

哪些因素还会推升美债收益率上行？

报告导读/核心观点

将 10 年期美债收益率的年内高点预期上调至 2.2%-2.3% 区间，高点可能在上半年触及，此后将受制于美联储的扭曲操作或收益率曲线控制政策向 2% 回落。短期收益率持续上行将使美股仍有下行风险，中美利差年内可能收窄至 100BP 或以内。

□ 缩量宽松博弈和经济超预期复苏或使 10 年美债收益率触及 2.2-2.3%

2 月至今 10 年美债收益率上行 33BP，其中通胀预期上行 2BP，实际利率上行 31BP。年内美债收益率可能触及 2.2%-2.3%。主要源于两大超预期因素：

一是美联储缩量宽松可能超预期提前，这一风险可能被逐步定价并推动美债收益率上行。财政淤积资金支出将在 2021 年带来 1.2 万亿美元的基础货币增量，与 2020 年美联储无限 QE 带来的基础货币增量相当，美联储持续 QE 必要性明显下降，宽松缩量时间可能超市场预期提前。近期博弈美联储宽松政策边际转向的投资者数量正在增加。虽然鲍威尔于本周国会证词中给出鸽派承诺，但市场表现可能说明投资者并未买账鲍威尔宽松承诺，仍然持续计价美联储转向预期。本轮收益率上行可能需伴随美联储的转向预期落地后“利空出尽”方能到达拐点。

二是经济可能超预期复苏并被逐步计价，具体表现为实际收益率可能回升至 0 利率以上，以此反映实际经济复苏预期。此前美国实际收益率的深度负利率在很大程度上归因于美联储的干预，近期实际收益率的上行实质是投资者逐渐按照基本面对实际收益率进行再定价。从近期市场表现看，通胀预期定价相对较为充分，实际收益率仍有上行空间。如果实际收益率回升至 0% 以上，将为 10 年期美债贡献约 70BP 上行空间；年内通胀预期高点可能已于此前触及，位于 2.2%-2.3% 区间。综合考虑，年内 10 年期美债收益率高点可能触及 2.2%-2.3%。

□ 扭曲操作或收益率控制将使 10 年美债收益率触及年内高点后回撤至 2% 附近

美债利率触及高点后可能受美联储货币政策制约而下行，这一制约因素并非源自缩量宽松（缩量宽松风险可能在本轮利率上行的过程中充分定价），而是来自于潜在的扭曲操作或收益率曲线控制政策。基于我们对货币政策的判断，Q1 将继续维持当前速度开展扩表，Q2 可能迎来宽松速率的拐点，下半年起可能逐步停止扩表并通过扭曲操作（或收益率曲线控制政策）重点控制长端收益率继而带动国债收益率从高点回撤，可能锚定的 10 年美债收益率水平为 2%（实际收益率锚定 0%，通胀预期锚定长期通胀目标 2%）。该政策操作主要出于政府债务可持续性考虑，经估算，如果 10 年期美债收益率中枢升至 2.2%-2.3%，则美国债务利息支出的 GDP 占比可能突破 3.2% 接近历史新高。出于财政可持续性角度的考虑，美联储可能在 10 年期国债收益率进入 2.2% 至 2.3% 区间后对长端收益率进行适当压制。

□ 10 年美债收益率将在上半年触及，中美利差年内可能收窄至 100BP 以内

从时间节奏上来看，美债收益率可能在上半年触及年内高点。一方面是经济复苏和再通胀预期叠加拜登加码财政刺激带来的增量美债供给将在上半年加速推升 10 年期国债收益率上行；另一方面是近期市场开始明显博弈缩量宽松预期，加速美债收益率上行趋势；美债收益率大概率将在上半年触及年内高点。下半年美国经济进入常态运行轨道后经济修复的斜率走平；美联储缩量宽松的预期基本将在上半年充分定价，下半年进入落地兑现期后“利空出尽”；叠加美联储通过扭曲操作或收益率曲线重点控制长端收益率，10 年期国债收益率可能从高点回落并逐渐向 2% 回归。伴随美债利率的进一步上行，美股尤其是纳斯达克综合指数短期仍有下行风险。结合我们对我国 10 年期国债收益率走势的判断，年内中美利差可能在上半年收窄 100BP 或以内。

□ 不能将美债收益率简单定义为“全球风险资产之锚”

对于“美债收益率上行带动全球风险资产下行”之说，美债收益率虽是全球重要的无风险利率基准，但将其定义成“全球风险资产的锚”并不准确。长期来看，美债收益率确实与全球风险资产呈现较强的联动关系。但当美债收益率与本国收益率走势背离时，风险资产走势在多数情况下仍以本国利率走势和基本面为主。

