

疫情后美债走势分析及其对大类资产的影响

引言：目前，美国 10 年期国债收益率突破 1.1%，触发点是民主党赢得佐治亚州的两场参议院竞选，反映出市场预期政府支出将大幅增加，并推动美国经济复苏。我们通过复盘疫情后本轮美债的走势，并将长端美债进行进一步的拆分，来深入分析美债后续的走势。同时，我们通过对美债的判断进一步延伸至对美元、黄金、美股和中债等大类资产的判断。

一、复盘本轮美债长端收益率走势。主要包含 7 个时间段：2020 年 1 月 17 日-3 月 9 日：避险情绪上行，推动长端利率下行；2020 年 3 月 9 日-3 月 19 日：疫情引发美元流动性危机爆发；2020 年 3 月 19 日-5 月 29 日：流动性危机消退，收益率转向窄幅震荡；2020 年 5 月 29 日-6 月 11 日：财政刺激对经济的提振显现，经济数据大幅反弹推动长端利率上行；2020 年 6 月 11 日-8 月 4 日：美联储释放长期维持低利率信号，长端利率下行；2020 年 8 月 4 日-2021 年 1 月 5 日：疫情对经济的影响边际减弱，叠加美国总统选举尘埃落定，不确定性消除推动 10 年美债收益率回升；2021 年 1 月 5 日-至今：货币政策二阶拐点确认和民主党控制参众两院使得美国 10 年国债收益率大幅飙升，直接“突破 1.1%”。

二、未来长端美债收益率上行的空间还有多少？通常 10 年期美国国债长端利率=10 年期预期平均短期利率+期限溢价，然后进行进一步拆分，相当于预期平均短期真实利率+预期平均通胀+期限溢价三个部分，我们以此来对国债收益率未来的方向进行判断。**从目前来看，平均短期均衡利率来看难以有明显起色。**首先，即使美联储调整货币政策，中性利率也将较长时间维持在低位。其次，若 2Q 经济复苏低于预期或者美股出现较大的调整风险，那么即使美联储想要逐步退出 QE，也存在“心有余而力不足”的情况。**短期通胀预期仍有上升空间，但预计有限。**首先，原油价格的上行空间仍存，但是可能并不如市场预期的那么强劲。其次，个人消费在商品的支出（尤其是耐用品）已经超过疫情前的水平，以替代服务支出，那么即使后续财政刺激进一步落地，对食品和商品价格的提振有限，通胀后续的走势仍然和服务业挂钩，且最终取决于疫情疫苗的进展。**期限溢价将是未来推升 10 年美债收益率的长期因素。**在产出缺口收敛时，债券市场预期产出水平将走向至产能制约的均衡水平，从而出现相应的调整，对应的期限溢价预计有上行压力。综合来看，我们预计美债收益率今年能够升至 1.5%-1.8% 区间内。

三、未来美债收益率上行对大类资产的影响几何？1) **黄金价格上行通道受阻，确定性回落。**回顾 2020 年黄金牛市，一方面得益于地缘政治的紧张，另一方面则主要源于实际利率的下行。未来看，实际收益率的回升意味着驱动黄金上涨的主要动力减弱。2) **美元指数底部震荡后温和上行，中美利差短期有望收敛。**在财政刺激和美联储的表态已经发生了边际转向，美元指数见底，但是在债务货币化的背景下，美元牛市的基础不存在，温和震荡上行概率加大。3) **美债名义利率曲线加速陡峭化加速美股调整风险。**若美债收益率上涨的增速超预期，短期内出现过快的攀升，那么对美股的冲击也将超预期，引发以科技股为首的全面回调。4) **中债虽然面临上行风险，但流动性宽裕仍压制收益率上行空间。**当前货币政策仍然取决于国内的经济基本面和流动性需求，美债上行不会对中债产生明显的影响。5) **人民币短期面临小幅贬值压力，但长期不改升值趋势。**若美元指数短期反弹，中美利差有望温和收敛，人民币汇率短期面临小幅贬值的压力，但不改人民币仍然处于一个升值通道，且汇率保持在合理区间才能够使得人民币长期升值走得更稳。

风险提示：

1、疫情疫苗进展低于预期；2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

(8621)61038260
duanxinlei@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

一、复盘本轮美债长端收益率走势.....	3
二、未来长端美债收益率上行的空间还有多少？.....	7
三、未来美债收益率对大类资产的影响几何？.....	10
1、黄金价格上行通道受阻，确定性回落.....	10
2、美元指数底部震荡后温和上行，中美利差短期有望收敛.....	12
3、美债名义利率曲线加速陡峭化加速美股调整风险.....	14
4、中债虽然面临上行风险，但中国流动性宽裕仍有必要.....	15
5、人民币短期面临小幅贬值压力，但长期不改升值趋势.....	16

