

2021年02月28日

## 10Y 美债破 2% 风险三论：

### 不要过度“依恋”美联储

——宏观经济专题

宏观研究团队

**赵伟（分析师）**

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

**徐骥（分析师）**

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

**曹金丘（联系人）**

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

10Y 美债利率持续上行、导致美股调整之际，部分市场观点寄希望于美联储加码宽松。但从历史经验来看，10Y 美债利率及美联储政策，都是经济趋势的追随者。

#### ● 美联储操作大多时候不会盯住市场波动，仅在流动性危机出现时会

货币政策目标要不要盯住资产价格，一直是个有争议的话题；现实操作中，美联储操作大多时候不会盯住，仅在市场波动引发流动性危机时会。比如，1987年、2020年，美股剧烈调整、导致流动性危机爆发后，美联储实施了快速降息。大部分时段，美联储操作并不盯住资产价格，历史上曾多次在美股回调期间大幅加息。

2月以来，多位美联储官员表示美债上行是经济基本面改善的自然结果，无一官员表示要加码宽松。虽然10Y美债利率上行、导致美股调整，但美国经济2月以来持续向好，美元拆借利率及企业信用利差均处于历史低位。美联储内无一官员表示要加码宽松，多位官员称不担心美债上行、认为后者是经济向好的自然结果。

#### ● 美联储操作不需要配合财政扩张

历史经验显示，美联储的货币政策操作不需要配合财政政策。美联储拥有高度的政治独立性，不受美国政府或国会的行为干扰。回溯以往美国财政扩张阶段，美联储既出现过持续降息，如1989-1992年、2000-2003年及2008年。同时，美联储也曾大幅收紧货币政策，如2018年连续加息4次、并持续加快“缩表”节奏。

2020年下半年以来，美国财政持续扩张、10Y美债利率不断上行的同时，美联储也未扩大国债净购买规模。从美联储资产负债表的变化来看，2020年6月至11月，美联储每月国债净购买规模在650至962亿美元之间；2020年12月，及2021年1月、2月，美联储对国债的净购买规模分别为823、772、785亿美元。

#### ● 10Y 美债及货币政策的主导变量是经济趋势

回溯历次美股调整及美国财政扩张阶段，美联储货币政策及10Y美债表现不一背后，与美国经济基本面的趋势变化密切相关。总结规律来看，历次美国经济趋势向好阶段，如2018年，无论美股调整及财政扩张幅度如何，美联储最终均选择了收紧货币政策，10Y美债利率持续大幅上行。与之相反，美国经济开始趋势恶化时，美联储往往快速放松货币政策，10Y美债利率也进入到下行通道中。

伴随美国经济修复加快及通胀压力大幅抬升，重申10Y美债破2%风险、对高估值资产存不利影响。美国经济修复阶段，10Y美债利率和CPI的节奏走势相近；历次CPI同比升至2%以上阶段，10Y美债利率均破2%。伴随美国疫情改善、经济修复加快，叠加油价上涨，美国CPI同比或于3月后升至2%以上、高点甚至可能超4%。受此影响，10Y美债利率破2%风险较大，易加大高估值资产波动。

#### ● 风险提示：因疫苗效果不佳，疫情频频反弹。

### 相关研究报告

## 目 录

1、 周度专题：不要过度“依恋”美联储.....	4
1.1、 美联储操作大多时候不会盯住市场波动，仅在流动性危机出现时会.....	4
1.2、 美联储操作不需要配合财政扩张.....	6
1.3、 10Y 美债及货币政策的主导变量是经济趋势.....	8
2、 大类资产回溯：主要经济体长端国债利率大幅上行.....	11
3、 重点关注：美国 2 月非农就业数据.....	13
4、 数据跟踪：美国 1 月耐用品订单增速超预期.....	13
4.1、 美国数据.....	13
4.1.1、 美国 1 月耐用品订单环比、1 月新屋销售年化总数双双高于预期.....	13
4.1.2、 当周 EIA 原油库存小幅增加，初请失业金人数好于预期.....	14
4.2、 欧洲数据.....	14
4.2.1、 欧元区 2 月经济景气指数、德国 2 月 IFO 商业景气指数继续上升.....	14
5、 风险提示.....	14