风险提示：美国财政刺激力度超预期加大带动通胀超预期；疫苗注射进度不及预期导致宽松周期延长；

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《美股是否患有联储依赖症？》
2020.02.24
- 2 《财政冗余释放可能导致扩表逐渐不及预期》2021.01.28
- 3 《TIPS 隐含美国通胀到了多少？》
2021.01.24

报告撰写人： 李超

正文目录

1. 10 年美债收益率可能在上半年触及 2.2%-2.3% 高点	3
1.1. 缩量宽松博弈和经济超预期复苏或使 10 年美债收益触及 2.2%-2.3%	3
1.2. 美债收益率触及年内高点后，扭曲操作或 YCC 将使收益率回撤	5
1.3. 美债收益率高点将在上半年触及，中美利差年内可能收窄至 100BP	6
2. 不能将美债收益率简单定义为“全球风险资产之锚”	6
风险提示	8

图表目录

图 1：美国财政部在 2020 年末财政存款近 1.6 万亿美元，近期正逐步释放	3
图 2：美国 CPI 同比增速预测走势（%）	4
图 3：美国 PPI 同比增速预测走势（%）	4
图 4：5 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比（%）	4
图 5：10 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比（%）	4
图 6：美国政府的债务杠杆率和债务利息负担情况	5
图 7：美国政府的平均债务成本与国债收益率高度相关	5
图 8：美国 10 年期国债收益率与多国 10 年期国债收益率走势保持趋同	7
图 9：中美国债收益率走势背离时，多数时间我国风险资产走势仍锚定我国自身利率走势	7
图 10：日美国债收益率走势背离时，日本风险资产走势仍锚定日本自身利率走势	8
图 11：美新国债收益率走势背离时，新加坡风险资产走势仍锚定新加坡自身利率走势	8
表 1：财政部的财政规划	6

1. 10 年美债收益率可能在上半年触及 2.2%-2.3% 高点

根据我们前期报告对美债收益率的预测，10 年期美债收益率将在上半年快速上行并触及 1.5%-1.6% 的年内高点。近日，美债在盘中触及 1.6% 高点，上行幅度超出此前预期，主要源于民主党横扫国会两院后拜登财政刺激力度超预期；投资者在经济复苏与再通胀的高度一致性预期下收益率上行过于猛烈；美联储对国债利率的容忍度可能高于此前预期。

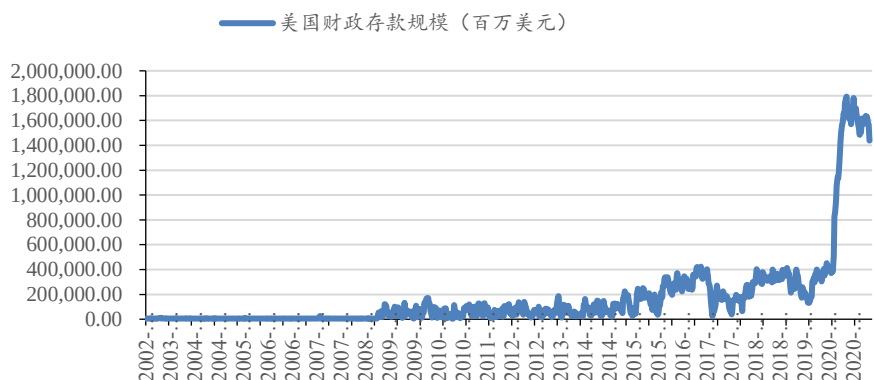
经研究，结合市场最新情况，我们将年内美债高点目标上调至 2.2%-2.3% 区间；节奏方面，继续维持上半年触及年内高点的判断，此后可能受美联储扭曲操作或收益率曲线控制政策影响回落至 2%。

1.1. 缩量宽松博弈和经济超预期复苏或使 10 年美债收益触及 2.2%-2.3%

截至 2 月 26 日，10 年期美债收益率收于 1.44%，根据收益率构成拆分来看通胀预期为 2.15%，实际利率为 -0.71%。从 2020 年 8 月美债触及年内低点至今，美债收益率已上行约 92BP，其中通胀预期上升 58BP，实际利率上行 34BP，通胀预期上行幅度高于实际利率上行幅度。然而，从 2 月至今，美债收益率共计上行 33BP，其中通胀预期仅上行 2BP，实际利率上行 31BP。在当前的市场情绪下，美债收益率可能继续升至 2.2%-2.3%。主要源于两大超预期因素：