图表目录

图表 1：疫情后美国 10 年国债收益率走势回顾.....	3
图表 2：美国期限利差在 2 月出现倒挂.....	4
图表 3：美国金融压力指数在该期间飙升.....	5
图表 4：3 个月美元 LIBOR-OIS 飙升到 08 年以来的次高点.....	5
图表 5：美国劳动力市场在 5 月大幅反弹.....	5
图表 6：5 月零售销售和 ISM 也出现大幅反弹.....	5
图表 7：美国当日新增病例在 8 月开始出现回落.....	6
图表 8：本轮名义利率上行并非由通胀预期提振.....	7
图表 9：长期中性名义利率维持在 2.5%.....	8
图表 10：食品价格已经回落，能源价格和服务价格有望对通胀预期形成上行压力.....	9
图表 11：个人消费支出中的耐用品恢复程度远好于服务.....	9
图表 12：期限利差仍有反弹空间.....	10
图表 13：产出缺口将会收窄.....	10
图表 14：实际利率和黄金价格反比.....	11
图表 15：美联储注入流动性后通胀预期回升带动实际利率下行.....	11
图表 16：美元和 COMEX 黄金后续反比概率较大.....	12
图表 17：美联储 08 年之后前瞻性指引缩减 QE 到缩表的路径.....	13
图表 18：美元在减少 QE 的后半段开启强美元周期.....	14
图表 19：当前标普 500PE 指数不断创历史新高.....	15
图表 20：中美利差仍然在高位徘徊.....	16
图表 21：人民币指数随着中美利差回落.....	17
图表 22：我国当前外汇储备仍然保持高位稳定.....	18

引言

目前，美国 10 年期国债收益率突破 1.1%，触发点是民主党赢得佐治亚州的两场参议院竞选，反映出市场预期政府支出将大幅增加，并推动美国经济复苏。我们通过复盘疫情后本轮美债的走势，并将长端美债进行进一步的拆分，来深入分析美债后续的走势。同时，我们通过对美债的判断进一步延伸至对美元、黄金、美股和中债等大类资产的判断。

一、 复盘本轮美债长端收益率走势

疫情后，按照细分，美债收益率其实经历了 7 个阶段的变化。主要包括：

- 1) 2020 年 1 月 17 日-3 月 9 日；
- 2) 2020 年 3 月 9 日-3 月 19 日；
- 3) 2020 年 3 月 19 日-5 月 29 日；
- 4) 2020 年 5 月 29 日-6 月 11 日；
- 5) 2020 年 6 月 11 日-8 月 4 日；
- 6) 2020 年 8 月 4 日-2021 年 1 月 5 日；
- 7) 2021 年 1 月 5 日-至今。

图表 1：疫情后美国 10 年国债收益率走势回顾



来源：Wind、国金证券研究所

具体来看：

2020年1月17日-3月9日：避险情绪上行，推动长端利率下行。首先，从政治事件来看，1月3日前任美国总统特朗普指挥美军通过对巴格达国际机场附近行进的车队发起一次无人机空袭成功完成击杀行动，导致伊拉克人民动员部队副指挥官兼真主党旅创始人阿布·马赫迪·穆罕迪斯以及四名伊朗高级军官和四名伊拉克军官在内的9名乘客亦同时身亡，导致美伊之间得紧张关系进入白热化阶段。其次，从疫情来看，3月初疫情开始在美国蔓延，新增病例人数开始了直线飙升。数据显示，美国累计确诊病例从1月的个位数上行到3月9日的755例，当日新增也开始三位数增加。由于全球疫情的不确定性上行，以及美国经济自身面也出现疲软，呈现供需双弱的局面，导致美国10年国债收益-3个月国债收益率（期限利差）在2月18日到3月2日出现倒挂。3月3日美联储突然宣布下调联邦基金利率目标区间50个基点，至1.00-1.25%，同时将超额准备金率（IOER）下调50个基点至1.1%，进一步推动长端利率大幅下行。

