



数据来源：Wind，东方金诚

针对中美国债利率倒挂的情况，一位银行利率债交易员9月28日向记者分析，主要因为我国货币“以我为主”。而因为目前宽信用传导阻滞，经济处于底部缓慢复苏，叠加地产下滑压力犹存，所以央行不具有收紧货币政策的基础，因此国内债市的投资还是参考国内基本面为主。

该交易员分析称，美联储面对难以控制的通胀，持续加息紧缩，而经济却又因加息过度受影响，导致美债长短端收益率曲线倒挂。整体上，货币政策紧缩对长短端均有影响。

一周前，美东时间9月21日，美联储如期加息75基点至3.0%-3.25%；连续第三次加息75个基点，年内累计加息幅度300个基点，创1981年以来的最密集加息幅度，也将美国国债利率抬升至2008年金融危机以来的最高水平。美联储不断加息持续推高了美国10年期国债的收益率。

上述银行利率债交易员分析称，美联储加息使美元指数也持续上涨，引发新兴经济体资本外流，导致全球资本市场动荡。国内最近股债汇均出现不同程度下跌，主要还是因为美联储加息引发投资者对于流动性担忧所致。

美联储持续加息，与美国高通胀息息相关。

中信证券明明债券研究团队认为，披露的数据显示，美国通胀风险上升导致十年期美债利率跳升。美国通胀的领先指标——非农单位劳工成本同比增速创1982年3月

以来新高，推升了薪资与物价螺旋上升的风险。同时，虽然8月PMI物价指数创2020年6月以来最低水平，但其下降对通胀的影响较为滞后（滞后9-12个月左右），并且冬季来临能源价格存在进一步抬升风险，年内大宗商品价格回落推动成本下降的幅度较为不确定。而PMI就业指数大幅上升显示出美国薪资通胀风险仍较高。

此外，招商证券固收研究分析认为，美联储加息路径上移是为了对抗高黏性的通胀。伴随着油价回落，8月美国CPI与PPI同比增幅均有所回落，但剔除食品和能源外，消费者面临的终端价格颇具黏性。核心通胀不仅同比继续走高，而且超预期。8月核心CPI同比增长6.3%，预期6.1%，前值5.9%。

此外，招商证券固收研究表示，“租周期”是本轮美国核心通胀居高不下的主要原因。核心CPI中，租房价格同比上涨了6.2%，创1991年以来新高，环比上涨0.7%。房租贡献了8月核心CPI中超过40%的涨幅。其余项目中，家具家居用品、医疗、汽车和二手车的同比涨幅都不小：9.9%、5.4%、10.1%和7.8%。租金价格的上涨与劳动力成本上涨密切相关，此前美国大规模的货币宽松以及劳动力市场的紧张，促使美国工资水平持续走高。工资水平的上涨和高粘性，带动了租金价格的攀升。

何时触顶？

对于当前配置情况，前述交易员坦言，目前利率债配置较少，因为收益率下行太多，绝对收益率水平太低。而且后续利率债调整压力还是大的。叠加海外利空、国内宽信用稳增长政策陆续出台，因此，目前资金配置的较少，在陆续观望后续政策的变化中。

不过，美债收益率不断上行，凸显出配置价值，华泰证券固收认为，全球比差逻辑下，美债开始具备配置价值。横向比较来看，10年美债收益率在传统安全资产中明显占优，甚至超过部分国家的高等级信用债；历史纵向比较看，10年期美债无论是名义利率还是实际利率均处于较高的水平。但美联储继续加息且“higher for longer”仍是美债收益率面临的最主要上行风险，美联储政策利率或达到4.5%甚至更高，叠加美债市场流动性在缩表提速下有持续恶化的趋势，美债收益率不排除中短期进一步上行的可能性。

另外，对于美联储不断加息给新兴市场带来的潜在风险，根据联合资信数据统计，当前，新兴经济体面临的美元回流压力处于历史较高水平，大量套利资金从新兴经济体回流美债市场博取短期稳健高回报，2022年4—7月，从新兴经济体股市流出的国际资本合计近400亿美元，MSCI 亚太综指年初至今下跌逾22%，已经陷入技术性“熊市”，随着9月美联储继续强劲加息效应的显现，新兴市场面临的金融风险或将进一步上升。

东方金诚研究发展部表示，短期内，市场阶段性穿插的衰退情绪可能令美债收益率呈现高位震荡走势。不过，长期来看，随着美国经济基本面下行压力凸显，并可能在明年下半年陷入实质性衰退，10年期美债收益率将逐渐转为下行。

东方金诚研究发展部认为，短期内，考虑到美债长端利率仍有继续上冲的空间，而中债长端利率预计仍将延续低位窄幅震荡局面，因此，中美10年期国债利差倒挂幅度可能进一步加剧。

上述银行利率债交易员也向记者分析，在美联储加息周期未结束的情况下，短期内有可能进一步攀升。