

# 美联储收益率曲线控制的影响

## 美联储研究系列之一

### 核心结论

收益率曲线控制 (yield curve control)，是一种非常规的货币政策工具。即央行通过购买债券，将特定期限的债券的收益率控制在一定水平。例如，假设美联储宣布一定期限的国债收益率的目标水平，那么未来美联储将会购买该期限的所有高于此目标利率水平的债券。收益率曲线控制和量化宽松两个政策工具都涉及购买债券，但区别是前者重在控制价格，后者重在控制购买数量。

美国、日本和澳大利亚都采用过收益率曲线控制。1) 美国：二战时期财政部大量发行国债以筹集军费，同时美联储开始对美国国债的收益率曲线进行控制。美联储成为最后信用担保人，市场风险偏好提升，投资者追逐风险资产，美国股市在1942年至1951年之间累计上涨超过150%，同时美股的市盈率也从1942年的7.7倍上升到了1946年的22.8倍。2) 日本：2016年9月宣布开始对10年期日本国债实行收益率曲线控制。一方面，日本央行通过QE放缓扩表速度，另一方面日本债券收益率的波动性明显下降。3) 澳大利亚：今年3月开始实行收益率曲线控制，把3年期澳大利亚政府债券收益率目标水平定在0.25%左右；而经济条件相似的新西兰选择了量化宽松QE。但澳大利亚通过收益率曲线控制也达到了政策宽松的目的，同时提振了市场风险偏好。2020Q2澳大利亚和新西兰股指均上涨16%。

我们认为，美联储很有可能会在下半年实施收益率曲线控制。我们判断收益率曲线控制主要有五个影响。1) 收益率曲线控制可以部分代替量化宽松，稳定市场利率的同时又减轻了美联储大幅扩表的负担。2) 美债的波动性将会大幅下降，同时由于央行设定了目标利率水平，因此长债收益率有了天花板，也就钉住了中美利差。目前中美长债利差超过200个基点，居于历史高位，因此减弱了未来中债收益率的上行风险，与低波动的美债相比，中债更加受到债券投资者的青睐。3) 提高美股估值，有利于美股的表现，考虑到A股与美股的市盈率的差距，低估值的A股将会更具吸引力。4) 收益率曲线控制将会引导长端利率下行，稳定利率的预期传导至私人信贷部门，企业融资成本下降，因此有助于刺激实体经济的恢复。5) 收益率曲线控制的潜在风险是通胀大幅上行，但在今年经济衰退的背景下通缩压力大于通胀，因此目前高通胀不会成为制约美联储采取收益率曲线控制的关键因素。

风险提示：政策不及预期。

### 分析师

 雒雅梅 S0800518080002  
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

### 联系人

 张育浩  
 13391178978  
 zhangyuhao@research.xbmail.com.cn  
 陶冷  
 15000831636  
 taoling@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

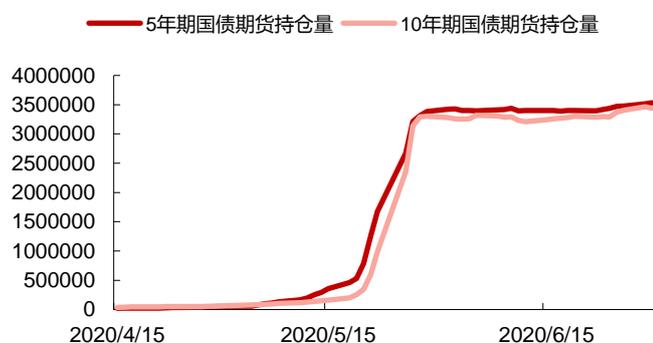
## 美联储今年使用收益率曲线控制的概率上升

收益率曲线控制 (yield curve control), 即央行通过购买债券, 将特定期限的债券的收益率操控在一定水平。例如, 假设美联储宣布一定期限的国债收益率的目标水平(例如 50 个基点), 那么未来美联储将会购买该期限的所有高于此目标利率水平的债券。

收益率曲线控制和量化宽松两个政策工具都涉及购买债券, 但区别是前者重在控制价格, 后者重在控制购买数量。一旦美联储宣布以某个利率水平控制利率, 相当于宣布给市场一个利率看跌期权。如果市场投资者相信央行在实施收益率曲线控制后可以盯住汇率, 那么在实际操作中, 央行就不需要像量化宽松一样购买大量的债券。收益率曲线控制不会像完全量化宽松那样提供更多的增量刺激, 但是它将有效地限制长期利率的上升, 并有助于确保前瞻性指导向市场有效传递, 还可以限制货币供应的增长。此外, 利率的稳定也将有助于降低抵押贷款利率和公司债券收益率。