一是美联储缩量宽松的时间点可能超预期提前，这一风险可能被交易者逐步计价并推动美债收益率上行。我们曾于《财政冗余释放可能导致扩表逐渐不及预期》中指出，不能通过历史的既有进程简单判断 2021 年美联储量化宽松政策的转向可能，当前美国货币环境与 2013 年存在较大区别，核心差异便是 2020 年产生的 1.2-1.3 万亿美元规模的财政淤积。根据相关法律规定，财政部需在 8 月 1 日联邦债务上限重新生效前将账户的现金余额压降至约 2008 亿美元，财政存款规模可能向正常规模回归，财政淤积释放将进一步带来 1.2 万亿美元的基础货币增量。换言之，即便美联储在 2021 年“零扩表”，财政淤积资金的支出也可能带来 1.2 万亿美元的基础货币增量，这一规模与 2020 年美联储无限量量化宽松背景下带来的基础货币增量几近相当，美联储持续 QE 必要性明显下降，宽松缩量的时间可能超市场预期提前。

图 1：美国财政部在 2020 年末财政存款近 1.6 万亿美元，近期正逐步释放



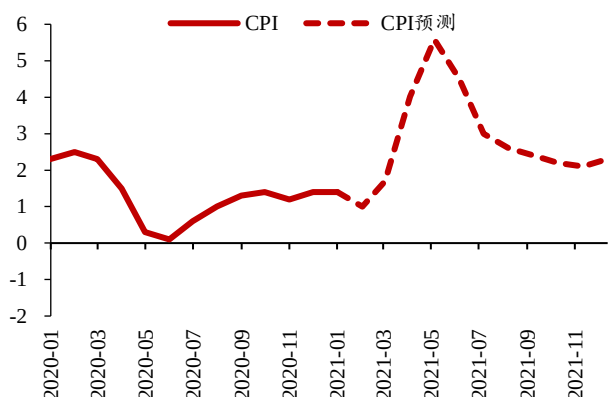
资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们曾于《美股是否患有联储依赖症》中指出：近期美国市场博弈美联储宽松政策边际转向的投资者数量正在增加。虽然鲍威尔于本周国会证词中给出鸽派承诺，声称量化宽松政策在通胀或就业等指标出现实质性好转前将继续维持当前力度不会缩量。但近日美债持续上行、美股下行的市场表现可能说明投资者并未买账鲍威尔的宽松承诺，仍然持续计价美联储转向预期。本轮收益率上行可能需伴随美联储的转向预期落地后“利空出尽”方能到达拐点。

二是经济可能超预期复苏并被逐步计价，具体表现为实际收益率可能回升至 0 利率以上，以此反映实际经济复苏预期。此前美国实际收益率的深度负利率在很大程度上归因于美联储的干预，在 2020 年量化宽松期间大规模买入美债，压低了实际收益率，在极大程度上扭曲了基本面对定价。2020 年 2 月量化宽松开展前，美联储持有的 TIPS 规模 1311 亿美元，占总流通市值的比重为 8.7%，截至 2021 年 1 月，美联储持有的 TIPS 规模已升至 3156 亿美元，占总流通市值的比重已升至 20%。因此，当前实际收益率的上行实质是投资者逐渐按照基本面对实际收益率进行再定价。从近期市场表现来看，通胀预期的定价相对较为充分，实际收益率仍有进一步上行空间，如果后续实际收益率回升至 0% 以上，仍将为 10 年期美债贡献约 70BP 的上行空间。

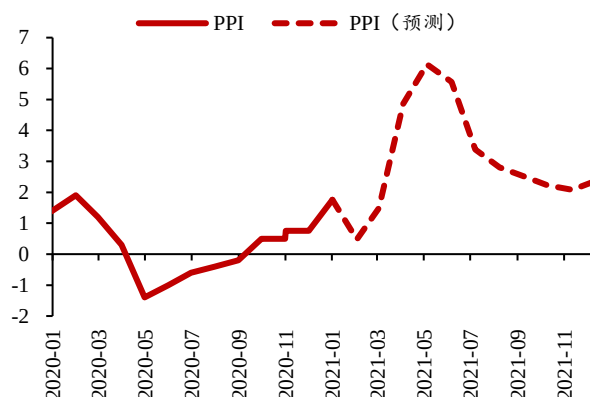
通胀预期方面结合我们对全年平均通胀幅度的判断，2021 年美国全年通胀水平均值可能进一步升至 2.5%。根据过往实际通胀波动率往往高于通胀预期的经验（详细请参考前期报告《Tips 隐含美国通胀到了多少》），年内通胀预期的高点可能已于此前触及，位于 2.2%-2.3% 区间。结合实际收益率整体考虑，年内 10 年期美债收益率高点可能触及 2.2%-2.3%，但随后可能受美联储货币政策制约而下行。

