

2021年01月16日

10Y 美债利率走势研判

宏观研究团队

——宏观经济专题

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

近期，10Y 美债利率破 1% 引发广泛讨论，“10Y 美债不会再大幅上行”、“无法破 1.5%”等论调频现。我们基于历史经验及宏观形势演绎，提示 10Y 美债破 2% 概率较大，供参考。

● **10Y 美债利率破 1% 背后：触发因素是美联储鹰派表态，本质是经济向好**

1月初以来，10Y 美债利率快速上行、突破 1%，刷新近 10 个月新高。1月 1 日至 14 日，10Y 美债收益率自 0.93% 快速上行，先后突破 1%、1.1%，刷新 2020 年 3 月以来新高。伴随 10Y 美债收益率快速上行，美德利差（10Y 美债-德债利率）大幅走扩 20bp 至 170bp；与此同时，美元指数也止住跌势、重回 90 以上。

10Y 美债利率破 1% 的触发因素是美联储鹰派表态，背后本质是美国经济前景向好。1 月以来，美联储公布的 FOMC 会议纪要及多位官员讲话，频频提及“缩减 QE 规模”，引发市场对美联储政策转向的担忧。美联储鹰派表态背后，是疫苗推广及民主党统一国会后、拜登有望加码财政刺激等，使美国经济前景进一步向好。

● **历轮美债熊市历史回溯的启示：熊市开启均因经济景气改善、通胀水平抬升**
历轮美债熊市开启，均缘于美国经济景气改善及通胀水平抬升。1990 年至今，美债已历经多轮熊市。历史经验显示，虽然熊市中不同期限的美债走势不尽相同，但长端美债一般领先或同步于短端美债调整。结合历轮美债熊市所处的宏观环境来看，长端美债的“率先”调整，与美国经济景气改善及通胀水平抬升紧密相关。

10Y 美债持续调整的“驱动力”，2008 年前主要来自美联储加息，2008 年后与美债期限利差走扩关联密切。2008 年前，面对经济改善及通胀抬升，美联储往往快速加息；短端美债利率随之大幅上行、带动 10Y 美债上行。2008 年后，因美联储较少使用加息工具，10Y 美债上行与经济向好、推动美债期限利差走扩有关。

● **本轮 10Y 美债走势方向：经济改善、通胀超 2% 环境下，破 2% 概率较大**

以往熊市中，10Y 美债调整幅度约 118-279bp；通胀超 2% 阶段，10Y 美债利率均破 2%。08 年前，美债熊市中，10Y 美债利率均上行至 2%、甚至 4% 以上。08 年后，虽然利率中枢有所下移，但在美国 CPI 同比高于 2% 阶段，10Y 美债利率依然破 2%。其中，2008-2011 年及 2012-2013 年，美联储实施 QE 未改变 10Y 美债走势方向；伴随美国 CPI 同比超 2%，美债期限利差均大幅走扩至 200bp 以上。

从美国经济、通胀及政策的演绎路径视角来看，本轮 10Y 美债利率破 2% 概率较大。一方面，库存回补、财政刺激及疫苗大规模推广等，将推动美国经济修复加快。同时，经济复苏过程中，油价等的上涨可能使美国 CPI 同比在 2 季度前后升至 2%、悲观情景下甚至 4% 以上。经济改善及通胀超 2%，或将推动 10Y 美债破 2%。参照 2013 年政策退出经验，美联储转向越早，10Y 美债破 2% 速度可能越快。

● **风险提示：疫苗效果不及预期。**

相关研究报告

目 录

1、 周度专题：10Y 美债利率走势研判	4
1.1、 一问：近期，10Y 美债利率破 1%的触发因素	4
1.2、 二问：美债熊市大历史回溯的启示	7
1.3、 三问：以史为鉴，本轮 10Y 美债利率走势方向	9
2、 下周重点数据：美国 12 月营建许可、新屋开工总数	13
3、 大类资产回溯：美元大涨，主要股指多数下跌	14
4、 风险提示	15