图表2：美国期限利差在2月出现倒挂



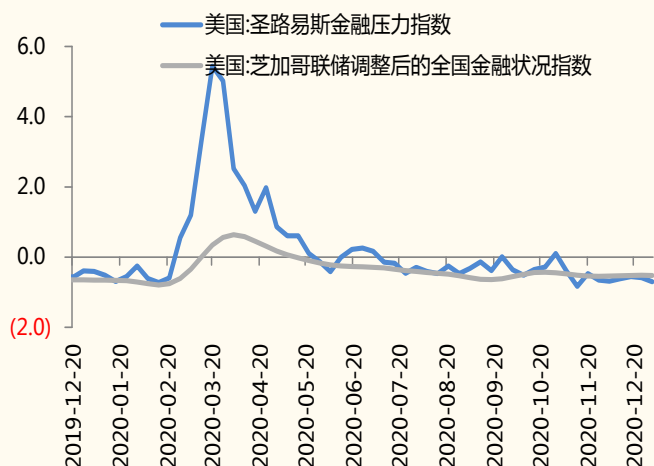
来源：Wind，国金证券研究所

2020年3月9日-3月19日：疫情引发美元流动性危机爆发。3月9日是全球资产表现的分水岭。在3月9日之前，避险情绪主要是由于公共卫生事件，但在2020年3月8日俄罗斯和沙特阿拉伯间发生的一次石油价格战，俄罗斯与OPEC谈崩，引发“石油危机”，导致国际油价出现恐慌性下跌，油价暴跌冲击美国页岩油公司，使得全球资产发生巨大的动荡，美国资产也从“股跌债涨”演变成“股债双杀”。从货币利率指标来看，3个月LIBOR-OIS在该区间大幅走阔（从2月7日的0.16%飙升到3月27日的1.38%），且在3月16日美联储再次紧急下调1个百分点至0%至0.25%，美股、商品市场仍大幅下挫，有担保隔夜融资利率SOFR不降反升，金融市场紧张情绪未能缓解。当时美国标普500波动率指数（VIX指数）大幅上升、圣路易斯联储金融压力指数已经上升到了近似2008年金融危机时期的水平，表明美元流动性危机爆发。

2020年3月19日-5月29日：美元流动性危机消退，美债收益率转向震荡。在3月23日美联储表明继续购买美国国债和抵押贷款支持证券以支持市场平稳运行，并承诺无限量提供流动性不设额度上限后，美元流动性开始逐渐缓和，美

