

总量研究

议息会议召开在即，美联储如何控制美债收益率

——2021年3月美联储议息会议前瞻

要点

近日，美债收益率快速上行已引起全球金融市场大幅动荡，美股连续多日暴跌，中国等新兴市场也未能幸免于难。我们认为，若美债收益率过快上行，将严重阻碍全球经济复苏，届时，美联储或将不得不采取行动，抑制美债收益率过快上行，而扭转操作和收益率曲线控制或成美联储首选工具。

美债收益率过快上行将阻碍美国经济复苏。一是美债实际收益率与美国30年期住房抵押贷款利率在历史上高度相关，其过快上行将冲击美国房地产市场；二是收益率上行将抬升企业融资成本；三是美债收益率过快上行易冲击美股。

美联储曾于1961年和2011年开展扭转操作，成功拉低长期美债收益率。1961年2月美联储宣布采取扭转操作，从1961年延续至1965年，总计购买约88亿美元长期国债，并卖出74亿美元短期国债，规模占当时美国国债发行额的4.7%（QE2规模占当时美债发行额的7%）。2011年9月，美联储宣布再次启动扭转操作（OT2），第一阶段从2011年9月至2012年6月，总操作金额约为4000亿美金；第二阶段从2012年7月至2012年12月，金额约为2670亿美金。扭转操作成功压低美债收益率。OT2期间美股及美元上涨，而新兴市场股票有所下跌。

二战时期美联储开展收益率曲线控制，降低财政融资成本。收益率曲线控制（YCC）可明确具体的债券收益率控制范围，预期引导作用较强。美联储仅在二战期间采用过收益率曲线控制，主要目的是降低国债发行成本。

若美债收益率进一步上行，美联储或采取行动。第一，若美债收益率过快上行将冲击美股和全球金融市场，抬高美国企业融资成本，打乱美国经济复苏节奏，这是美联储不愿看到的。第二，目前短端利率下行压力加大。第三，目前美国政府杠杆又回到高位，2020年10月政府债务占GDP比例达127%，在1.9万亿财政刺激法案落地后，美国2021年财政赤字将飙升至21%。

通过OT或YCC，美联储可控制美债收益率，从而有效降低财政部债务成本，配合拜登各项经济复苏法案，引导美国更好走出新冠肺炎疫情下的衰退。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogegge@ebsecn.com

相关研报

出口旺、地产强、社零暖，一季度继续强复苏——2021年1-2月实体经济数据点评（2021-03-16）

美国通胀怎么看——光大宏观周报（2021-03-14）

信贷数据淡季不淡，企业融资需求旺盛——2021年2月金融信贷数据点评（2021-03-11）

通胀进入上行通道，但难以成为货币政策掣肘——2021年2月价格数据点评（2021-03-10）

欧美消费复苏快于生产，消费品出口继续上行——2021年1-2月贸易数据点评（2021-03-07）

1.9万亿法案参议院闯关成功，投向哪里，有何不同——《全球朱格拉周期开启》第四篇（2021-03-07）

两会亮点：实际财政超预期，推动基建强势反弹——2021年全国两会点评报告（2021-03-06）

美国财政刺激步入最后一公里——《全球朱格拉周期开启》第三篇（2021-03-16）

“碳中和”下的中国方案——《全球朱格拉周期开启》第二篇（2021-03-01）

疫情冲击2月PMI数据，但业务活动预期大幅好转——2021年2月PMI数据点评兼光大宏观周报（2021-02-28）

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应链再造——2021年春季宏观策略报告（2021-02-23）

目 录

一、美债收益率过快上行将影响美联储政策	4
二、扭转或收益率曲线控制或成首选工具	5
2.1 扭转操作	5
2.2 收益率曲线控制	8
2.3 若美债收益率进一步上行，美联储或采取行动	10

