7月美
国技术性衰
退带来的避险情绪主导
了美债走势，市场押注通胀见顶以及美联储将很快停止加息
。美债10Y收益率一度逼近2.5%，但随着8月初美联储多位官员发表鹰派讲话，试图“纠正”市场加息预期，收益率止跌反弹。

本期专栏：技术性衰退并不意味着美债利率见顶。我们选取了美国十个关键的经济指标衡量经济放缓程度，结果显示当前与典型的短周期经济放缓程度比较接近。美债收益率在经历7月大幅下行后，8月下行放缓甚至出现反弹的概率较大。

机构行为方面，一级市场海外投资者青睐20Y、30Y超长期限。二级市场，美国一级交易商出现调仓，有重新做陡10Y-2Y期限组合的倾向。这与近期市场主流观点相悖，可能预示着新一轮的收益率上行即将开启。

展望8月，重点关注经济数据能否验证美国经济韧性和通胀顽固性，以及月末的Jackson Hole央行峰会上美联储是否引导加息预期上修。技术上，10Y收益率2.5%短线回调目标已达到，有望在此整固，酝酿新一轮上行。

一、市场回顾

我们在上期报告曾提示，7月将再度迎来美联储加息
75bp，技术上关注美债10Y收益率在2.5%~2.7%区间的支撑。7月美国技术性衰退带来的避险情绪主导了美债走势，市场押注通胀见顶以及美联储将很快停止加息。
美联储如期加息75bp未能提振收
益率，叠加实际缩表
进度慢于计划，美债10Y收益率一度逼近2.5%，但随着8月初美联储多位官员发表鹰派讲话，试图“纠正”市场加息预期，收益率止跌反弹。

专栏：技术性衰退并不意味着美债利率见顶

美国经济陷入技术性衰退，为了衡量美国经济的衰退程度，我们以工业产出、产能利用率、零售销售等十个关键的美国经济指标进行衡量，计算十大指标环比的Z-Score，以便于进行历史横向对比。结果显示，目前经济放缓的程度低于历史上绝大部分衰退期，与典型的短周期经济放缓程度比较接近。以十大经济指标作为参考，经济放缓时美债收益率单月下行幅度通常在30bp~50bp，且很少连续大幅下行。7月快速下行幅度已经达到30bp，8月收益率下行放缓甚至出现反弹的概率较大。

历史上，在美国经济出现技术性衰退且CPI同比高于5%时，10Y收益率往往出现阶

段性调整。此后的走势则主要取决于美联储的货币政策——为了应对经济放缓暂停加息甚至降息，还是为了对抗通胀继续加息。若美联储延续加息，则10Y收益率在阶段性回调后仍会伴随加息上行。

美联储是否仍需要加息，需要加息到多少？美联储理事鲍曼提出了一个可供参考的概念——“实际联邦基金利率”，即联邦基金利率与短期通胀预期之差。鲍曼认为需要联邦基金利率超过短期通胀预期，使实际联邦基金利率回到正值才能有效遏制通胀。但他并未指明参考的通胀预期。我们计算了基于重要短期通胀预期的实际联邦基金利率，当前确实均处于负值。同时，根据历史通胀预期中枢和平均加息超调水平，潜在的加息目标达到4%~6%。结合近期美联储官员的鹰派表态，3%很可能不是本次加息的终点。市场当前低估了美联储抗击通胀的决心，加息预期有较大上修空间。当市场认识到美国经济的韧性和通胀的顽固性，很可能再次出现加息预期和通胀预期的共振上行，同时也会要求更高的期限溢价补偿。

二、机构行为2.1 一级市场：青睐超长期限

7月美国财政部拍卖的附息国债期限涵盖2Y-30Y各个主要期限，以及TIPS 10Y。认购倍数方面，7Y、20Y、30Y的需求好于10Y和TIPS。间接投资者对于20Y、30Y需求旺盛，获配比例接近历史最高水平。20Y、30Y竞标利差也明显低于其他期限。

2.2 二级市场：一级交易商调仓做陡曲线

机构行为方面：官方部门中，5月中国大陆、日本减持，欧洲、英国显著增持。日本财政部公布的数据显示日本在近两个月的大幅减持长期债券后，7月末有试探性增持。私人部门，EPFR全球基金资金流显示短端出现流出，资金加速流入中长期限。美国一级交易商7月对各期限均有增持，尤其是11Y以上期限，而7Y-11Y期限则继续保持净空头。CBOT美债10Y期货持仓
，非商业空头继续维持在较高水平，资管、机构投资者在7月增持多头。持仓分化度走高，但仍未达到有数据以来的超买区间。

需特别关注的是，在美联储7月议息会议后，美国一级交易商出现调仓，有重新做陡10Y-2Y期限组合的倾向。这与近期市场主流观点相悖，可能预示着新一轮的收益率上行即将开启。

三、后市展望

展望8月，经济数据方面，需要重点关注美国就业、通胀数据，以及高频数据能否延续复苏势头。这将验证美国经济的韧性和通胀的顽固性。货币政策方面，8月末的Jackson

Hole央行
峰会可能成为美联储引导市场加息预期上修的重要契机。当前加息预期显著低于6月FOMC
点阵图，一旦出现预期修正势必带动美债收益率上行。不过，由于美联储在缩表上行动保守，美国金融条件依然偏宽松，使得美债收益率相对三因子模型持续性低估。理论上9月后美联储需要全速缩表，或至少应较当前明显提速，缩表效果逐步显现，也将使得收益率趋于上行。技术上，10Y收益率已经触及60日均线为中枢的1:1区间下行目标2.5%，可能在此整固，酝酿新一轮上行。根据前文经济走弱时10Y收益率的单月历史表现，若出现连续两个月收益率30bp~50bp大幅下行的极端情形，以7月收盘价计算，10Y收益率的极限回调水平约为2.1%~2.3%。上方60日均线或3%是短线阻力。在经历一段短线调整后，中期10Y收益率将再向3.5%~4%进发。