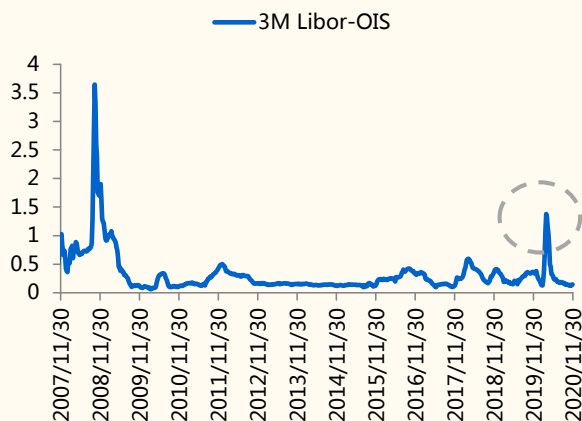
债在 2020 年 3 月 19 日-5 月 29 日期间维持震荡。

图表 3：美国金融压力指数在该期间飙升



来源：Wind，国金证券研究所

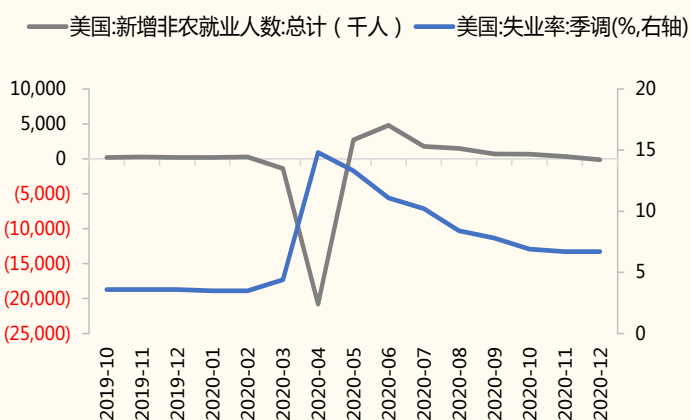
图表 4：3 个月美元 LIBOR-OIS 飙升到 08 年以来的次高点



来源：Wind，国金证券研究所

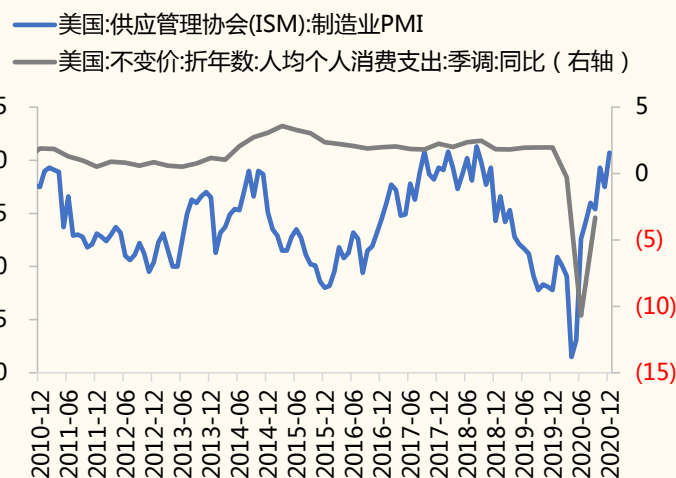
2020 年 5 月 29 日-6 月 11 日：财政刺激对经济的提振显现，经济数据快速反弹推动长端利率上行。疫情后，美国第一轮推出了总共约 2.2 万亿美元的财政刺激，主要涉及向低收入人群直接派发和对中小企业的贷款计划。由于与货币政策相比，财政对经济的直接刺激更为有力，在财政刺激下，绝大部分数据都出现了强劲反弹，尤其是劳动力市场和零售销售出现大幅反弹。6 月 5 日公布的非农数据显示，5 月美国非农就业人口超预期增加 250.9 万人，远高于此前市场预期减少 750 万人，在 4 月非农就业减少 2053.7 万人，失业率也从前值的 14.7% 回落到 13.3%，好于预期的 19.0%，使得市场风险偏好大幅加强，推动美国 10 年期国债收益率大幅走高，脱离了过去两个月的震荡区间。

图表 5：美国劳动力市场在 5 月大幅反弹



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：5 月零售销售和 ISM 也出现大幅反弹

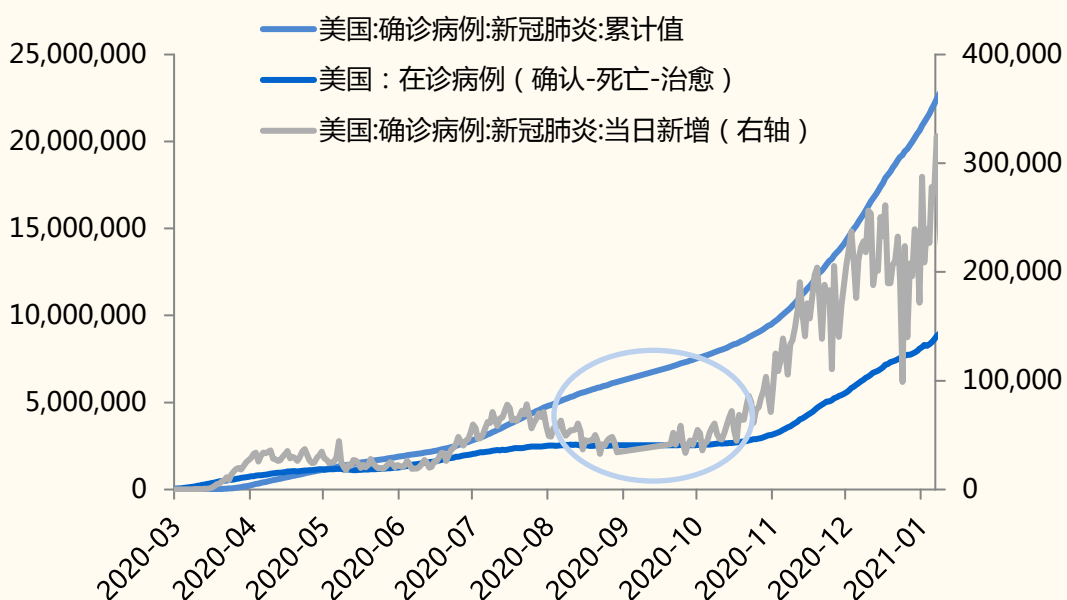


来源：Wind，国金证券研究所

2020年6月11日-8月4日：美联储释放长期维持低利率信号。6月11日美联储发出的6月货币政策会议纪要显示，承诺用所有的工具来促进最大限度就业和价格稳定目标，鲍威尔讨论了经济面临的不确定性以及在经济停滞之时突然失业的所有人员再就业的困难，承诺将在未来几年把利率维持在接近零的水平，并至少以当前的速度继续购买债券，且鲍威尔表示美联储正在考虑控制收益率曲线，收益率曲线控制政策意味着美联储将以利率水平为目标，并尝试通过购买国债来管理利率，直到委员会认为经济渡过难关，这让债券多头士气大振，美债收益率从高位回落。

