

宏观动态跟踪报告

美债收益率下一步

■ 核心摘要

本文分析美债收益率此番骤增的原因，并在此基础上展望未来美债收益率上行的节奏与空间。我们认为：

1、近期美债收益率为何骤增？2月12日以来，美债收益率上行的驱动力从“通胀预期”转为“实际利率”，而促使10年美债收益率在2月25日骤升至1.54%的，正是美联储对美债收益率上行的乐观表态。2月24日鲍威尔在出席众议院金融服务委员会听证会时表示，“美债收益率的上升是由于预期通胀和经济增长将会复苏”。美联储开放式QE是2020年美债实际利率显著为负的关键所在。新冠疫情影响下，美联储持有中长期国债占比从2020年2月的16.4%骤增至7月28.2%，2021年1月进一步增至29%。如此大规模的量化宽松举措下，尽管2020年6月以来美国经济预期就显著转好，但美联储购债致使美债实际利率进一步探底至-1%左右。可见，美联储政策转向的快慢，对于美债实际利率能在何种程度和时间内保持低位，至关重要。

2、美联储为何乐见美债利率温和上行？美联储之所以没有急于引导预期使美债收益率保持在低位，有三个原因：一是，目前美债收益率仍处于很低的水平，对股市估值还有较好支撑性。按照Shiller计算的Excess CAPE Yield，目前美股的实际超额收益仍有3.1%，处于2008年以来的波动中枢附近，美股依然拥有良好的性价比。随着美国经济复苏的展开，美股盈利将逐渐消化美股估值，美股对利率温和上行的承受力也会有所增强。但需注意，当美债收益率上行超过1.5%之后，比照2018年以来的Excess CAPE Yield，美债收益率进一步上行将接近触碰到美股的安全边界，金融市场动荡或将促使美联储调整对利率上行的“口风”。二是，美国房地产销售已接近触顶，对实际利率上行的敏感度下降。三是，美联储在当前时点扩大国债购买或实行扭转操作，属于顺周期调控，可能进一步加重通胀压力。

3、美债收益率上行的空间还有多大？首先，目前美债收益率所隐含的通胀预期，已经比较充分。我们预计极端情形下，通胀预期最多还可能有42bp的上行空间。其次，美国经济复苏推动实际利率上行，但美联储QE购买决定实际利率上行的节奏。我们认为，美债收益率上行突破1.5%后，上行斜率会明显放缓，直到美联储开始释放削减QE的信号时（时点可能在今年下半年），实际利率会开启新一轮上行，向0.5%的前期中枢水平回归。

我们判断，本轮美债收益率上行的高点在2.5%-3%，时间预计在2023年之前；下一波上行最快的阶段或在2021年下半年，之后上升斜率放缓。理由如下：1）从信用利差角度来考虑：考虑到美联储加息时点将滞后于缩减QE时点，按照去年12月美联储议息会议公布的点阵图，市场预期在2023年之前都不会有加息。1990年以来，10年-2年美债收益率的利差经过了三轮周期，每轮周期的高点都在2.5%-3%之间。按此幅度，在2023年之前10年美债收益率的上限或在3%左右。2）从实际利率修复的角度考虑：实际利率回到0.5%的此前中枢水平附近，加上2%的通胀预期（需要注意，通胀预期是先期反应的，当实际利率显著回升时，大概率伴随通胀预期高位回落，因此此处取2%的美联储通胀目标值），也意味着10年美债收益率回到2.5%左右。综上，我们认为本轮10年美债收益率的上限在2.5%-3%。3）考虑到2021年是美国经济疫后修复最快的年份，2022年之后经济增长预期大概率会减弱；再参考2015年美联储加息之前，10年美债收益率已经有所回落。我们预计，下一波美债快速上行的时间点在2021年下半年，2022年上行斜率放缓，并在2023年之前到达高点。