图表目录

图 1： 1 月初以来，10Y 美债利率快速上行	4
图 2： 伴随 10Y 美债利率上行，美德利差走扩、美元止跌	4
图 3： 美联储释放政策信号后，市场担忧更快加息	4
图 4： 美联储释放政策信号后，美债曲线持续陡峭化	4
图 5： 美国经济领先指标 WEI 指数持续抬升	5
图 6： 民主党赢得佐治亚州参议员选举后统一了国会	5
图 7： 油价大涨带动美国通胀预期快速抬升	6
图 8： 伴随通胀预期抬升，10Y 美债利率进一步上行	6
图 9： 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	7
图 10： 2008 年前，10Y 美债持续调整的驱动力，主要来自美联储快速加息下、短端美债收益率大幅上行	7
图 11： 美债期限利差与美国宏观经济形势密切相关	8
图 12： 2Y 美债利率走势主要受美国货币环境影响	8
图 13： 2008 年后，10Y 美债持续调整的驱动力，更多来自美债期限利差的大幅走扩	8
图 14： 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 15： 2008 年后，通胀上行推动美债期限利差走扩	10
图 16： 2008 年后，经济景气改善推动美债期限利差走扩	10
图 17： 美国库存增速止跌反弹，库存领先指标大幅抬升	10
图 18： 财政刺激支持下，美国居民状况非常好	10
图 19： 年初以来，美国疫苗接种速度开始加速	10
图 20： 美国有望在年中前后接近全民免疫目标	10
图 21： 美国与原油消费相关的服务消费，前期修复较慢	11
图 22： 美国消费景气基本主导了全球原油消费的变化	11
图 23： 美国服务消费修复加快，将带动油价上涨	11
图 24： 油价上涨及低基数，易推升美国 CPI 同比升破 2%	11
图 25： 就业恢复程度，将影响美联储调整政策时点	12
图 26： 美国与线下经济活动相关性高的行业就业恢复慢	12
图 27： 2013 年，因美联储提及的收紧政策的时点早于市场预期，10Y 美债利率 3 个月内上行了 100bp	12
图 28： 当周，美元上涨，欧元下跌，英镑上涨	14
图 29： 当周，美元走势强于欧元	14
图 30： 当周，主要国家 10Y 国债收益率分化	14
图 31： 当周，10Y 美债收益率下行	14
图 32： 当周，全球主要发达股指多数下跌	15

图 33: 当周, 纳斯达克下跌, 恒指上涨	15
图 34: 当周, WTI、Brent 原油价格双双下跌	15
图 35: 当周, COMEX 黄金价格下跌	15
表 1: 美联储 FOMC 成员最新表态汇总	5
表 2: 国会统一背景下, 拜登的各项政策主张落地前景	6
表 3: 1990 年以来, 10Y 美债历次大调整幅度整理	9
表 4: 海外重点数据发布日期情况	13

1、周度专题：10Y 美债利率走势研判

事件：1月初以来，10Y 美债收益率快速上行、突破 1%，刷新近 10 个月新高。

资料来源：Wind

1.1、一问：近期，10Y 美债利率破 1% 的触发因素

1月初以来，10Y 美债利率快速上行、突破 1%，刷新近 10 个月新高。1月 1 日至 14 日，10Y 美债收益率自 0.93% 快速上行，先后突破 1%、1.1%，刷新 2020 年 3 月以来新高。伴随 10Y 美债收益率快速上行，美德利差（10Y 美债-德债利率）大幅走扩 20bp 至 170bp；同时，美元指数止住跌势、重回 90 以上。