## 图表目录

图 1： 2 月以来，10Y 美债利率快速、大幅上行.....	4
图 2： 10Y 美债利率的上行，带动美股等资产调整.....	4
图 3： 1996 年前，美股调整阶段，美联储操作不一.....	4
图 4： 1996-2009 年，美股调整阶段，美联储操作不一.....	4
图 5： 2010 年以来，美股调整阶段，美联储操作不一.....	5
图 6： 2018 年，伴随美股调整，美联储曾大幅缩表.....	5
图 7： 2 月以来，美国疫情形势持续加速改善.....	6
图 8： 美国流动性环境持续保持宽松状态.....	6
图 9： 2020 年以来，美国实施的财政刺激政策情况.....	6
图 10： 大规模财政刺激下，美国 2020 年财政赤字激增.....	6
图 11： 2018 年，伴随财政扩张，美联储加快加息节奏.....	7
图 12： 2018 年，伴随财政扩张，美联储大幅缩表.....	7
图 13： 历次财政扩张后，美国经济景气均加快修复.....	7
图 14： 美国财政扩张阶段，10Y 美债利率多次大幅上行.....	7
图 15： 2020 年下半年以来，美联储未明显扩大国债净购买规模.....	7
图 16： 美联储加息、降息操作，跟随美国经济趋势变化.....	8
图 17： 美联储缩表、QE 操作，跟随美国经济趋势变化.....	8
图 18： 历轮美债熊市的开启，与美国经济景气改善及通胀水平抬升密切相关.....	8
图 19： 美债期限利差与美国宏观经济形势密切相关.....	9
图 20： 2Y 美债利率走势主要受美国货币环境影响.....	9
图 21： 美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率均上行至 2%以上.....	9
图 22： 美国通胀走势主要受服务项价格影响.....	10
图 23： 美国服务消费与疫情发展高度负相关.....	10
图 24： 美国服务消费修复推动油价进入上涨通道.....	10
图 25： 3 月后，美国通胀压力将大幅抬升.....	10
图 26： 历史经验显示，长端美债利率的上行易导致美股等高估值风险资产波动加大.....	10

图 27: 当周, 美元下跌, 欧元、英镑上涨 .....	11
图 28: 当周, 美元指数震荡下跌 .....	11
图 29: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率继续大幅上行 .....	12
图 30: 当周, 10Y 美债收益率继续上行 .....	12
图 31: 当周, 全球主要股指涨普遍下跌 .....	12
图 32: 当周, 纳斯达克、恒指双双下跌 .....	12
图 33: 当周, WTI、Brent 原油价格双双上涨 .....	12
图 34: 当周, COMEX 黄金价格下跌 .....	12
图 35: 美国 1 月耐用品订单环比增速高于预期 .....	13
图 36: 美国 1 月新屋销售年化总数高于预期 .....	13
图 37: 美国当周 EIA 原油库存小幅增加 .....	14
图 38: 美国当周初请失业金人数好于预期 .....	14
图 39: 欧元区 2 月经济景气指数继续上升 .....	14
图 40: 德国 2 月 IFO 商业景气指数继续上升 .....	14
表 1: 美联储官员最新对美国经济、货币政策前景, 及美债利率上行的看法 .....	5
表 2: 海外重点数据发布日期情况 .....	13

## 1、周度专题：不要过度“依恋”美联储

**事件：**2月以来，10Y美债利率快速上行，先后升破1.1%、1.5%，并导致美股等高估值资产持续调整。部分市场观点提出，因美股等资产调整，以及美国即将实施新一轮财政刺激，美联储需要加码宽松、让10Y美债利率不再大幅上行。

资料来源：Wind、彭博社

### 1.1、美联储操作大多时候不会盯住市场波动，仅在流动性危机出现时会

随着10Y美债利率上行，导致美股等持续调整，部分市场观点提出美联储需要进行宽松对冲。2月以来，10Y美债利率大幅上行，先后升破1.1%、1.5%，并超过了美国疫情集中爆发前水平。10Y美债利率的快速上行，导致美股等高估值资产持续调整。以美股表现为例，纳斯达克、标普500指数分别较前期高点下跌6.4%、3.1%。部分市场观点提出，美联储必须加码货币宽松政策（如实施利率曲线控制YCC或扭曲操作OT等政策），以维稳市场情绪。

图1：2月以来，10Y美债利率快速、大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：10Y美债利率的上行，带动美股等资产调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