图 2：美国 CPI 同比增速预测走势（%）



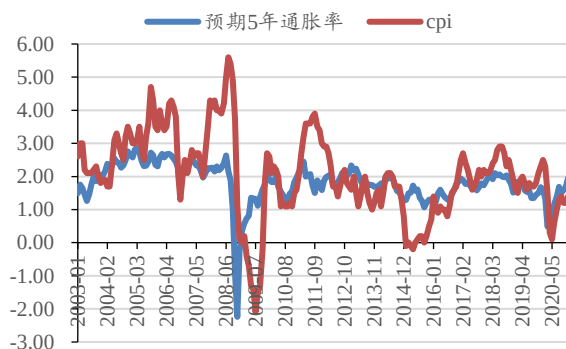
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：美国 PPI 同比增速预测走势（%）



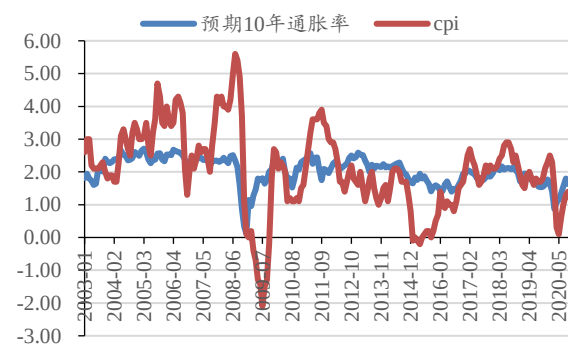
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：5 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：10 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

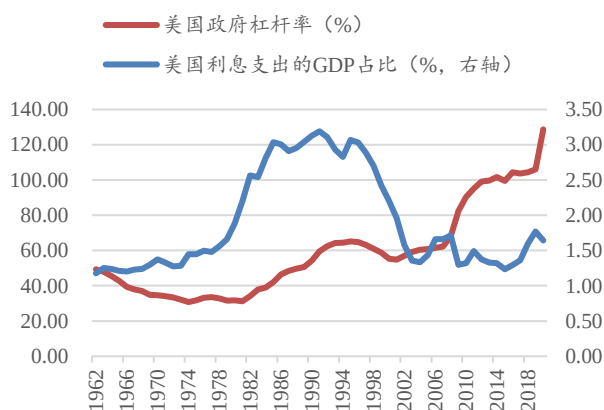
1.2. 美债收益率触及年内高点后，扭曲操作或 YCC 将使收益率回撤

如上文所述，年内 10 年期美债收益率高点可能触及 2.2%-2.3%，但随后可能受美联储货币政策制约而下行。

需要注意的是，美联储对利率进行制约的政策因素并非源自缩量宽松（缩量宽松风险可能在本轮利率上行的过程中充分定价），而是来自于缩量宽松外的扭曲操作或收益率曲线控制政策（Yield Curve Control，后文简称 YCC）。换言之，美联储可能在缩量宽松或停止缩表后，通过扭曲操作对长端收益率进行控制（详细请参考《财政冗余释放可能导致扩表逐渐不及预期》）；或者直接践行 YCC 将 10 年期国债收益率水平锚定在 2%（可能通过实际收益率锚定 0%，通胀预期锚定长期通胀目标 2%的组合方式），继而使得 10 年美债收益率自高点回落。我们认为美联储以上政策操作的目的主要是出于控制财政部新增债务成本，保持债务可持续性角度考虑：