图1：1月初以来，10Y 美债利率快速上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

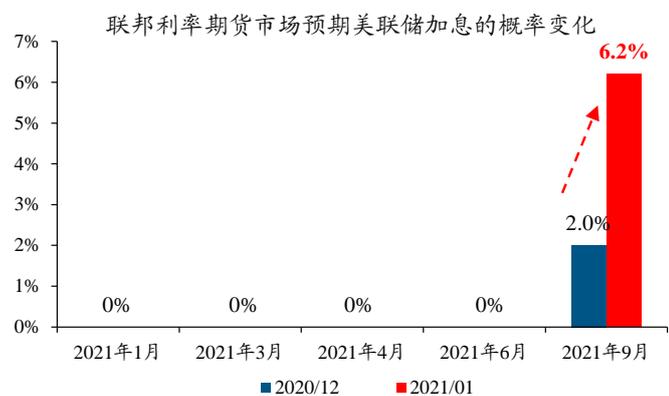
图2：伴随 10Y 美债利率上行，美德利差走扩、美元止跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

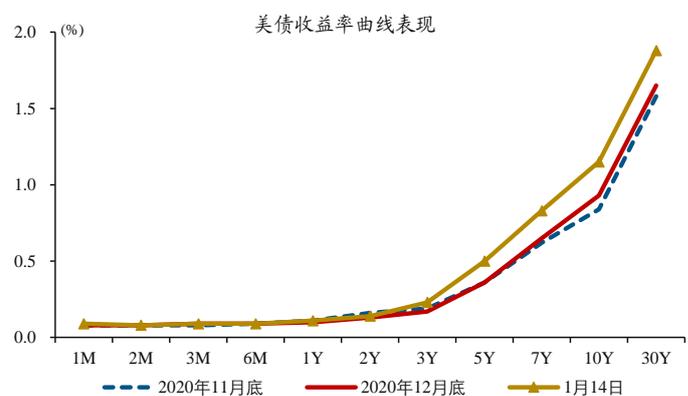
10Y 美债利率快速上行的直接触发因素，是美联储暗示不再加码货币宽松、并且内部已开始讨论政策退出路径。1月 6 日，美联储公布的 12 月 FOMC 会议纪要披露，“所有联储官员均认为当前购债速度适宜；部分官员指出，一旦在实现就业和物价目标方面取得实质性进一步进展，就可开始‘逐渐减少’购债”。随后，多位 FOMC 委员公开表达了对美国经济前景的乐观立场，亚特兰大联储主席 Bostic 更是宣称“对 2021 年末缩减 QE 购债规模持开放态度”。美联储一系列政策信号释放后，市场开始担忧美联储将更早地收紧货币政策，美债利率曲线随之加速“陡峭化”。