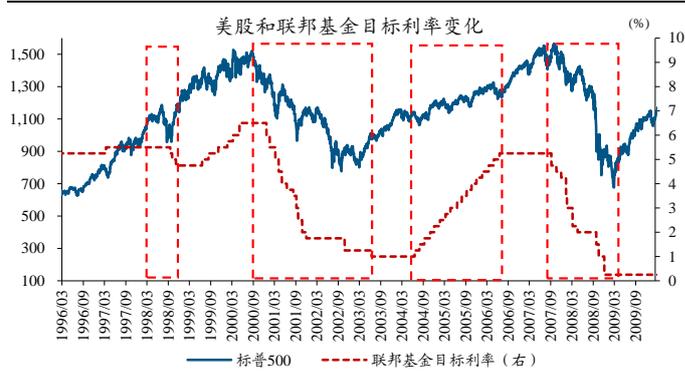
货币政策目标要不要关注资产价格，一直是个有争议的话题；现实操作中，美联储操作大多时候不会盯住，仅在市场波动引发流动性危机时会。比如，1987年、2020年，美股剧烈调整、导致流动性危机爆发后，美联储实施了宽松对冲、大幅降息。在大部分时段，美联储操作并不盯住资产价格。典型的包括1993年至1994年、2015年以及2018年，美股持续回调的同时，美联储均按原定计划、实施了加息操作。

图3：1996年前，美股调整阶段，美联储操作不一

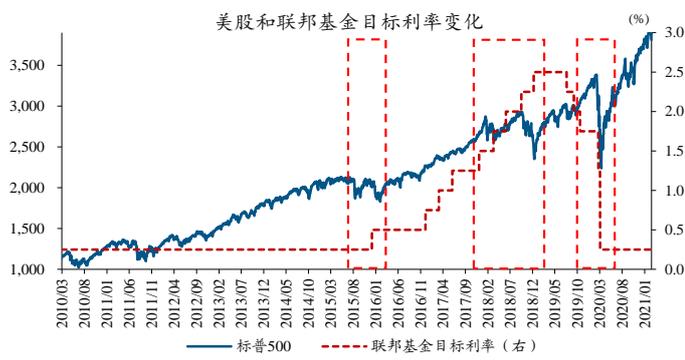


数据来源：Wind、开源证券研究所

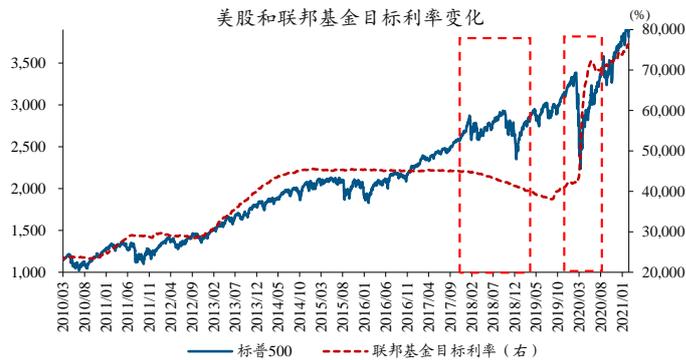
图4：1996-2009年，美股调整阶段，美联储操作不一



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：2010年以来，美股调整阶段，美联储操作不一**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2018年，伴随美股调整，美联储曾大幅缩表**


数据来源：Wind、开源证券研究所

2月以来，多位美联储官员表示美债上行是经济基本面改善的自然结果，无一官员表态需要加码货币宽松。2月以来，美国疫情形势持续、大幅改善，以工业生产为代表的各类线下经济活动不断向好。同时，美国流动性环境整体宽松，美元拆借利率及企业信用利差均处于历史低位。这一背景下，大部分美联储官员均表达了对美国经济前景的乐观预期，无一官员表态需要加码货币宽松。其中，美联储副主席 Clarida 公开表示不担心美债利率上行，纽约联储主席 Williams 认为美债利率上行是反映了美国经济前景及疫苗接种进展。