图目录

图 1：抵押贷款利率与美债收益率高度相关（%）	4
图 2：美债收益率上升推升企业融资成本（%）	4
图 3：2018 年初美债收益率快速上行冲击美股	5
图 4：OT1 操作下美联储收益率曲线走平（%）	6
图 5：QT1 期间 10 年期和 1 年期美债利差下降（%）	6
图 6：OT2 前美国经济持续低于预期	6
图 7：OT2 前美股经历暴跌	6
图 8：OT2 引导长端美债收益率持续下降（%）	7
图 9：OT2 带动美国房地产市场回暖	8
图 10：OT2 开展后美国失业率加速下降（%）	8
图 11：OT2 期间美股显著上涨	8
图 12：二战期间美股政府财政赤字和政府债务快速上升（%）	9
图 13：YCC 下，短端国债收益率保持稳定	10
图 14：YCC 下，长期国债和投资级公司债收益率保持稳定	10
图 15：近期短期美债收益率快速下行（%）	11
图 16：近期 TGA 账户余额下降（百万美元）	11
图 17：美国政府债务占比持续上升（%）	11

表目录

表 1：OT1 时期美联储持有的国债期限分布占比（%）	6
表 2：OT2 时期美联储购债期限分布（%）	7
表 3：二战期间美联储 YCC 进程	10

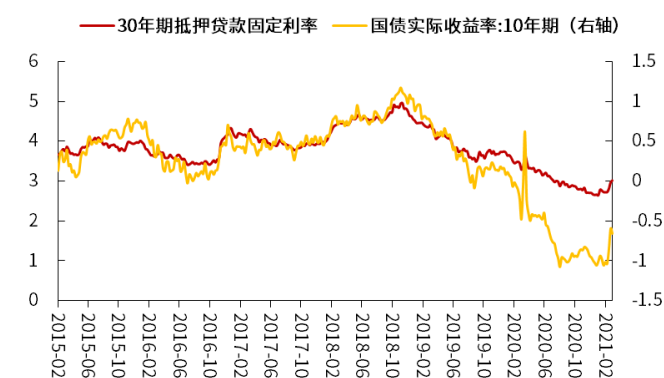
一、美债收益率过快上行将影响美联储政策

近日，十年期国债收益率持续上涨，迅速突破 1.5%，已恢复至疫情前水平。美债收益率作为全球最重要的无风险利率，是大类资产定价的锚之一，其快速上行已引起全球金融市场大幅动荡，美股连续多日暴跌，中国等新兴市场也未能幸免于难。我们认为，若美债收益率过快上行，将严重阻碍全球经济复苏，届时，美联储或将不得不采取行动，抑制美债收益率过快上行，而扭转操作和收益率曲线控制或成美联储首选工具。

第一，美债收益率过快上行将冲击美国房地产市场。10 年期美债实际收益率与美国 30 年期住房抵押贷款利率在历史上高度相关，美债收益率快速上行已带动房地产利率回升，上周 30 年期抵押贷款利率已重回 3% 以上，达到 2020 年 8 月水平。房地产贷款利率快速上升，将抑制房地产投资，从而阻碍美国经济复苏。

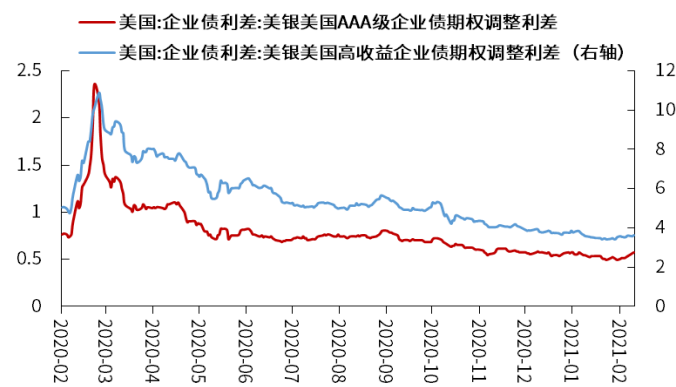
第二，将抬升企业融资成本。美债收益率上行将传导至企业融资成本端。一方面，无风险利率上升势必推升企业融资利率；另一方面，信用利差也将伴随无风险利率上升，近日美国投资级公司债和高收益债的 OAS 利差已经走阔。在此情况下，若美债收益率过快上行，将影响企业融资环境，推高企业成本，增高破产概率，从而进一步影响美国就业市场。