图3：美联储释放政策信号后，市场担忧更快加息



数据来源：CME、开源证券研究所

图4：美联储释放政策信号后，美债曲线持续陡峭化



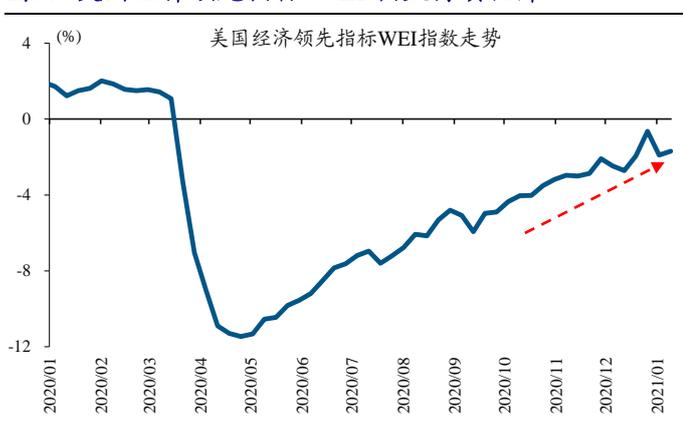
数据来源：Wind、开源证券研究所

表1: 美联储 FOMC 成员最新表态汇总

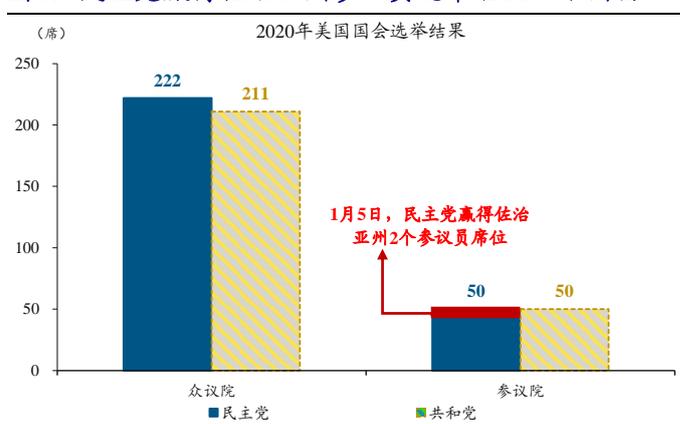
姓名	职位	立场	投票状态	最新表态
Jerome Powell	主席	中立	常任	
Richard Clarida	副主席	中立	常任	对美国经济前景更为乐观，不担心美债收益率上行
John C. Williams	纽约联储主席	中立	常任	
Randal Quarles	金融监管副主席	中立	常任	
Lael Brainard	理事	中立	常任	
Michelle Bowman	理事	中立	常任	
Chris Waller	理事	中立	常任	
Thomas I. Barkin	里士满联储主席	鸽派★	2021年	预计美国经济将在2021年下半年表现强劲
Raphael W. Bostic	亚特兰大联储主席	鸽派★★	2021年	对2021年末潜在的削减购债规模计划持开放态度
Mary C. Daly	旧金山联储主席	鹰派◆	2021年	
Charles L. Evans	芝加哥联储主席	鸽派★	2021年	对2021年的美国经济感到乐观

资料来源: Fed、开源证券研究所

10Y 美债利率快速上行背后的本质，是疫苗持续推广及民主党统一国会等，使美国经济前景进一步改善。美联储官员公开讨论政策退出，缘于对美国经济前景“充满信心”。2020年12月以来，随着疫苗接种工作开启，美国线下经济活动加速升温，经济领先指标 WEI 指数、制造业 PMI 指数等纷纷大幅抬升。与此同时，民主党正式统一国会（1月5日赢得佐治亚州参议员选举），让新任总统拜登有望顺利实施新一轮财政刺激、推动经济加快恢复。根据最新公布的财政刺激方案，拜登计划提高对美国居民的现金援助，并增加联邦失业救济金、为州及地方政府提供财政援助等。

图5: 美国经济领先指标 WEI 指数持续抬升


数据来源: St Fed、开源证券研究所

图6: 民主党赢得佐治亚州参议员选举后统一了国会


数据来源: CNN、开源证券研究所

表2: 国会统一背景下, 拜登的各项政策主张落地前景

领域	拜登政策主张	政策落地的通过标准	政策前景
新一轮 财政刺激	1、将现金支票从每人 600 美元提高到每人 2000 美元; 2、补充疫苗资金, 确保 100 天内完成 1 亿剂疫苗接种; 3、对州和地方提供新一轮的资金支持; 4、对小企业提供房租豁免和援助; 5、要求免除学生债务并重新开放学校。	审批权归属国会	落地概率较大
税收	废除特朗普政府对公司和富人的减税措施, 将富人最高所得税率从 37% 提高至 39.6%, 将企业所得税率从 21% 提高至 28%, 征收金融交易税。	审批权归属国会	落地概率较大
基础设施	1、建立现代基础设施; 2、在建筑物的能源效率方面进行重大投资, 包括完成 400 万次改造和建造 150 万套经济适用房; 3、在清洁能源研究上花费 4,000 亿美元; 4、制定燃油经济性标准以支持电动汽车; 5、恢复电动汽车税收抵免;	审批权归属国会	较难落地
医疗	主张平价医疗法案 (Affordable Care Act), 与私人医保并存; 提倡增加税收抵免的价值以降低保费, 将覆盖范围扩大到低收入的美人; 保护宪法规定的流产权。	审批权归属国会	较难落地
外交、贸易	1、取消对美国企业伤害较大的贸易摩擦; 2、制定一项为期 4 年的 40 亿美元中美洲区域战略; 3、履行伊朗核协议, 使伊朗无法获得核武器; 4、推进朝鲜半岛无核化的目标; 5、扩展《新 START 条约》, 将其作为美国和俄罗斯之间战略稳定的基础, 并用作新军备控制安排的基础。	行政命令	容易落地