**表1：美联储官员最新对美国经济、货币政策前景，及美债利率上行的看法**

姓名	职位	立场	投票状态	最新表态
Jerome Powell	主席	中立	常任	美国经济复苏仍有“很长的路要走”，美联储将保持利率接近零，直至充分就业与通胀升至2%
Richard Clarida	副主席	中立	常任	<b>对美国经济前景更为乐观，不担心美债收益率上行</b>
John C. Williams	纽约联储主席	中立	常任	<b>美债收益率的上行反映了前景以及疫苗接种进展，对美联储的购债计划持观望态度</b>
Randal Quarles	金融监管副主席	中立	常任	预计经济复苏稳定但不令人鼓舞
Lael Brainard	理事	中立	常任	美国离实现就业和物价目标还很远，需要一些时间才能实现
Michelle Bowman	理事	中立	常任	美联储将维持宽松政策，直至实现双重目标
Chris Waller	理事	中立	常任	
Thomas I. Barkin	里士满联储主席	鸽派★	2021年	经济有望“在短期内”恢复健康
Raphael W. Bostic	亚特兰大联储主席	鸽派★★	2021年	<b>不认为美联储今年需要调整购债计划</b>
Mary C. Daly	旧金山联储主席	鹰派◆	2021年	认为高通胀不会很快出现
Charles L. Evans	芝加哥联储主席	鸽派★	2021年	<b>对2021年的美国经济感到乐观</b>

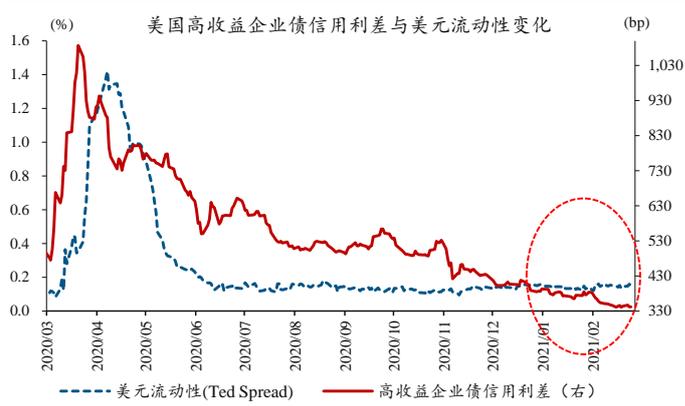
资料来源：Fed、开源证券研究所

图7：2月以来，美国疫情形势持续加速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国流动性环境持续保持宽松状态

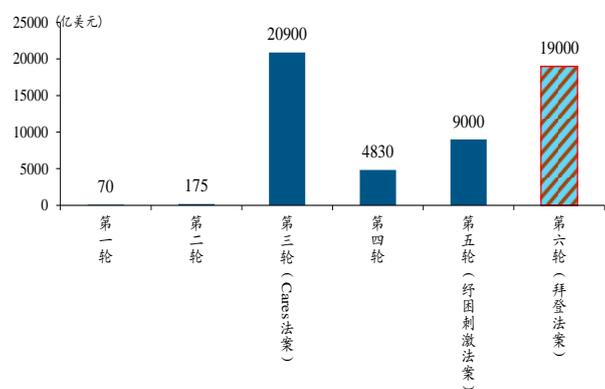


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、美联储操作不需要配合财政扩张

还有部分市场观点提出为了配合财政扩张，美联储需要加码宽松。2020年疫情爆发以来，美国已先后实施了5轮财政刺激，合计刺激规模超过2.5万亿美元。拜登上任后，通过积极协调、运作，以及借助国会预算协调程序的便利，即将推动新一轮的1.9万亿美元的财政刺激落地。因为担忧美国财政政策持续扩张、大幅推升政府债务规模，部分市场观点提出，美联储必须加码宽松，以压低10Y美债利率、减轻政府偿债压力。

