

2021 年 02 月 24 日

美中利率上行：节奏与区间

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520050004
联系电话：021-50380388

投资要点：

► 10 年美债利率：将步入 1.5%-2% 区间

短端美债利率之所以持续维持在低位，主要是美联储维持“鸽派”基调、“超级宽松政策”持续推行所致。

10 年美债利率上行分为两个阶段：

- 1) 2020 年 8 月中旬至 2020 年 12 月底，缓步上行阶段，利率从 0.6% 升至 0.95%，35BP。受经济解冻、价格回升带动。
- 2) 2021 年初至 2021 年 2 月底，较为显著上升阶段，利率从 0.95% 升至 1.4%，45BP。受以下几个因素共同作用所致：疫苗推广使用后，疫情出现改观，经济复苏预期增强；大宗商品价格较为快速上涨，PPI 环比上升，通胀预期增强；拜登新财政刺激方案。

未来美债利率走势：在疫情继续改观，经济活跃度进一步提升情况下，预计美债长端利率将保持上行态势。如若下半年疫情逐步消退，鉴于资产负债表过于庞大，美联储释放缩减、或暂停 QE 的信息，预计 1 年期和 2 年期美债利率将上升，长端美债利率（10 年期）将站上 1.5%，步入 1.5%-2% 区间。

► 中国通胀形势：上半年回升，下半年高位波动

► 中国货币政策预判：4 月后边际上可能收紧

未来一段时间货币政策的主要关注点可能在通胀，政策收紧的特征：货币政策在操作层面趋于谨慎，通过量的适当控制引导货币市场利率中枢（DR007、R007）上移，预计 R007 将在 2.8%-3.5% 波动。需注意：加息概率较小——央行可能不会通过提高操作利率，进而引导 LPR 上升。

► 10 年国债利率走势判断：有所上移，中枢 3.5%

预计上半年逐步上行，向 3.5% 靠拢；下半年在 3.4%-3.7% 波动。研判逻辑：

- 1) 产出缺口进一步弥合，货币政策对增长的呵护减弱。
- 2) 通胀上行、政策边际收紧，货币市场利率中枢抬升，推动债券利率上行。
- 3) 美债利率上行会对国内利率形成一定牵引效应，但是鉴于本轮国内利率已提前上行回归，美债利率上行对国内利率影响有限。

风险提示

疫情显著反复、经济出现超预期变化。

正文目录

1. 美债利率特征及预判：长端将步入 1.5%-2%区间	3
2. 10 年国债利率三大影响因素	3
3. 通胀形势：上半年回升，下半年高位波动	5
4. 货币政策判断：后续边际上可能收紧	6
5. 利率走势判断：有所上移，中枢 3.5%	6
6. 风险提示	7

图表目录

图 1 美国各期限债券利率走势 (%)	3
图 2 拟合程度较低的时期对应的是短期内货币或监管政策收的过紧	4
图 3 2021 年 CPI 同比走势 (%)	5
图 4 2021 年 PPI 同比走势 (%)	6
图 5 货币市场资金利率走势 (%)	7
图 6 中国 1 年期和 10 年期债券收益率 (%)	7

1. 美债利率特征及预判：长端将步入 1.5%-2% 区间

自 2020 年 3 月中旬美联储实施“超级宽松政策”以后，美债长短端利率显著下行，并于 2020 年 3 月底至 8 月初维持在低位水平。

2020 年 8 月中旬以来（至 2021, 2, 24），短期美债利率（3 月、1 年和 2 年）持续躺平在地板上、维持低位水平，长期美债利率（10 年）有所上行，期限利差走阔。

10 年美债利率上行分为两个阶段：1) 2020 年 8 月中旬至 2020 年 12 月底，缓步上行阶段，利率从 0.6% 升至 0.95%，35BP；2) 2021 年初至 2021 年 2 月底，较为显著上升阶段，利率从 0.95% 升至 1.4%，45BP。