2021 年初以来，伴随新冠疫苗如期推广，全球资本市场围绕“再通胀”交易展开，美债收益率从 2020 年末的 0.93%，加速上行到 2 月 25 日达到 1.54%。美债收益率骤升在全球资本市场掀起波动，2 月 25 日和 26 日，LME 铜、ICE 布油等大宗商品价格拐头调整，美股、欧股和新兴市场股市普遍大跌，美元指数甚至也收到美债利率上行的影响，从 90 反弹到了 91。本文分析此番美债收益率骤增的原因，并在此基础上展望未来美债收益率上行的节奏与空间。我们认为，美债收益率上行突破 1.5% 后，上行斜率会明显放缓，直到美联储开始释放削减 QE 的信号时（时点可能在今年下半年），实际利率会开启新一轮上行，届时本轮美债收益率上行的高点将在 2.5%-3%。

一、近期美债收益率为何骤增？

2 月 12 日以来，美债收益率上行的驱动力从“通胀预期”转为“实际利率”（图表 1），而促使 10 年美债收益率在 2 月 25 日骤升至 1.54% 的，是美联储对美债收益率上行的乐观表态。2 月 24 日，鲍威尔在出席美国众议院金融服务委员会听证会时表示，“美债收益率的上升是由于预期通胀和经济增长将会复苏”；随后，数位美联储官员表示赞同这一观点，圣路易斯联储行长布拉德表示“我认为到目前为止，收益率的上升可能是一个好兆头，因为它确实反映出美国经济增长前景和通胀预期改善，并促使后者更接近委员会的通胀目标”。美联储官员的这一态度，是导致 2 月 25 日 620 亿美元 7 年期美国国债拍卖认购异常疲弱，进而带动二级市场 10 年美债收益率骤升的主要原因。