图9：2020年以来，美国实施的财政刺激政策情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

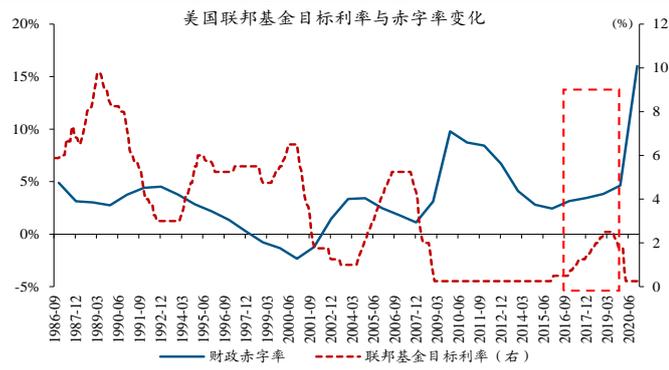
图10：大规模财政刺激下，美国2020年财政赤字激增



数据来源：Wind、开源证券研究所

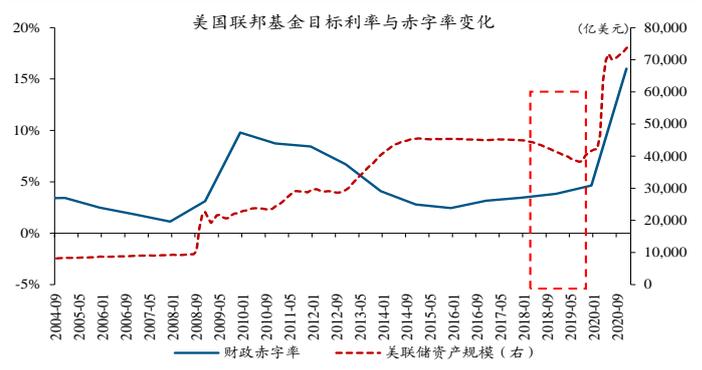
历史经验显示，美联储货币政策操作不需要配合财政政策。美联储拥有高度的政治独立性，政策实施不受美国政府或国会干扰。回溯历次美国财政政策扩张阶段，美联储的货币政策操作并不一致。在1989年至1992年、2000年至2003年，以及2008年，伴随美国财政扩张，美联储均实施了降息。与之相反，2018年，特朗普减税法案落地后，美联储加快加息节奏，并通过“缩表”、大幅缩减资产规模。对应到10Y美债走势上，2018年及2003年，10Y美债利率均曾大幅上行。

图11: 2018年, 伴随财政扩张, 美联储加快加息节奏



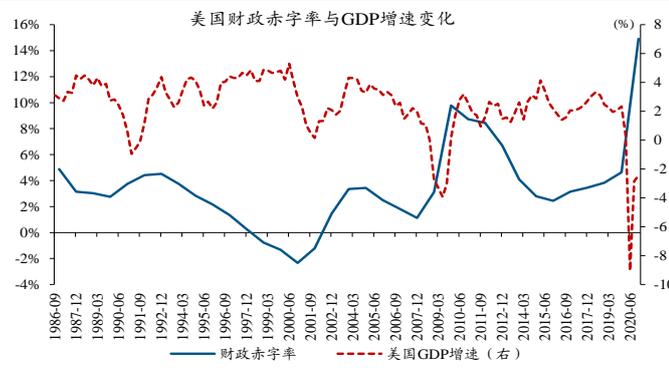
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2018年, 伴随财政扩张, 美联储大幅缩表



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 历次财政扩张后, 美国经济景气均加快修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

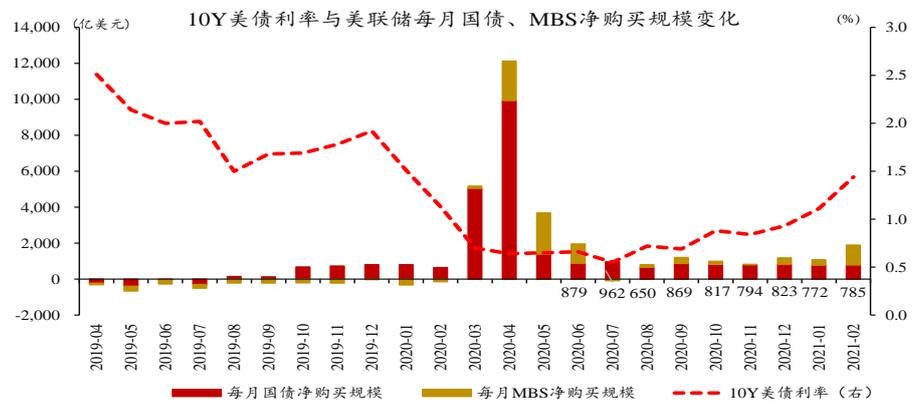
图14: 美国财政扩张阶段, 10Y美债利率多次大幅上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