目前市场投资者对美联储采用收益率曲线控制的预期不断上升。由于巨量的货币和财政政策刺激, 美联储扩表速度逐渐放缓, 大量国债供给可能会推高长期利率, 市场投资者对美联储实施收益率曲线控制的期望越来越高。根据彭博对部分经济学家的调查, 受访者中超过一半的人认为美联储将会实施收益率曲线控制, 多数人预计美联储将在 9 月议息会议宣布。美国 5 年和 10 年期国债期货 (2020 年 9 月交割) 的持仓量从 5 月 20 日开始快速上升, 目前达到了 350 万份左右, 依旧保持高位。根据彭博数据显示, 美国 5 年期国债收益率在 2020/6/29 达到了历史最低点 0.2736%。

图 1: 美国国债期货持仓量 (份)



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

图 2: 美国 5 年期国债收益率



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

除此之外, 6 月美国疫情的二次爆发拖累了美国经济复苏的速度。目前已至少有 18 个州的州长宣布了相应的暂停措施, 推迟了进一步的重启计划。虽然美国 6 月失业率已经连续两个月下降至 11.1%, 但仍然是历史高位。

表 1: 美国各州暂停计划梳理

时间	宣布暂停的地区	措施
2020/6/11	犹他州	暂停目前重启计划
2020/6/11	俄勒冈州	暂停重启计划 7 天
2020/6/15	内华达州	暂缓进入该州第三阶段的计划
2020/6/22	路易斯安那州	延长该州第二阶段 28 天

2020/6/23	密歇根州	暂缓进入该州第五阶段的计划
2020/6/24	北卡罗来纳州	暂停目前重启计划 3 周
2020/6/25	新墨西哥州	暂停重启计划至少一周
2020/6/25	特拉华州	暂缓进入该州第三阶段的计划
2020/6/25	佛罗里达州	暂缓进入该州第三阶段的计划
2020/6/25	德克萨斯州	暂停目前重启计划
2020/6/26	阿肯色州	暂停目前重启计划
2020/6/27	华盛顿州	暂缓进入该州第四阶段的计划
2020/6/29	新泽西州	推迟开放餐厅室内用餐的计划
2020/6/29	纽约州	推迟开放餐厅室内用餐的计划
2020/6/29	怀俄明州	暂停目前重启计划
2020/6/29	加利福尼亚州	关闭部分疫情比较严重的县的酒吧
2020/6/30	亚利桑那州	宣布酒吧, 体育馆, 水上乐园和电影院关闭 30 天, 同时暂停进一步开放计划
2020/6/30	阿拉巴马州	延长建议居民待在家的行政命令至 7 月底

资料来源：公开资料整理，西部证券研发中心

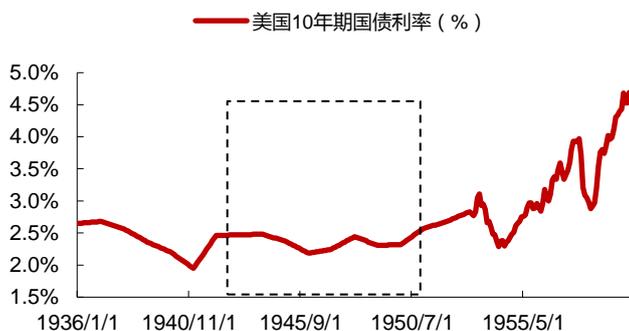
## 历史经验

美国在 1942 年-1951 年曾采用过收益率曲线控制。二战时期，美国财政部大量发行国债以筹集军费，同时美联储开始对美国国债的收益率曲线进行控制，短债利率在 0.375% 以内，长债利率在 2.5% 以内。

由于美联储采取了收益率曲线控制，无限量地购买所有超过目标利率水平的债券，美联储成为了最后信用担保人，市场风险偏好提升，投资者追逐风险资产，美国股市在 1942 年至 1951 年之间大幅上涨。在实施收益率曲线控制的前期，也就是 1942 年-1946 年，美股的市盈率从 7.7 倍上升到了 22.8 倍。