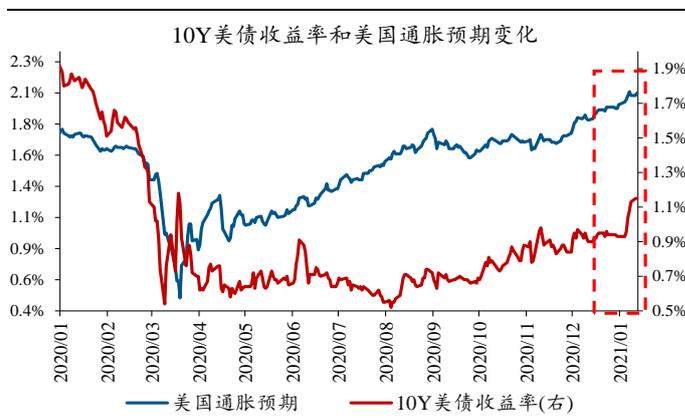
资料来源: 拜登竞选官网、US Congress、开源证券研究所

油价大幅上涨、带动美国通胀预期持续升温, 也推动了 10Y 美债利率的上升。

美国、欧洲等消费型经济体疫苗接种工作的开启, 以及 OPEC+ 控制整体增产节奏 (沙特自愿多减产, 以“抵消”俄罗斯、哈萨克斯坦的增产), 共同推动油价持续大涨。1 月 1 日至 14 日, Brent、WTI 油价分别上涨 9.9%、10.7% 至 56.42、53.57 美元/桶。伴随油价大涨, 美国通胀预期快速抬升, 带动 10Y 美债利率进一步上行。