图 1：抵押贷款利率与美债收益率高度相关（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

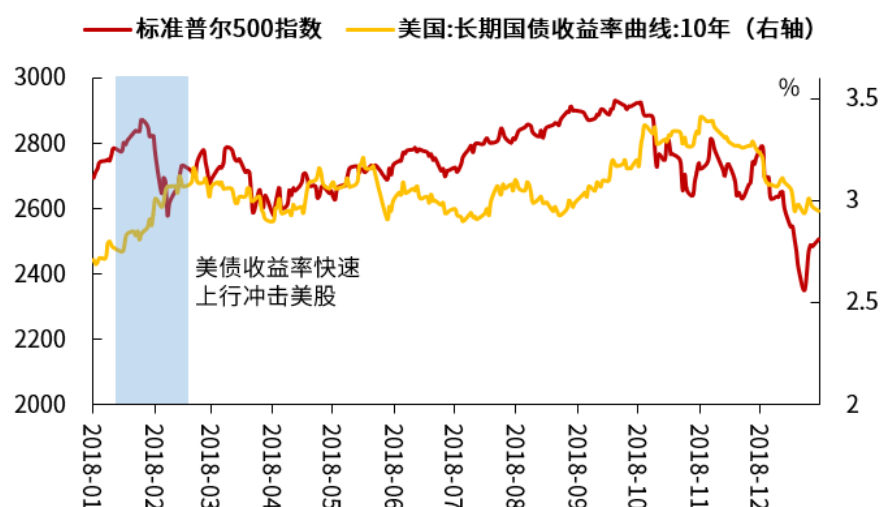
图 2：美债收益率上升推升企业融资成本（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

第三，将冲击美国股市。随着美债收益率不断上升，美股会受到持续性的估值压力，甚至出现较大幅度的下跌。除近期外，历史上美债收益率加速上行也多次冲击美股。如，2013 年 5 月，美联储主席伯南克释放 QE 缩减信号，引发市场出现“缩减恐慌（Taper Tantrum）”，美债利率迅速抬升，同时对美股产生阶段性负面冲击，标普 500 在此次冲击中下跌幅度近 6%，持续时间为 1 个月左右。2018 年初，由于美联储对经济前景较乐观，释放超预期鹰派信号，强化市场对于美联储全年将多次加息的预期。美债利率因此快速冲高，标普 500 在此期间出现急跌，整体跌幅达到 10%，持续时间为半个月左右。

图 3：2018 年初美债收益率快速上行冲击美股



资料来源：Wind，光大证券研究所

美联储或推出扭转操作和收益率曲线控制，抑制美债利率过快上行。由于美债过快上行将打乱美国经济复苏节奏和金融市场稳定，在全球流动性充裕背景下，市场也对美联储进一步行动充满期待。在此情况下，美联储或将不得不采取行动，抑制美债收益率过快上行，而扭转操作和收益率曲线控制或成美联储首选工具。

二、扭转和收益率曲线控制或成首选工具

2.1 扭转操作

扭转操作（Operation Twist, OT）指在不扩大资产负债表规模前提下，央行买入长期债券，卖出短期债券，从而抬升短端利率，降低长端利率，从而扭转整个收益率曲线。在此情况下，企业融资环境较为宽松，央行从而在保持货币基础总供给不变的同时，引导和促进经济增长。