2020年8月4日-2021年1月5日：疫情对经济的影响边际减弱，叠加美国总统选举尘埃落定，不确定性消除推动10年美债收益率回升。在8月4日，美国10年期国债收益率回落到0.52%的低点之后开始持续反弹，于此同时美国10年实际收益率曲线也开始触底反弹，其背后主要由于**首先**，美国疫情二次爆发后的趋势有所缓解，数据显示，美国7月底的每日新增从71195人回落到8月底的34187人，虽然确诊人数依然处于高位，但是日均新增人数的边际回落使得投资者信心回升。**其次**，疫苗在8月中旬取得了较大的进展。2020年8月11日俄罗斯率先完成全球首个新管疫苗的注册，俄罗斯卫生部长也表示将在2020年10月展开大规模的疫苗接种，而在当晚特朗普宣布再向国内的摩德纳公司订购1亿剂疫苗，加强了市场对经济复苏的预期。**第三**，全球经济处于一个快速回升的通道，外需逐步回暖，叠加在二季度经济挖下“深坑”后，美国各项基本面经济指标均出现V形反弹，尤其是服务业行业，使得实际利率和名义利率都有一定程度的反弹。**第四**，美国总统选举尘埃落定，拜登当选消除政治不确定性。

图表7：美国当日新增病例在8月开始出现回落

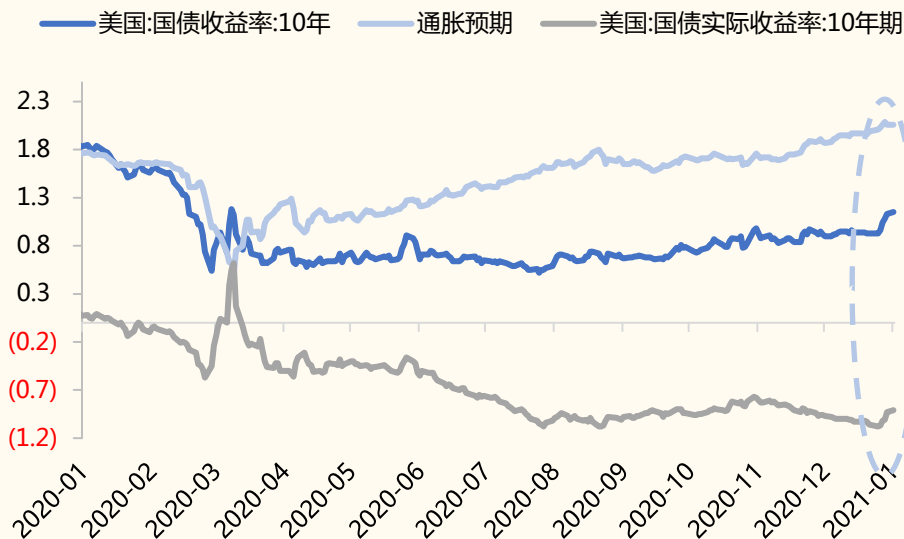


来源：Wind，国金证券研究所

2021年1月5日-至今：货币政策边际转向和民主党控制参众两院，触发美国

10 年国债收益率大幅飙升，直接“突破 1.1%”。1 月 6 日，10 年期美国国债收益率尾盘收涨在 1.04%，且虽然美国非农新增就业人数再次陷入负值，创去年 4 月以来最糟表现，但是美股高开，市场对风险资产的乐观情绪上行。一方面是由于民主党赢得参众两院后，市场对于更大规模的财政刺激期待有所上行，且由于民主党对疫情的态度更为谨慎，市场预期在民主党带领下疫情能够更有效地得到控制，经济复苏的节奏或将有所提前；另一方面由于美联储发布的 12 月会议纪要显示许多与会者指出一旦就业和物价稳定取得“实质性的进展”，美联储就可以开始逐步减少购债规模，让市场开始推断当前是否已经开始像 2013 年伯南克通过前瞻性指引，深化市场预期。另外，我们可以注意到本轮美国名义 10 年美债收益率持续回升中实际利率的回升贡献较多，而非通胀预期，由于实际利率被认为是政策立场和宏观经济状况决定因素的主要衡量标准，进一步证实了近期政治以及政策对债市的影响较强。