图7: 油价大涨带动美国通胀预期快速抬升


数据来源: Wind、开源证券研究所

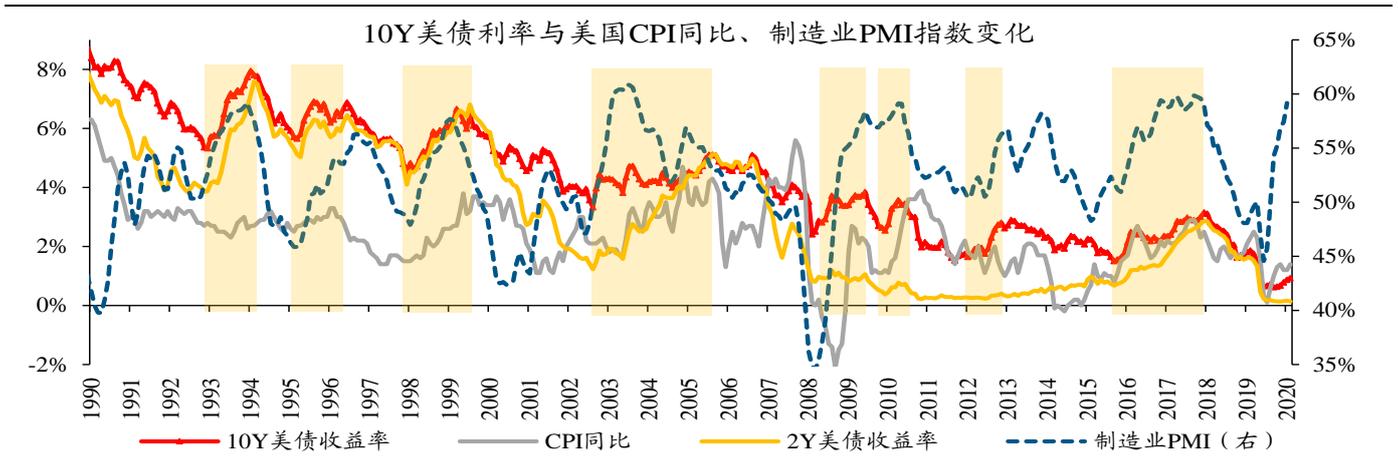
图8: 伴随通胀预期抬升, 10Y 美债利率进一步上行


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、二问：美债熊市大历史回溯的启示

回溯历史，历轮美债熊市开启，均缘于美国经济景气改善及通胀水平抬升。1990年至今，美债已历经多轮熊市。历史经验显示，虽然历轮熊市中不同期限的美债走势不尽相同，但长端美债一般领先或同步于短端美债调整。与此同时，结合历轮美债熊市所处的宏观环境来看，长端美债的“率先”调整，与美国经济景气改善及通胀水平抬升紧密相关。

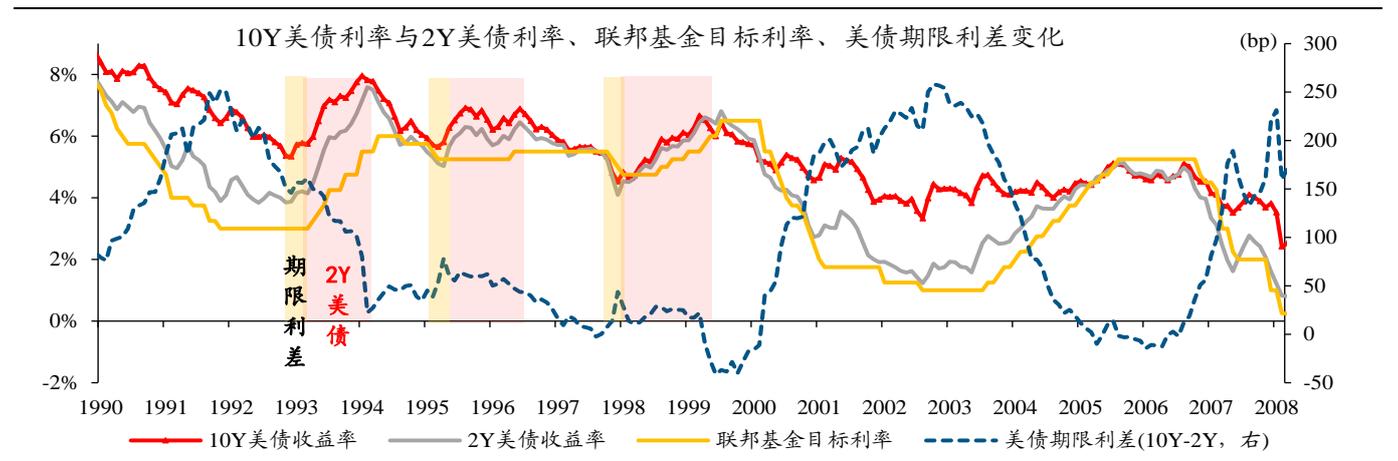
图9：历轮美债熊市的开启，与美国经济景气改善及通胀水平抬升密切相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

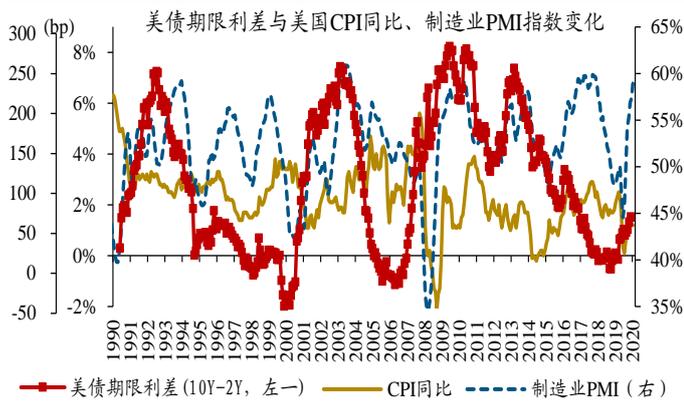
2008年前，10Y美债持续调整的“驱动力”，主要来自美联储快速加息下、短端美债收益率的大幅上行。10Y美债收益率可拆分为2Y美债收益率和美债期限利差（10Y-2Y）。其中，2Y美债收益率与美国联邦基金目标利率走势基本一致，主要受美国货币环境影响；同时，美债期限利差（10Y-2Y）与美国宏观经济形势密切相关。2008年前，伴随美国经济景气改善及通胀水平抬升，美债期限利差开始走扩，推动10Y美债利率上行。但随后受美联储快速开启加息周期影响，2Y美债收益率大幅上行，替代了美债期限利差、成为10Y美债收益率持续上行的“驱动力”。