美联储于 1961 年 2 月首次推出扭转操作（QT1）。1961 年，美国尚未走出朝鲜战争后的衰退，同时面临严重国际收支赤字。当时仍处于布雷顿森林体系下，世界主要工业国货币与美元挂钩，美元跟黄金挂钩。一方面，美国必须根据他国要求，无条件将美元兑换成黄金，从而导致美国实质上黄金储备大量流失；另一方面，当时美国资产回报率低于欧洲，导致资本大量流出。因此，美国面临政策困境，要么选择扩张性政策刺激消费走出衰退，要么选择紧缩性政策抑制国际收支赤字和黄金流失。

1961 年 2 月美联储宣布采取扭转操作，将卖出短期国债并买入长期国债，通过拉低长端利率刺激经济，提升短期利率吸引外国投资者。OT1 从 1961 年延续至 1965 年，总计购买约 88 亿美元长期国债，并卖出 74 亿美元短期国债，规模占当时美国国债发行额的 4.7%（QE2 规模占当时美债发行额的 7%）。通过这一

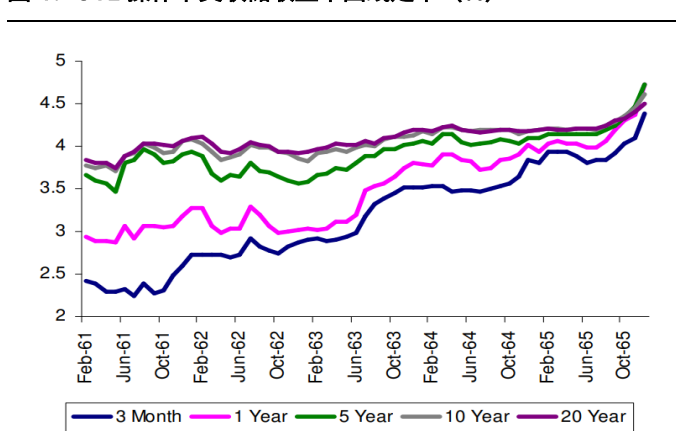
操作,美联储成功拉平收益率曲线,1年期与10年期国债利差从1961年的1.03%降低到1966年的0.31%。美国黄金流失从1960年的20亿美元降低至1963年的5亿美元。但这一政策并未有效应对国际收支赤字。

表 1: OT1 时期美联储持有的国债期限分布占比 (%)

项目	1960 年 OT1 前	1961 年 OT1 后
有票息的短期证券	33	6
T-Bills (1 年期以下)	10.6	11.1
T-Bills (1-5 年)	46	69
T-bond (5 年以上)	9	13

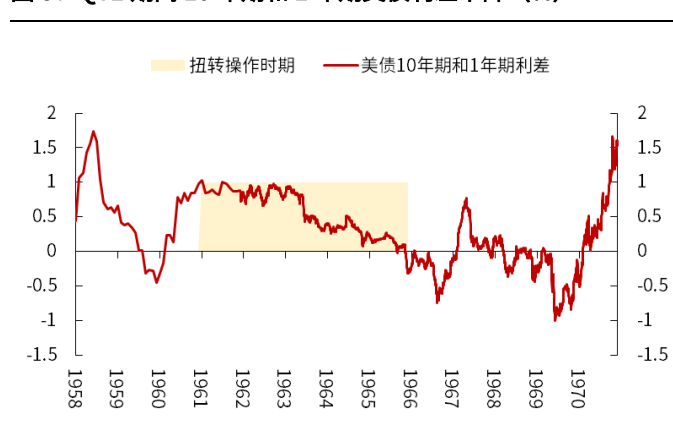
资料来源: STCI, 光大证券研究所

图 4: OT1 操作下美联储收益率曲线走平 (%)