2020年下半年以来, 美国财政政策持续扩张、10Y美债利率不断上行的同时, 美联储也未扩大国债净购买规模。自2020年下半年起, 美国财政部先后实施了2轮财政刺激, 分别为企业及居民部门提供了4830、9000亿美元的财政援助。但在同期10Y美债利率由0.55%升至1.4%以上的过程中, 美联储未扩大国债的净购买规模。美联储资产负债表显示, 2020年6月至11月, 美联储每月对国债的净购买规模在650亿美元至962亿美元之间; 2020年12月, 以及2021年1月、2月, 美联储对国债的净购买规模分别为823、772、785亿美元。

图15: 2020年下半年以来, 美联储未明显扩大国债净购买规模

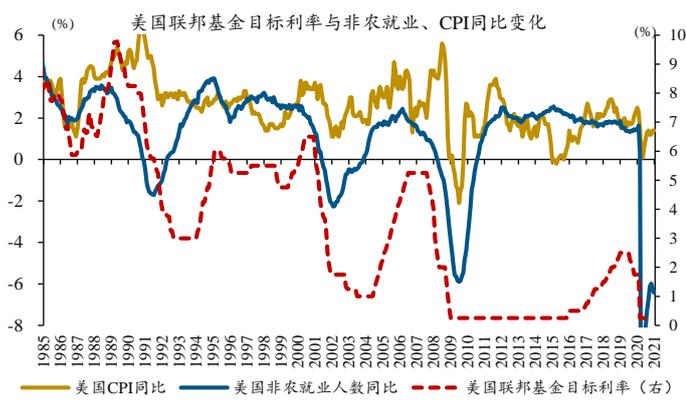


数据来源: Fed、开源证券研究所

## 1.3、10Y 美债及货币政策的主导变量是经济趋势

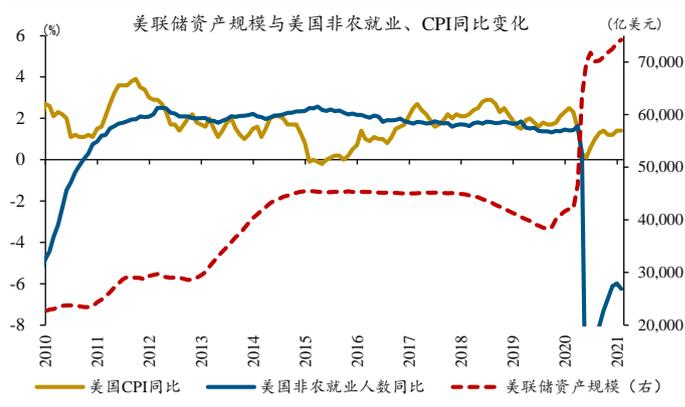
美联储的货币政策操作，一直是追随美国经济趋势的变化而调整，不受其他因素影响。美联储的政策目标是最大化就业与物价稳定。回溯历次美股调整的宏观背景，在美国经济基本面趋势向好阶段，如 1993 年至 1994 年、2015 年及 2018 年，美联储均选择了加息。相反，经济趋势恶化阶段，如 1990 年、2007 年至 2009 年及 2020 年，美联储均实施了降息。美联储在美国财政扩张阶段的操作，也有同样规律。如 2018 年，伴随经济的快速增长使政府偿债压力显著减轻，美联储为防止经济过热风险，选择了大幅加息及加快缩表节奏。

图16: 美联储加息、降息操作, 跟随美国经济趋势变化



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 美联储缩表、QE 操作, 跟随美国经济趋势变化



数据来源: Wind、开源证券研究所

10Y 美债利率的走势，同样是美国经济基本面的“追随者”。以美债熊市为例，历轮美债熊市的开启，均缘于美国经济景气改善及通胀水平抬升，并且往往领先美联储的政策立场变化。举例来看，美国财政政策在 1990 年、2003 年及 2009 年持续扩张期间，10Y 美债利率大幅上行，均是受到美国经济基本面大幅改善的推动。2008 年至 2014 年，美联储前后 3 轮 QE、1 轮 OT 政策实施期间，10Y 美债利率曾多次大幅上行，同样缘于美国经济基本面的走强。（详细分析，请参考我们已发报告《10Y 美债利率会否破 2%？》）

图18: 历轮美债熊市的开启, 与美国经济景气改善及通胀水平抬升密切相关



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\\_17899](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17899)