图10：2008年前，10Y美债持续调整的驱动力，主要来自美联储快速加息下、短端美债收益率大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 美债期限利差与美国宏观经济形势密切相关



数据来源: Wind、开源证券研究所

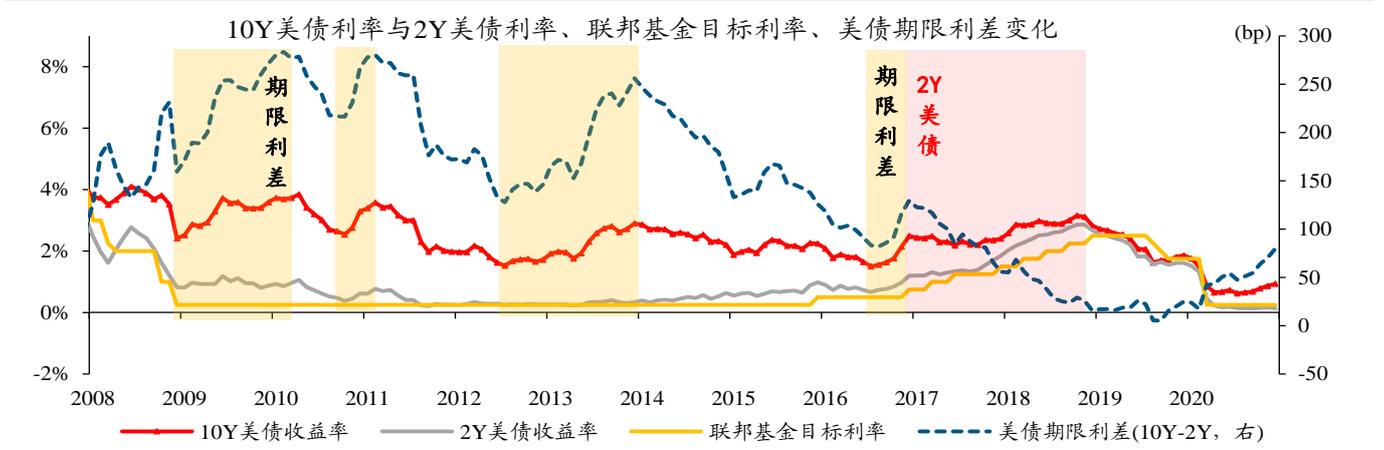
图12: 2Y美债利率走势主要受美国货币环境影响



数据来源: Wind、开源证券研究所

2008年后，10Y美债持续调整，与美债期限利差持续、大幅走扩关联密切。与2008年前不同，2008年后，因为引入了非常规的政策工具QE(或缩表)，美联储使用加息(或降息)工具的频率大幅下降。而这，直接改变了10Y美债利率走势的“驱动力”。以2009年至2015年为例，由于美联储维持基准利率不变，2Y美债利率的走势显著“钝化”。伴随着美国经济景气改善及通胀水平抬升，美债期限利差持续、大幅走扩，推动10Y美债利率持续上行。当然，2017年美联储开始加快加息节奏后，10Y美债调整的驱动力，又回到了短端美债利率的大幅上行。

图13: 2008年后，10Y美债持续调整的驱动力，更多来自美债期限利差的大幅走扩



数据来源: Wind、开源证券研究所

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_164