短期利率之所以持续维持在低位，主要是美联储维持“鸽派”基调、“超级宽松政策”持续推行所致。

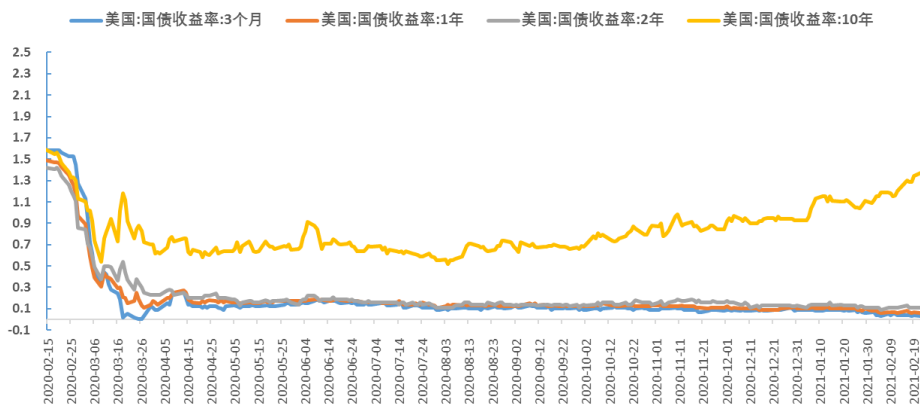
第一阶段长端利率上行是受经济解冻、价格回升带动。

第二阶段长端利率上行受以下几个因素共同作用所致：疫苗推广使用后，疫情出现改观，经济复苏预期增强；大宗商品价格较为快速上涨，PPI 环比上升，通胀预期增强；拜登新财政刺激方案。

展望未来美债利率走势：

在疫情继续改观，经济活跃度进一步提升情况下，预计美债长端利率将保持上行态势。如若下半年疫情逐步消退，鉴于资产负债表过于庞大“风险”，美联储释放缩减、或暂停 QE 的信息，预计 1 年期和 2 年期美债利率将上升，长端美债利率（10 年期）将站上 1.5%，步入 1.5%-2% 区间。

图 1 美国各期限债券利率走势（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 10 年国债利率三大影响因素

在研报“PPI 和 10 年期国债收益率将怎么走？——基于产出缺口的影响分析”（2018, 5, 1）中，我们构建了一个研判 10 年国债收益率变化的模型。

模型基于通胀、产出缺口、美债收益率三方面因素，前两个因素反映国内经济运行情况¹，第三个因素反映美债收益率对中国国债收益率的牵制情况，构建回归分析模型如下：

中国10年期国债收益率季度环比

$$= p + \alpha * WTI\text{原油期货价格季度环比} + \beta * GAP + \gamma * \text{美国10年期国债收益率季度环比} + \varepsilon$$

$$Y = p + \alpha X_1 + \beta X_2 + \gamma X_3 + \varepsilon$$

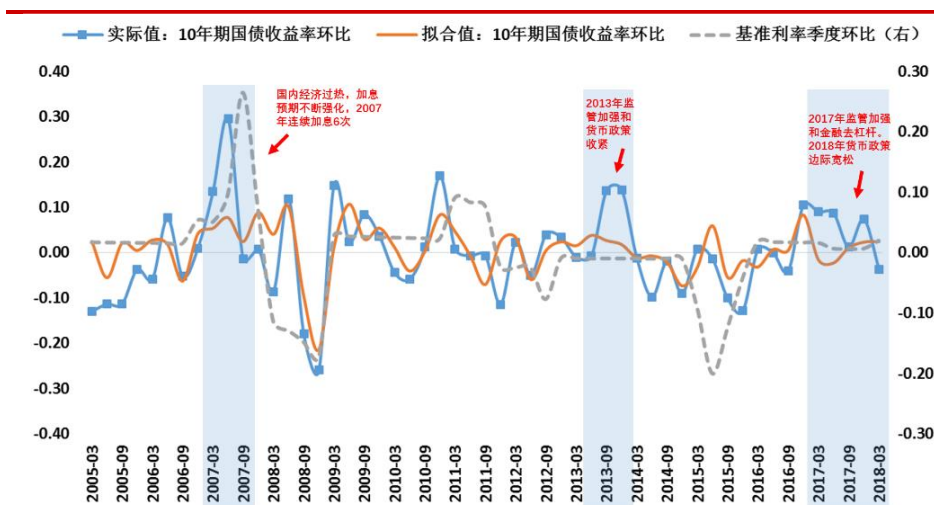
选取 2002Q4-2018Q1 各季度数据，在经过平稳性检验后，对上述模型进行回归分析²，结果显示：三大要素对中国 10 年期国债的收益率环比变化均有显著的正向影响，产出缺口影响最大。