资料来源: STCI, 光大证券研究所

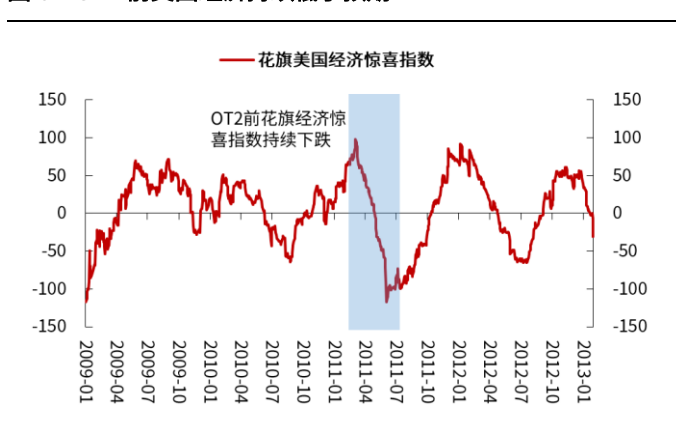
图 5: QT1 期间 10 年期和 1 年期美债利差下降 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2011 年美国面临挑战。2011 年中,美国尚未从 2008 年金融危机中完全复苏,失业率仍较高,同时 2011 年欧债危机兴起,美国经济面临严峻挑战,经济指标持续低于预期,花旗经济惊喜指数连续下跌。2011 年 8 月初,标普将美国主权信用评级及由 AAA 下调至 AA+, 是美国历史上首次主权信用评级被下调,当月,美国股市暴跌。

图 6: OT2 前美国经济持续低于预期



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7: OT2 前美股经历暴跌



资料来源: Wind, 光大证券研究所

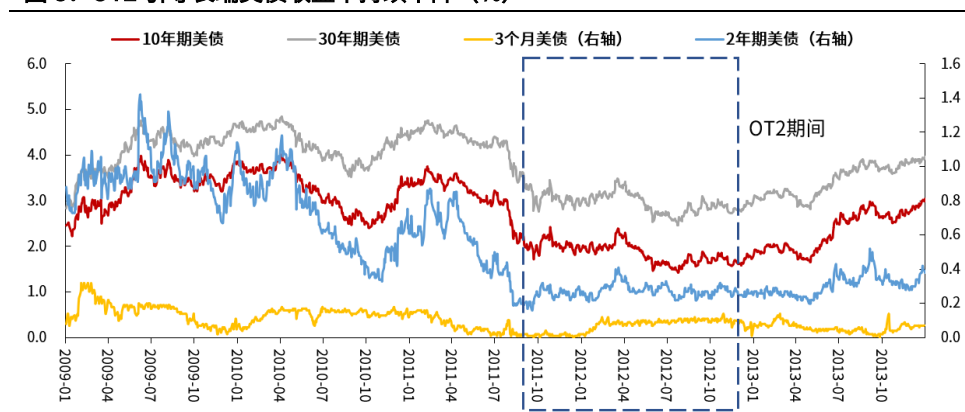
2011年9月美联储重启扭转操作（OT2）。为提振美国经济，2011年9月，美联储主席伯南克宣布再次启动扭转操作（OT2）。OT2分两阶段，第一阶段从2011年9月至2012年6月，总操作金额约为4000亿美元；第二阶段从2012年7月至2012年12月，金额约为2670亿美元。这一操作成功压低美债收益率，2012年7月10年期美债收益率最低下探至1.40%左右。在扭转操作结束，美联储引入QE4之后，收益率则逐渐上升。

表 2：OT2 时期美联储购债期限分布（%）

期限	占比%	金额（十亿美元）
6-8 年	32	128
8-10 年	32	128
10-20 年	4	16
20-30 年	29	116
TIPS6-30 年	3	12