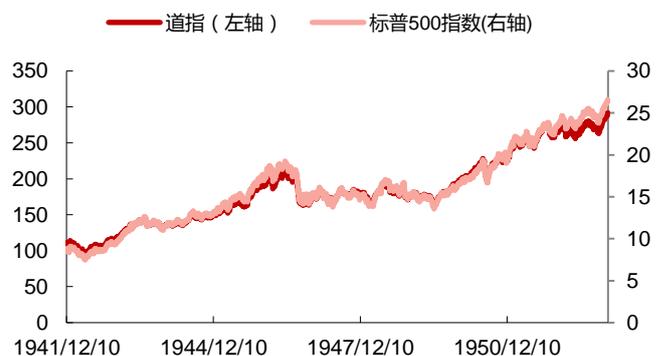
在收益率曲线控制下，美联储通过大量购买债券，从而向市场投放了大量货币。1945 年战争结束，经济迅速恢复，同时由于价格管制被解除、马歇尔计划带来的欧洲需求攀升，通胀上行，美国 CPI 从 1946 年开始上升，最高到 1947 年 3 月达到了 19.7%。

图 3：1942-1951 年美债 10 年期收益率稳定在 2.5% 以内



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 4：1942-1951 年美国股市大涨



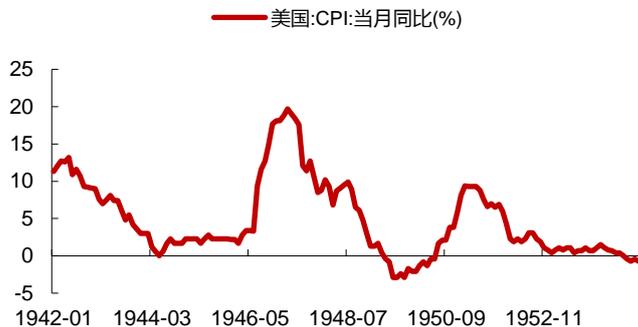
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 5：收益率曲线控制初期提升了股市的估值水平



资料来源：Macrotrends，西部证券研发中心

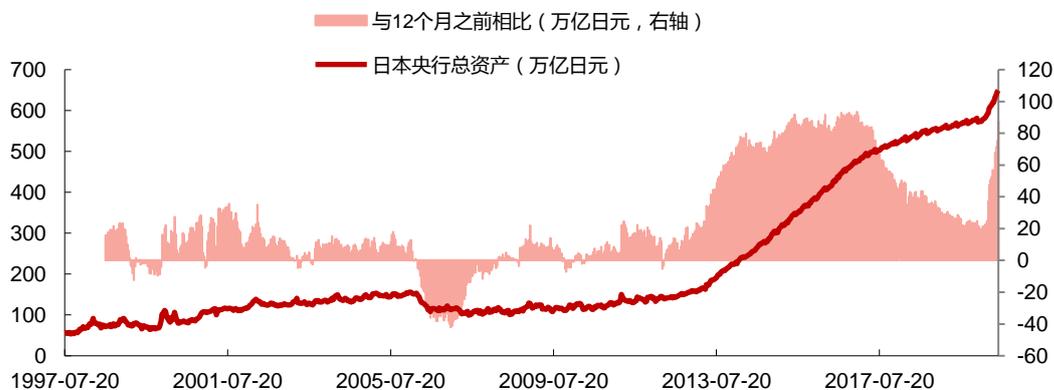
图 6：战后美国通胀大幅上行



资料来源：WIND，西部证券研发中心

日本央行在 2016 年 9 月宣布开始对 10 年期日本国债实行收益率曲线控制，并扩大货币基础供应直至 CPI 超过 2% 的价格稳定目标。同时，日本央行宣布仍然维持每年 80 万亿日元国债购买速度不变。但实际上，由于收益率曲线控制已经达到了稳定利率的目标，因此日本央行在 2019 年中仅购买了 20 万亿日元资产，与 2016 年相比大幅下降。

图 7：日本央行总资产



资料来源：WIND，西部证券研发中心

收益率曲线控制降低了债券收益率的波动性。2016 年 9 月日本央行最初设定 10 年期日本国债收益率接近于 0% (±10 个基点)。随后 10 年期国债收益率并未超过 0.1%，但波动性与以前相比明显下降，在接下来的两年都维持在 0-0.1% 之间。2018 年 7 月日本央行将 10 年期国债收益率波动区间扩大至 ±20 个基点，波动性有所回升，但仍不及实施收益率曲线控制之前的波动性。

日本在 2016 年实施收益率曲线控制后，物价水平由通缩转向通胀，CPI 上行，但日本一直没有达到 2% 的通胀目标，因此收益率曲线控制作为一个货币政策工具，并不能从根本上改变日本低通胀的困境。近几个月来，核心通胀率一直在接近 0.5% 的水平，一直没有达到日本央行最初设定的 2% 的目标。