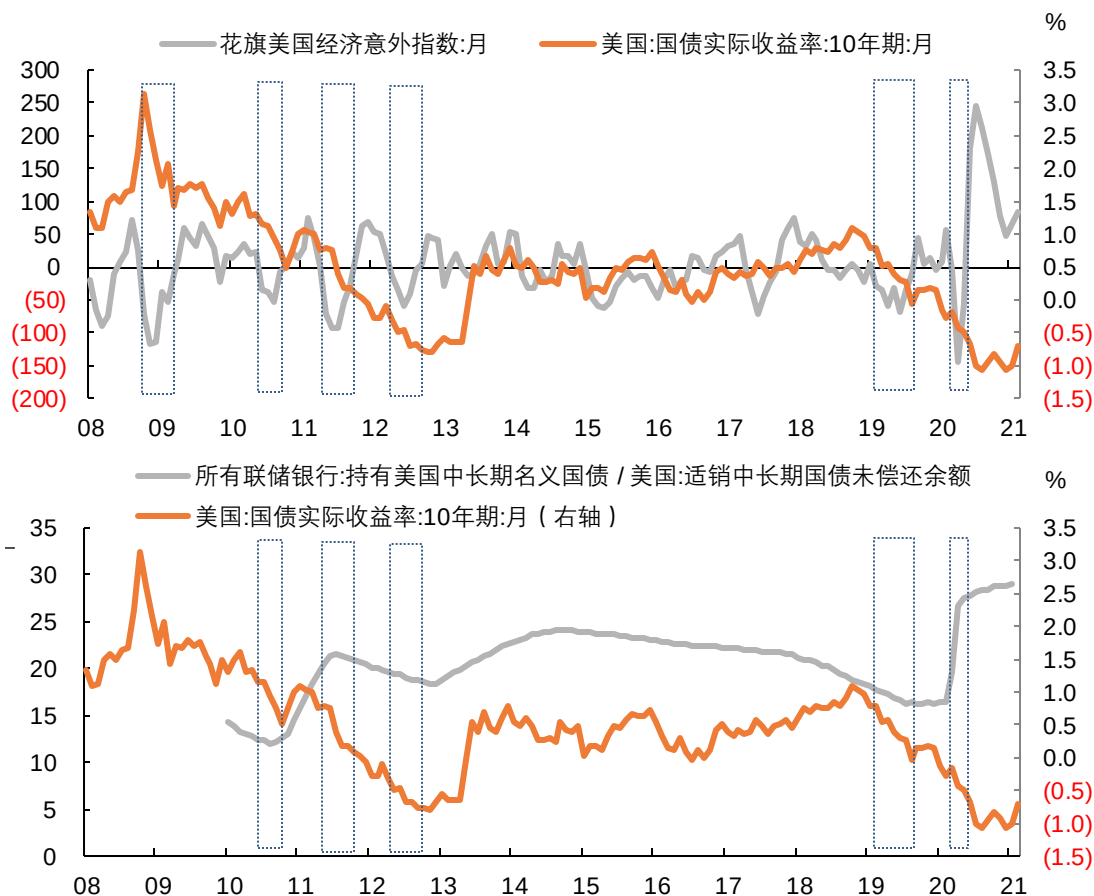
图表1 近期美债收益率快速上行体现为实际利率驱动



资料来源：wind, 平安证券研究所

之所以这么说，是因为美联储开放式 QE 是 2020 年美债实际利率显著为负的关键所在。我们认为，美债实际收益率的影响因素主要在于两方面：一是市场对经济增长的预期。考察 2008 年以来 10 年美债实际利率与花旗美国经济意外指数的关联，可以发现当经济意外指数持续为负时（意味着经济表现弱于市场预期），往往对应美债实际利率大幅下行。这在 2008 年到 2013 年，以及 2019 年到 2020 上半年实际利率趋势下行的过程中，均有突出体现（图表 2 上）。二是美联储的国债购买行为。考察 2010 年以来美联储持有的中长期国债占美国存量适销中长期国债的比例，可见 2010 年四季度到 2011 年上半年，美联储持有中长期国债占比从 12% 提升到 21%，此后稳定在 20% 平台附近，在此阶段叠加美国经济增长疲软，10 年美债实际利率大幅下行至 -0.8% 左右的历史低位。2020 年以来的情况与彼时相近，新冠疫情影响下，美联储持有中长期国债占比从 2 月的 16.4% 骤增至 7 月 28.2%，2021 年 1 月进一步增至 29%。如此大规模的量化宽松举措下，尽管 2020 年 6 月以来美国经济预期就显著转好，但美联储购债仍致使美债实际利率进一步探底至 -1% 左右（图表 2 下）。

图表2 美债实际利率取决于美国经济预期和美联储的 QE



资料来源: wind, 平安证券研究所

2013 年 5 月伯南克公开提出结束债券购买计划的想法, 导致“削减恐慌 (Taper Tantrum)”, 10 年美债收益率从 -0.64% 快速蹿升, 到 6 月转正为 0.53%, 上行超过 100bp。这是上一次美债实际利率从历史低位回归的方式。尽管后来美联储直到 2013 年年底才宣布缩减 QE 购买规模, 但正是美联储货币政策转向的超预期, 叠加 2013 年美国经济增长的显著修复 (2013 年美国实际 GDP 年化增速从二季度 1.26% 升至四季度 2.61%), 才造成了美债实际利率迅速调整修复。

由此出发就比较容易理解美联储“乐见利率上行”的表态, 何以引起实际利率的快速反弹。新冠疫苗推广见效, 拜登 1.9 万亿财政刺激即将推出 (如此, 美国为对抗新冠疫情推出的财政刺激将达到 5.4 万亿美元, 占其 2019 年 GDP 的 25.2%, 并远超 OECD 测算的美国 2020 年 6% 的产出缺口), 美国经济复苏前景光明。而一旦美联储对财政政策的配合度有所减弱, 势必会造成美债实际利率向正值回归。换句话说, 美联储政策转向的快慢, 对于美债实际利率能在何种程度和时间内保持低位, 至关重要。

二、 美联储为何乐见美债利率温和上行?

