定会重复这种模式。”

资料来源：申万宏源研究，wind

## 4.2 政策展望：新兴市场国家率先加息，全球收紧方向确立

- 新冠疫情爆发后美国连续大幅降息带动全球开启货币宽松浪潮，新兴市场降息更多
- 但自2021年3月以来，受制于汇率及通胀压力，巴西、俄罗斯等新兴市场国家率先加息，全球货币政策边际收紧方向确立

21年3月以来新兴市场国家率先加息

时间	美国	欧盟	英国	加拿大	日本	巴西	俄罗斯	南非	印度
2020年3月	两次降息，分别降50bp和100bp		降息15bp	三次降息，每次降50bp		降息50bp		降息100bp	降息75bp
2020年4月							降息50bp		
2020年5月						降息70bp		降息50bp	降息40bp
2020年6月						降息75bp	降息100bp		
2020年7月						降息25bp	降息25bp	降息25bp	
2020年8月-2021年2月					无变动				
2021年3月						加息75bp	加息25bp		
2021年4月							加息50bp		
2021年5月						加息75bp			
2021年6月						加息75bp	加息50bp		

资料来源：wind，申万宏源研究

## 4.3 总结：10Y美债中期上行趋势仍然确立

- **经济复苏节奏存在不确定性，但改善方向确立：**当前全球经济复苏前景仍然受疫情风险、疫苗推广等因素影响较大，但我们仍然看好下半年边际改善趋势：全球制造业景气周期上行，美欧疫苗推广较快继续利好服务业改善，房地产市场繁荣大概率延续，由此看海外经济复苏并不会在二季度戛然而止。
- **10Y美债收益率中期内仍然趋于上行：**美债隐含通胀预期在二季度冲高回落，但其走势与市场调查预期、实际通胀走势存在背离，若下半年通胀价格持续高位可能带动通胀预期二次发酵；实际利率在一季度上冲后再度震荡回落，但距离疫情后低点已经相差不多，基本面持续修复仍将形成推动。
- **下半年美债供需格局略有不同：**二季度内美债供需格局对收益率震荡下行影响较大：供给端财政支出回落、美债发行趋于平稳，需求端流动性维持宽松、海外需求反弹。7月内TGA存量仍需压降约4000亿，对应短期宽松格局延续，同时三季度整体供给压力将小幅回升，8月后美债供需格局相对趋紧。
- **货币政策收紧信号终来临：**由于就业修复并不快，短期内美联储可能更多采取观望及试探态度，但下半年货币边际收紧信号仍将逐步释放，与此同时联储正不断提高对资产价格泡沫、通胀风险的重视程度
- **美债观点：继续维持10Y美债收益率年内看到2%观点不变。**下半年美债格局：经济基本面延续改善+供需格局趋于平稳，风险整体趋于上行；尤其关注通胀维持高位带动的通胀预期二次发酵以及财政增量落地对美债的推动。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swwhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swwhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swwhysc.com

### A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 10% ~ 20%；
持有 (Hold)	：相对市场表现在 - 10% ~ + 10%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 10% ~ 20%以下；
卖出 (SELL)	：相对弱于市场表现 20%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

彭子恒  
pengzh@swsresearch.com