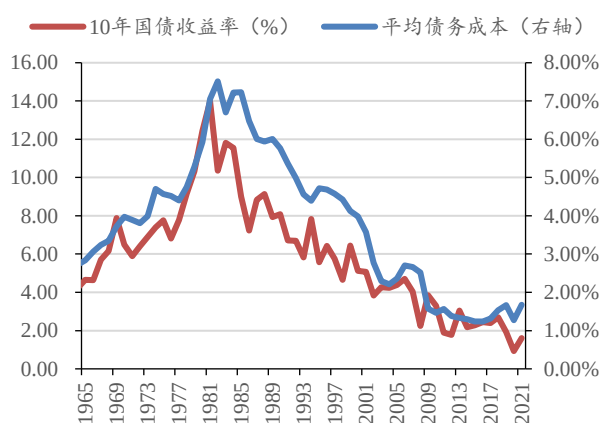
耶伦在参议院的听证会中曾声明“利率最终会上升，但需要确保基本赤字足够小”，表明从财政角度出发，需要低利率环境以维持当前债务规模的可持续性。财政部一季度发债计划的规模较小，远低于此前原定规模，根据财政部公布的国债发行计划，2021 年 1 季度计划新增发行国债 2740 亿美元，远低于 2020 年 11 月公布的 11270 亿美元的原定发行计划。主要原因是财政部当前现金储备较为丰富，当前财政存款余额仍接近 1.5 万亿美元，财政部计划在 3 月末将现金余额控制在 8000 亿美元，近 7000 亿美元财政存款的支出可以极大抵减新增债券的发行规模。在此背景下，1 季度财政部新增融资规模有限，可以容忍利率的短期上行，但未来仍需美联储通过收益率控制的方式对债务成本予以控制。从美国政府的债务负担考虑，虽然美国政府的债务杠杆率在 2020 年快速攀升，由 2019 年末的 106% 升至 2020 年末的 129%；然而受益于美联储降息与量化宽松政策，美国国债利率大幅下降后使得美国债务利息支出的 GDP 占比反而小幅下降至 1.64%。美国的平均债务成本（利息总额/债务总额）与 10 年期国债收益率高度相关，根据我们的估算，如果 10 年期国债收益率的全年中枢升至 2.2%-2.3%，则美国债务利息支出的 GDP 占比可能突破 3.2% 并达到历史新高。债务利息 GDP 占比的历史最高水平是 3.19%，发生于 90 年代初期，彼时老布什总统受迫于沉重的债务负担而被迫加税（违背竞选前绝不加税的承诺）。为此，我们可以将 3.1%-3.2% 的区间近似作为美国政府债务付息压力的阈值。出于财政债务可持续性角度的考虑，美联储可能在 10 年期国债收益率进入 2.2% 至 2.3% 区间后启动扭曲操作或收益率曲线控制对美债收益率进行适当压制。

图 6：美国政府的债务杠杆率和债务利息负担情况



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 7：美国政府的平均债务成本与国债收益率高度相关



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

表 1：财政部的财政规划

预测时间	预计财政部净融资规模	1 季度末财政部现金余额
2020 年 11 月	11270 亿美元	8000 亿美元
2021 年 2 月	2740 亿美元	8000 亿美元

资料来源：美国财政部，浙商证券研究所

1.3. 美债收益率高点将在上半年触及，中美利差年内可能收窄至 100BP

从货币政策上看，我们继续维持此前对于美联储全年货币政策的判断，Q1 将继续维持当前速度开展扩表，Q2 可能迎来宽松速率的拐点，下半年起可能逐步停止扩表并通过扭曲操作（或收益率曲线控制政策）重点控制长端收益率。美联储全年无需过于宽松的核心驱动因素便是 1.2 万亿美元财政冗余资金的投放降低了美联储持续 QE 的必要性。

从时间节奏上来看，我们继续维持美债收益率可能在上半年触及年内高点的判断。一方面是从基本面看美国经济将受益于疫苗注射的稳步推进快速修复，经济复苏预期叠加拜登加码财政刺激带来的增量美债供给将在上半年加速推升 10 年期国债收益率上行；另一方面是从交易层面看，近期市场开始明显博弈缩量宽松预期，加速美债收益率上行趋势；美债收益率大概率将在上半年触及年内高点。

下半年美国经济进入常态运行轨道后经济修复的斜率走平；美联储缩量宽松的预期基本将在上半年充分定价，下半年进入落地兑现期后“利空出尽”；叠加美联储通过扭曲操作或收益率曲线重点控制长端收益率，10 年期国债收益率可能从高点回落并逐渐向 2% 回归。

伴随美债利率的进一步上行，美股尤其是纳斯达克综合指数短期仍有下行风险。一方面源于无风险收益率抬升压降估值水平，另一方面也源于美联储缩量宽松的预期压低风险偏好。

结合我们对我国 10 年期国债收益率走势的判断，年内中美利差可能在上半年收窄 100BP 或以内。

2. 不能将美债收益率简单定义为“全球风险资产之锚”

对于近期较为流行的“美债收益率上行带动全球风险资产下行”之说，我们认为美债收益率虽然是全球重要的无风险利率基准，但直接将其定义成“全球风险资产的锚”并不准确。

之所以有上述说法，主要是源于 10 年期美债收益率在多数情况下与各国的 10 年

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17824