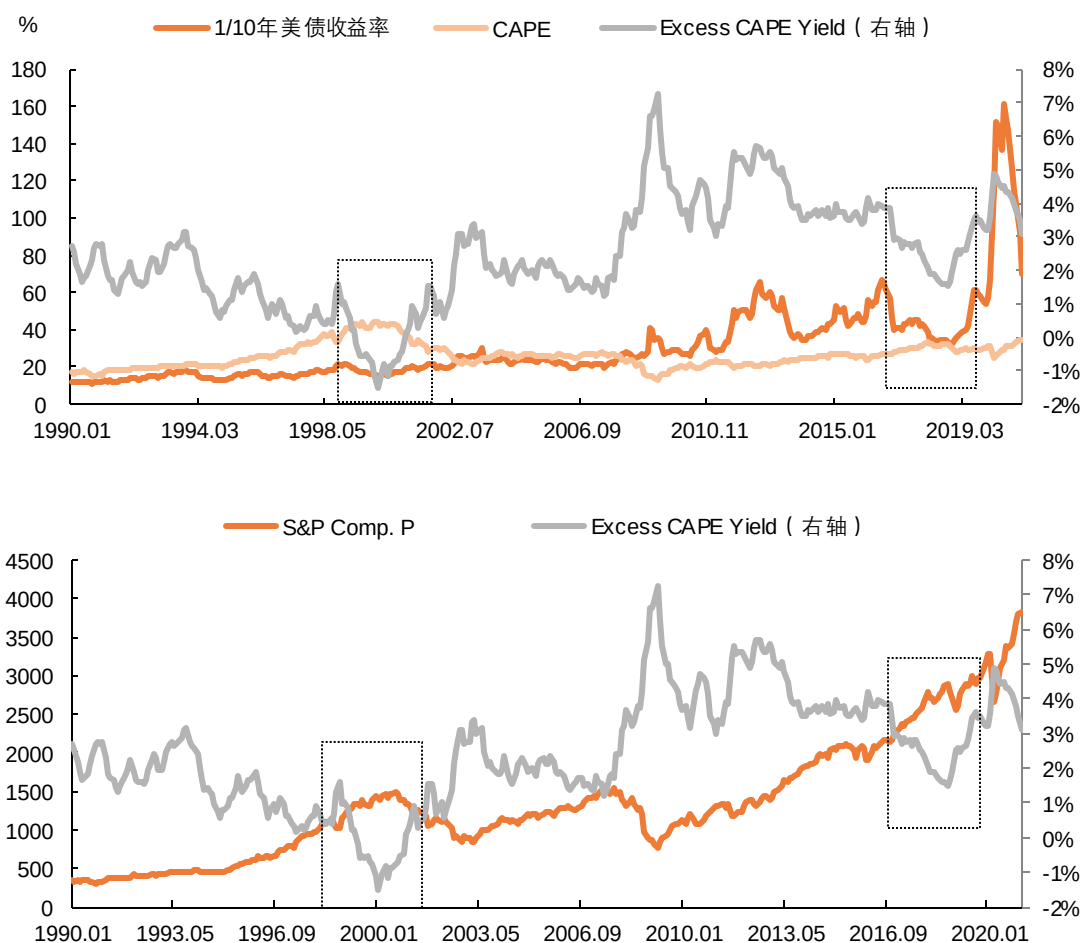
我们认为, 美联储之所以对截至 2 月 25 日的美债利率回升给予乐观解读, 而不是急于引导预期使美债收益率保持在低位, 有三个原因:

一是, 目前美债收益率仍处于很低的水平, 对股市估值还有较好支撑性。历史上, 当经周期调整的 Shiller PE 超出长期美债收益率的倒数 (可理解为债券的 PE) 时, 均预示美股的大级别调整, 包括 1929 年、1969 年、2001 年、2018 年。2020 年美联储重启降息+量宽之后, 长期美债收益率的倒数大幅蹿升, 按照 2 月 26 日 10 年美债收益率 1.44% 计算, 在本轮美债收益率快速调整之后, 其倒数明显下降, 但仍然处于近年来高位, 对美股在相对估值上的支持尚不弱。按照

Shiller计算的 Excess CAPE Yield，目前美股相对美债的实际超额收益仍有 3.1%，处于 2008 年以来的波动中枢附近，美股依然拥有良好的性价比（图表 3 上）。随着美国经济复苏的展开，美股盈利将逐渐消化美股估值，美股对利率温和上行的承受力也会有所增强。

2018 年的经验是，当 10 年美债收益率从 2016 年 10 月 1.5% 低点，逐步上升至 2018 年 1 月 3.15% 高位时，美股实际超额收益从 3.83% 下滑至 2%（后随着美股进一步上涨，最终在 2018 年 9 月达到 1.51% 的最低点）。随后美股的波动性就显著增大，2018 年四季度标普 500 指数出现了高达 14% 的大级别调整（图表 3 下）。此后，随着美国长债收益率的回落（伴随当时美国经济衰退预期增强），美股超额收益才获得修复。虽然目前美债收益率对美股仍具支撑性，但比照 2018 年以来的 10 年美债收益率倒数和 Excess CAPE Yield，美债收益率进一步上行将接近触碰到美股的安全边界，金融市场动荡或将促使美联储调整对利率上行的“口风”。