图表 8：本轮名义利率上行并非由通胀预期提振



来源：Wind，国金证券研究所

二、未来长端美债收益率上行的空间还有多少？

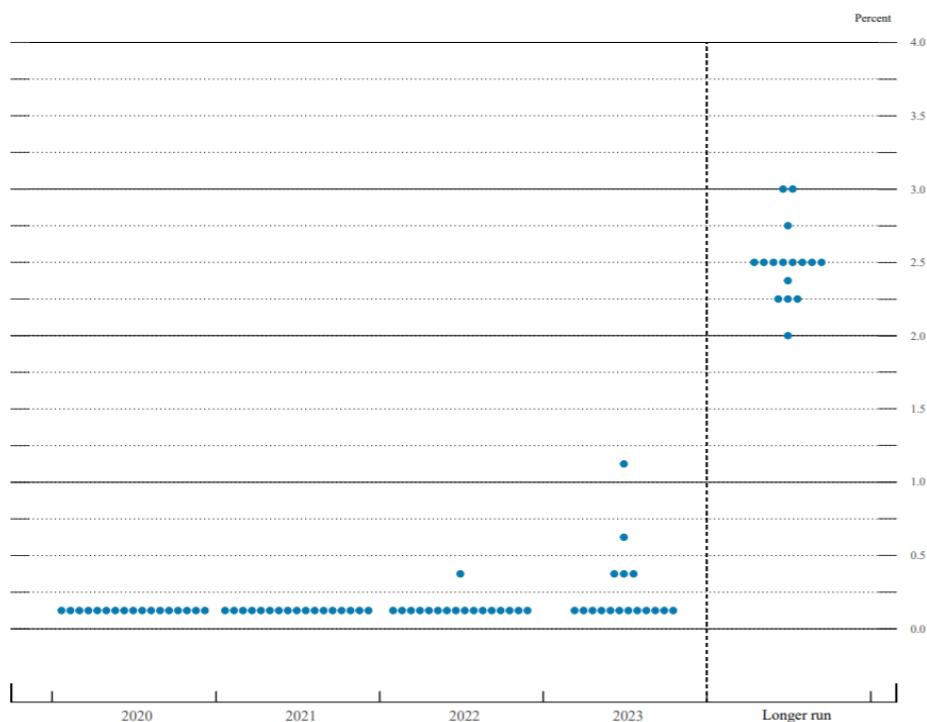
通常 10 年期美国国债长端利率=10 年期预期平均短期利率+期限溢价，然后进行进一步拆分，相当于预期平均短期真实利率+预期平均通胀+期限溢价三个部分，来判断未来长端收益率曲线的趋势。

从目前来看，平均短期均衡利率难以有明显起色。首先，即使美联储调整新的货币政策，中性利率也将较长时间维持在低位。自 2012 年以来，美联储对中性实际利率 r^* 作出重新评估，FOMC 参与者预测长期 r^* 为 2.25%，叠加 2% 的通胀目标，表明中性联邦基金利率将为 4.25%。但是在这之后 8 年中，美联储委员会的成员，以及外部预测者和金融市场参与者一再降低他们对长期 r^* 的估计，从而降低中性的名义政策利率。截至 12 月的最近经济预期摘要中，FOMC 与会者仍然当前的 r^* 仅为 0.5%，长期中性名义利率维持在 2.5%。美联储 8 月公布新的货币政策框架表示将寻求实现 2% 的平均通胀率长期目标，更加侧重实现

充分就业，表明将更长时间维持超低利率宽松货币政策，即使短期通胀超过2%，政策利率也将保持在下限。其次，若2Q经济复苏低于预期或者美股出现较大的调整风险，那么即使美联储想要逐步退出QE，也存在“心有余而力不足”的情况。我们在之前的报告中也提出疫苗目前仍未被充足定价，那么如果疫苗进展不如预期顺利，经济复苏的周期也将被拉长。目前虽然拜登提出了1.9万亿美元的财政刺激，但最终能够落实且能对消费复苏能起到多大的效果仍然无法直接下定论。另外，在零利率下限，货币政策对经济的传导作用也被削弱，美国经济内部结构的复苏不均衡对整体美国GDP中枢提振有限，约束了货币政策推出的力度和退出的时间。

图表9：长期中性名义利率维持在2.5%

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



来源：Wind 国金证券研究所

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_18494