图 8：日本 10 年期国债收益率



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 9：日本通胀水平

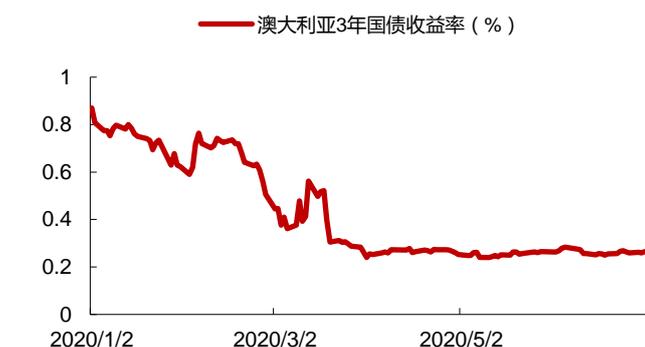


资料来源：WIND，西部证券研发中心

**2020年3月澳大利亚宣布实行降息与收益率曲线控制**，把3年期澳大利亚政府债券收益率目标水平定在0.25%左右；而同样降息至0.25%的新西兰选择了量化宽松QE。钉住了三年期国债利率后，澳大利亚的10年长债利率波动性明显下降。2020Q2澳大利亚的10年期国债收益率累计上行了8.9个基点，而新西兰的10年期国债收益率下行了18.1个基点。

收益率曲线控制部分代替了量化宽松的购债，也达到了宽松目的，提振了市场风偏。2020Q2，澳大利亚和新西兰股指分别上涨16.17%、16.89%。在宽松政策刺激下，两国股市均有不错的回报。

图 10：澳大利亚 3 年期国债收益率



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 11：澳大利亚和新西兰 10 年期国债收益率



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

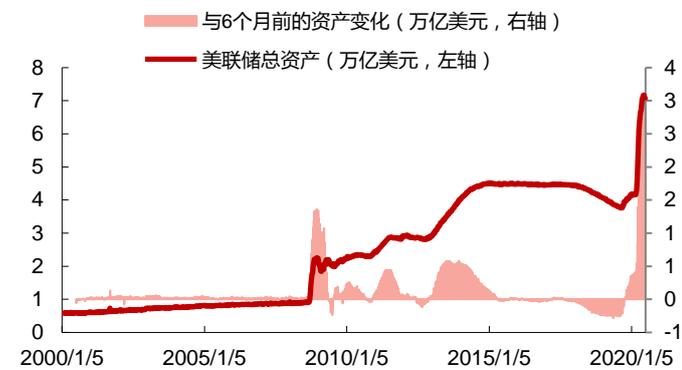
## 核心结论

我们认为，美联储很有可能会在下半年实施收益率曲线控制。我们判断收益率曲线控制主要有五个影响。

1) 收益率曲线控制可以部分代替量化宽松，稳定市场利率的同时又减轻了美联储大幅扩表的

负担。目前美联储的总资产已扩大至 7 万亿美元，较 3 月 18 日当周增加了 2.34 万亿美元，其中美联储从 3 月底至今购买了 1.57 万亿美元的美国国债，但每周的购债速度已经从千亿规模下降至百亿规模。

图 12: 美联储总资产变化



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

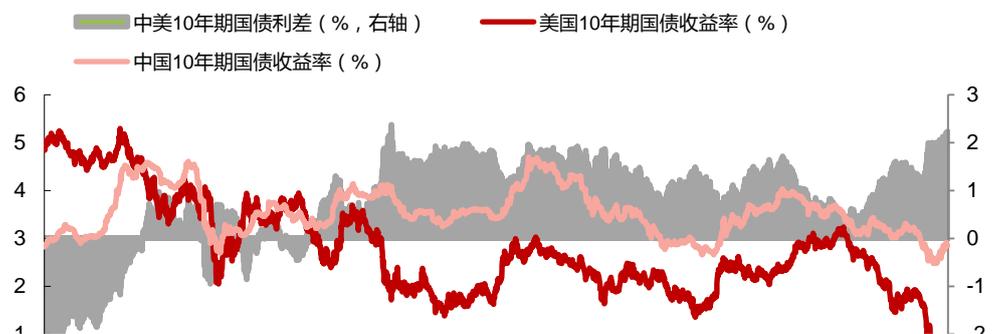
图 13: 美联储每周购买美国国债规模



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

2) 美债的波动性将会大幅下降，同时由于央行设定了目标利率水平，因此长债收益率有了天花板，也就钉住了中美利差。目前中美长债利差超过 200 个基点，居于历史高位，因此减弱了未来中债收益率的上行风险，与低波动的美债相比，中债更加受到债券投资者的青睐。

图 14: 当前中美 10 年期国债利差处于历史高位



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\\_4143](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4143)