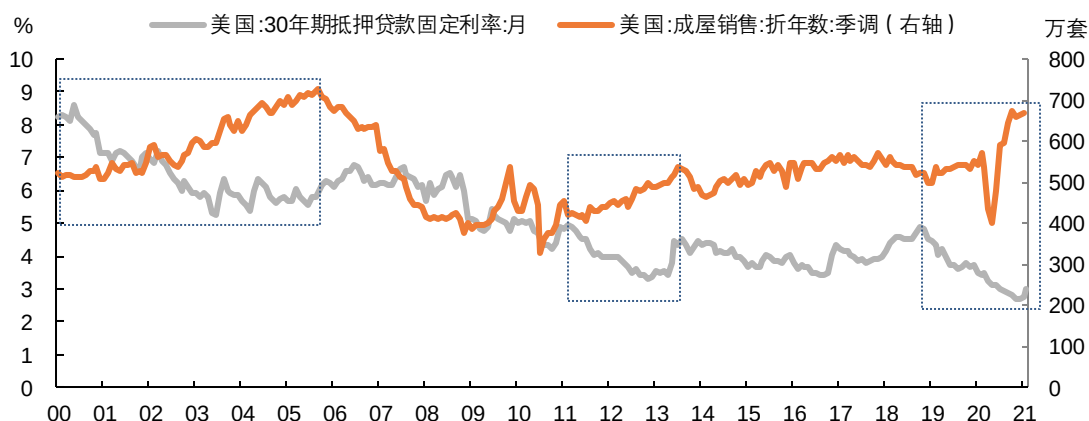
图表3 目前美股性价比仍然良好，但美债若进一步快速上行将对美股构成威胁



资料来源: wind, 平安证券研究所

二是，美国房地产销售已接近触顶，对实际利率上行的敏感度下降。首先需要指出，房地产在美国经济中的占比不像中国这么高，2019 年占比在 12.2%，房地产景气度对于美联储货币政策的约束远不及股票市场。2020 年美联储快速降息，带动美国抵押贷款固定利率降至 2.66% 的历史低位，叠加新冠疫情导致购房需求上升，触发了美国房地产销售的爆发式增长。截至 2021 年 1 月，美国成屋销量接近于 2006 年达到的高峰（图表 4）。

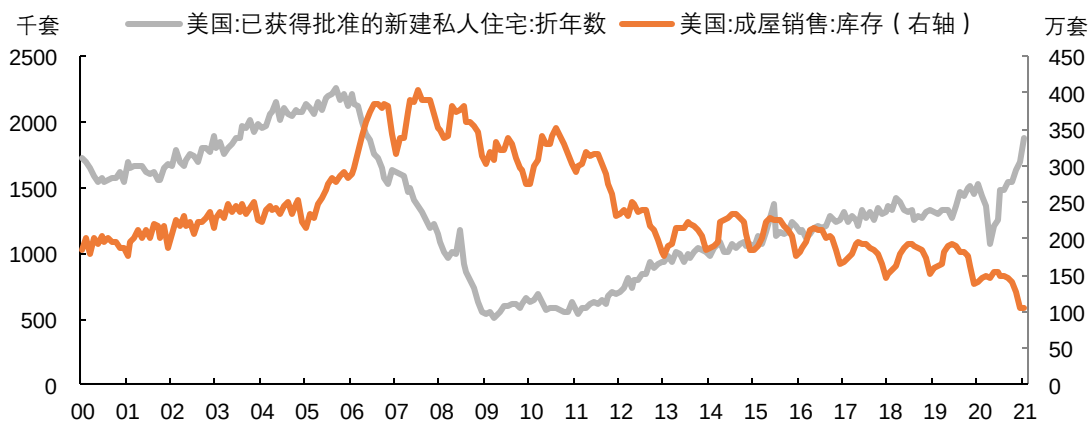
图表4 2020 年低利率催化美国房地产销售爆发式增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