从回归系数来看，若 WTI 原油期货价格环比上升 1 个百分点，将使得 10 年期国债收益率环比提升 0.138 个百分点。若国内产出缺口上升 1 个百分点，将拉动 10 年期国债收益率环比上升 2 个百分点，拉动明显。美国 10 年期国债收益率环比上涨 1 个百分点，将牵引中国 10 年期国债收益率环比上升 0.136 个百分点。所以，从季度角度看，中国 10 年国债收益率变化存在如下关系：

中国10年国债收益率环比变化

$$= 0.14 * WTI\text{原油期货价格环比变化} + 2.01 * \text{产出缺口} + 0.14 * 10\text{年美债收益率环比变化}$$

图 2 拟合程度较低的时期对应的是短期内货币或监管政策收的过紧



资料来源：WIND，华西证券研究所

上述框架对于观察短期收益率变化同样适用，只是各因素的影响程度（相关系数）会不同。中国 10 年国债收益率的变化主要受通胀预期变化（特别是猪肉价格和原油价格变化）、产出缺口和 10 年美债收益率变化影响。

¹ 选取 WTI 原油价格环比或 PPI 环比来体现通胀的变化，回归结果均是显著的，但是前者的显著性更强，因此本文使用前者的回归结果。此外作者也选取了 CPI 环比来反映通胀，但是回归结果显示 CPI 对国债收益率的影响不显著，可能与近年 CPI 波动减小，对全社会价格波动的贡献减小有关。

² 直观上原油价格与美债收益率存在一定相关性（相关系数约为 0.4），因此对模型进行多重共线性检验，结果显示各自变量之间不存在多重共线性。并且通过逐步回归法得到回归结果。

中国10年国债收益率变化

$$= \alpha * \text{通胀预期变化 (猪肉、原油)} + \beta * \text{产出缺口变化} + \gamma * \text{10年美债收益率变化}$$

3. 通胀形势：上半年回升，下半年高位波动

专题报告“通胀会上升到哪？”（2021, 2, 21）基于驱动因素对 2021 年 CPI 和 PPI 进行分析预测，结论如下：

预计 2021 年 CPI 为 1.3%：一季度处于低位，二季度逐步回升，下半年基本平稳。

影响 CPI 的主要因素价格变化如下：

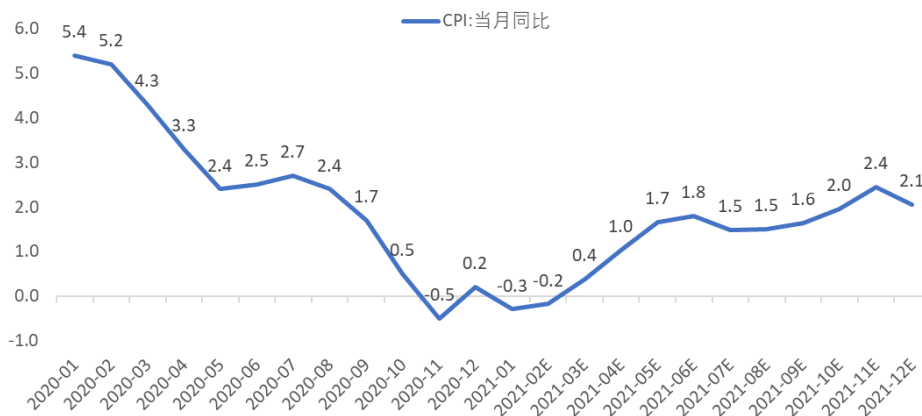
猪肉：在供给端的大幅增长和需求端的下降的影响下，预期猪肉价格将于 3-4 月有明显回落，并于 5-6 月有小幅反弹趋势，2021 年下半年猪价将维持平稳，全年猪价中枢将低于去年水平。