资料来源：STCI，光大证券研究所

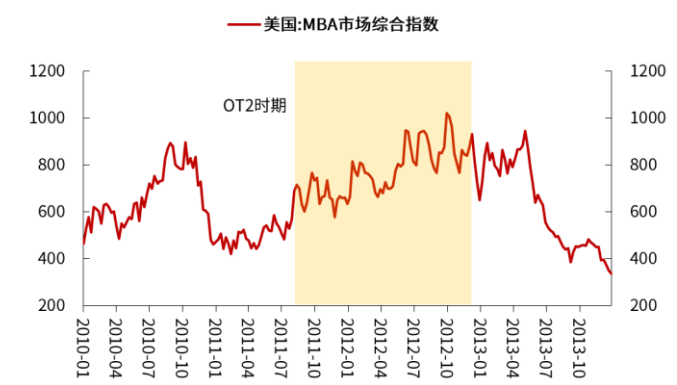
图 8：OT2 引导长端美债收益率持续下降（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

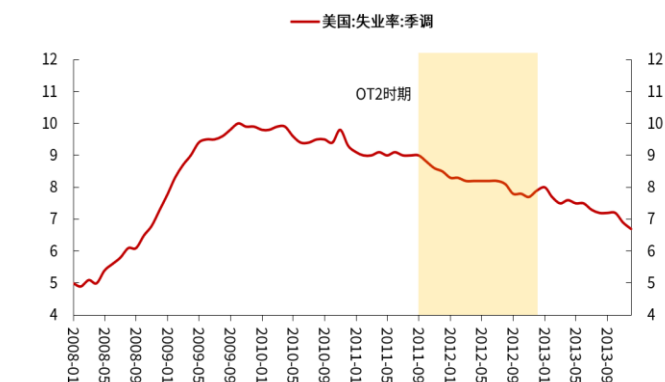
OT2 引导美国经济回暖。在美联储 OT2 引导下，一方面，美债长端收益率始终维持在相对较低位置，引导房地产抵押贷款利率下行，同时，企业融资条件较为宽松，就业市场回暖，金融市场波动下降，美股也逐步回升。另一方面，美联储并未采取 QE 等宽松政策，未向市场投放过多基础货币，减轻了美联储购债压力。

图 9： OT2 带动美国房地产市场回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：1990 年 3 月 16 日=100

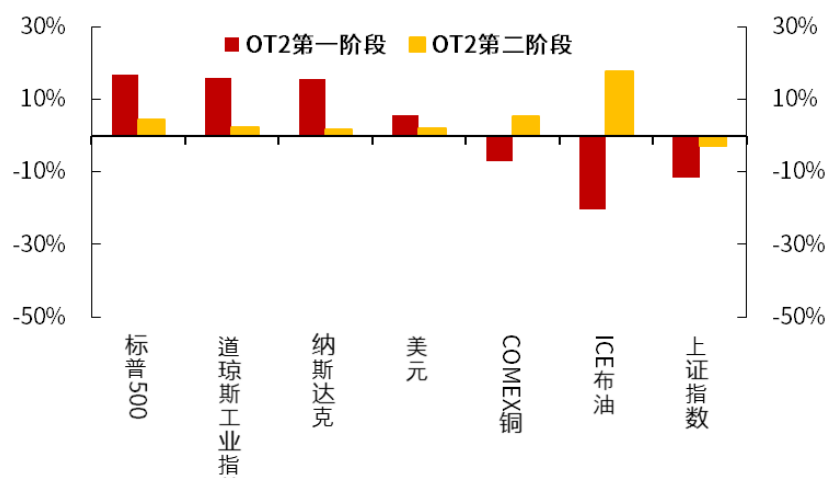
图 10： OT2 开展后美国失业率加速下降（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

OT2 期间美股显著上涨。美联储推出 OT2 后，美股开始反弹，从 2011 年 9 月至 2012 年 6 月底 OT2 第一阶段结束时，标普 500、道琼斯工业指数和纳斯达克指数涨幅达 16.75%、15.78% 和 15.64%，美元指数也小幅上涨，而铜和原油等在此期间跌幅较大，上证指数也有所下降。2012 年 7 月至 2012 年底 OT2 正式推出，美股和美元仍小幅上涨，原油回升，上证指数小幅下跌。

图 11： OT2 期间美股显著上涨



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_17428