不过, 2020 年房地产销售骤增, 对成屋库存的消耗较大, 2020 年 1 月成屋库存在 140 万套, 到 2021 年 1 月下降到 104 万套, 创历史新低。目前美国成屋库存水平已经不支持房地产销售继续保持高位。2021 年美国开始进入房地产投资上行周期, 2021 年 1 月获得批准的新建私人住宅年化值达到 188.6 万套, 比 2020 年 1 月增长 22.8%, 也在向 2006 年的高峰靠拢 (图表 5)。在此情况下, 美国房地产行业对整个产业链的拉动将有韧性, 而利率温和上行对房地产销售的影响不是主要矛盾。

图表5 美国成屋库存消耗过大, 房地产投资已进入扩张期



资料来源: wind, 平安证券研究所

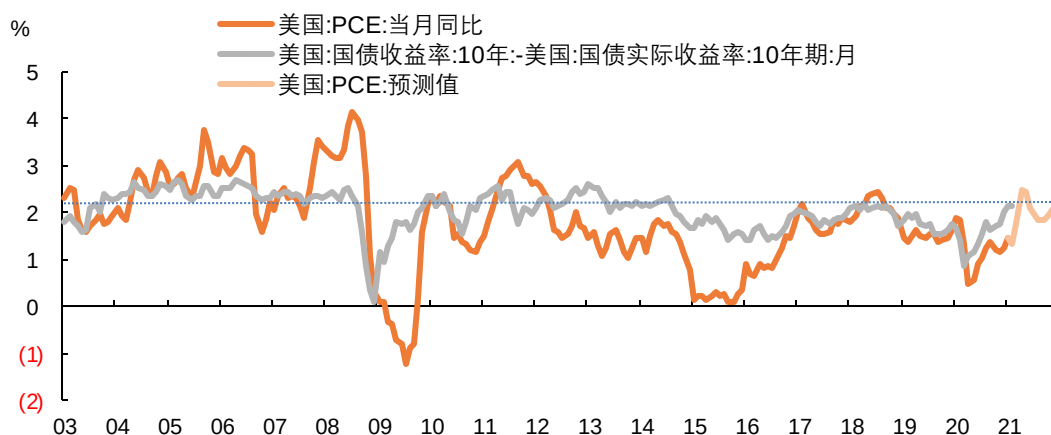
三是, 美联储在当前时点扩大国债购买或实行扭转操作, 属于顺周期调控, 可能进一步加重通胀压力。如果美债收益率上行是对美国经济复苏前景的映射, 那么美联储通过扩大 QE 规模, 或者拉长持有美债的久期 (扭转操作), 去干预美债实际利率上行, 就将形成“更宽财政+更宽货币”的顺周期政策组合。这在当前原油、金属等大宗商品价格高涨的情况下, 将属于“鸽上加鸽”, 必然进一步催化通胀预期。

三、 美债收益率上行的空间还有多大？

基于以上分析，我们对未来美债收益率的看法如下：

首先，目前美债收益率所隐含的通胀预期已经比较充分。按照我们中性预测（假设 2021 年美国 PCE 每月按照 2016-2019 年 PCE 月环比平均值 0.15% 匀速增长），2021 年美国 PCE 同比将在 4-6 月超过 2%（高点在 2.46%），这个值与 2018 年 7 月的高点一致，而当时美债收益率隐含的通胀预期并未超过当前水平。极端情形下，如果比照 2011 年美国 PCE 同比触碰 3% 的情况，当年美债收益率隐含的通胀预期最高为 2.57%，目前该值为 2.15%（图表 6）。也就是说，美国通胀预期最多还可能有 42bp 的上行空间。

图表6 当前通胀预期已经被较充分计入美债收益率



资料来源: wind, 平安证券研究所

其次，美国经济复苏推动实际利率上行，但美联储 QE 购买决定实际利率上行的节奏。随着新冠疫苗如期推广、疫情切实好转，加之财政政策加码和房地产投资上行，2021 年美国复苏具有较高确定性，从而实际利率保持有上行驱动。但去年以来美联储 QE 资产购买规模巨大，目前仍然保持每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的购买操作，并承诺持续到“在实现最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进展”。这个购买规模尽管比去年大大减小了，但仍然高于 QE2 和 QE3 的购买速度（当然这也是由美国国债发行量上升所决定的，体现了货币对财政政策的配合），美联储所持有的存量中长期美国国债占比也在持续上升（图表 7）。简言之，美联储 QE 购买仍将对美债实际利率保持压制。

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_17809