鲜菜：随着疫情消退，疫情对蔬菜运输的阻碍作用减弱，春节后蔬菜需求下降，而 3-7 月为蔬菜供应旺季，预期蔬菜价格将逐步下行，2021 年下半年随着国庆需求增加，蔬菜价格将有所回升。

油价：预计 2021 年上半年油价仍将持续小幅上涨，下半年可能受 OPEC 增产与页岩油恢复影响，总体维持高位震荡局面。全年美油价格在 50-70 美元区间。

服务业价格：短期，因基期因素，非食品价格的下降对于 CPI 的拖累加重；2021 年下半年，若疫情消散，服务类消费显著恢复，如餐饮、旅游等，预计非食品价格将对 CPI 形成较为显著拉动。

图 3 2021 年 CPI 同比走势预测(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

预计 2021 年 PPI 为 2.8%：上半年持续回升至高点，达到 4.4%；下半年稳中有落（基数原因）。

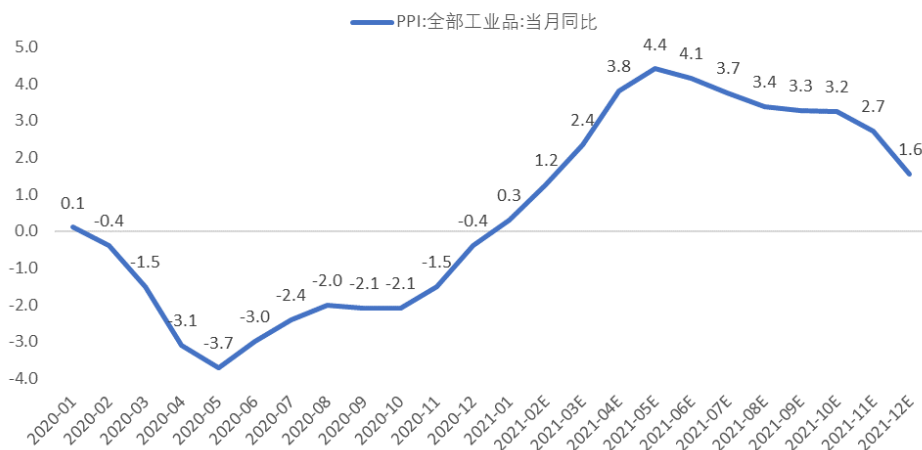
影响 PPI 的主要因素价格变化如下：

煤炭、钢铁：2021 年财政会迈向“整固”，基建投资维持平稳，但房地产投资受政策影响，将于二季度之后逐步下行，煤钢的需求预期趋于减弱，预期 2021 年将维持高位震荡局面。

有色金属：在宽裕流动性和全球经济恢复下，消费电子、工业设备需求增长，带动对有色金属的需求，预计 2021 年将维持持续上涨局面。

化学原料制造品：该类商品的价格受原油影响较大，2021 年伴随全球经济复苏，原油价格回升，该类商品价格有望在 2021 年上半年保持上涨态势，下半年在相对高位保持稳定。

图 4 2021 年 PPI 同比走势预测(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

4. 货币政策判断：后续边际上可能收紧

从增长角度看，在疫情影响减弱、海外经济改善背景下，经济将保持复苏态势；进一步从增长结构看，出口延续较强状态，制造业投资回升，消费（特别是服务消费）继续修复。经济增长将持续、稳步向好，产出缺口将弥合。

未来一段时间货币政策的主要关注点可能在通胀，基于“上半年通胀中枢较为显著上移”的判断，政策在4月中旬以后有可能边际上收紧。

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_17923

