

2021 年 06 月 13 日

## 10Y 美债利率下破 1.5% 的真实原因

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

10Y 美债利率近期下破 1.5%，引发市场广泛讨论。美债利率的下行，是新一轮趋势的开始，还是短期市场现象，未来何去何从？本文系统梳理，可供参考。

### ● 10Y 美债利率下破 1.5%，不是因为经济差，主要和流动性泛滥有关

10Y 美债利率 6 月以来的“跌跌不休”、下破 1.5%，不是因为美国经济差。6 月以来，10Y 美债利率脱离震荡区间，由 1.63% 持续下行至 1.5% 以下，刷新近 3 个月新低。部分市场观点将美债回落归因于美国经济差，但真实情况是，美国餐饮消费、工业生产等修复持续加快，最新公布的 5 月服务业 PMI 创有记录以来新高。

美债利率回落背后，与财政存款大幅下滑、引发美国流动性泛滥有关。3 月 3 日至 6 月 9 日，美国政府将财政存款从 1.44 万亿美元压降至 6735 亿美元。财政存款压降，给金融市场注入大量流动性。美联储超额准备金、货基规模大增，及多项短端利率指标由正转负，将 10Y 美债利率从上行压制成震荡、乃至最终回落。

### ● 流动性泛滥背后的财政存款压降，根源是过去花钱慢、目标是满足财政纪律

美国政府大规模压降存款，主要是为了满足债务上限豁免到期后的财政纪律要求。美国 2019 年 7 月开始的 2 年债务上限豁免，将在 7 月底到期。根据财政纪律要求，美国财政部需要履行承诺、在 7 月底之前将财政存款压降至合意规模。数据来看，财政部自 3 月起持续通过增加支出、减少国库券发行等，压降存款。

追根溯源，美国政府拥有大量财政存款，主因 2020 年进行了大规模发债融资，但钱远没花完。疫情期间，随着多轮财政刺激法案落地，美国政府通过大规模发债、筹措了大量资金。但因为部分财政刺激项目的支出缓慢或停滞，筹措的资金大量“淤积”，导致财政存款从疫情前的 4000 亿美元激增至 1.4 万亿美元以上。

### ● 财政存款压降已经接近尾声，10Y 美债利率新一轮上行或将重启

美国财政部表示计划在 7 月底之前再小幅压降财政存款，并从 8 月开始重新增加财政存款规模。5 月最新声明中，财政部表示 7 月底之前将财政存款再压降 2235 亿美元至 4500 亿美元，压降规模较 3 月至 5 月的 9398 亿美元大幅萎缩。财政部计划 7 月底之后结束压降，在 9 月底之前将存款重新提高到 7500 亿美元。

除了财政存款压降接近尾声外，美联储可能在 3 季度末前后释放 Taper 信号，也可能对流动性环境产生冲击。3 月以来，美联储一直以就业恢复缓慢为由，维持政策立场不变。不过，随着财政发钱减少及绝大部分州解封等，美国就业修复已开始加快。参照 2013 年经验及就业修复进程，美联储或在未来数月释放转向信号。

综合来看，美国经济修复、就业改善、通胀抬升，叠加财政存款压降接近尾声、货币政策态度可能变化，皆指向，10Y 美债率近期的回落，不是新一轮下行趋势的开始。相反，美债长端利率新一轮上行或将重启，对市场的影响需要重视。

### ● 风险提示：病毒变异导致疫苗失效等。

### 相关研究报告

- 《宏观经济点评-信用“收缩”新变化》-2021.6.10
- 《宏观经济点评-“潜在”的通胀风险》-2021.6.9
- 《宏观经济点评-海外复产，出口回落》-2021.6.7

## 目 录

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 1、 10Y 美债利率下破 1.5% 的真实原因 .....                    | 4  |
| 1.1、 10Y 美债利率下破 1.5%，不是因为经济差，主要和流动性泛滥有关 .....     | 4  |
| 1.2、 流动性泛滥背后的财政存款压降，根源是过去花钱慢、目标是满足财政纪律 .....      | 7  |
| 1.3、 财政存款压降已经接近尾声，10Y 美债利率新一轮上行或将重启 .....         | 10 |
| 2、 大类资产回溯：美元反弹，油价继续上涨 .....                       | 13 |
| 3、 重点关注：美联储 6 月 FOMC 议息会议 .....                   | 14 |
| 4、 数据跟踪：美国 5 月 CPI 超预期 .....                      | 14 |
| 4.1、 美国数据 .....                                   | 14 |
| 4.1.1、 美国 5 月 CPI 高于预期，与居民外出活动相关的分项价格纷纷大涨 .....   | 14 |
| 4.1.2、 美国 4 月贸易逆差高于预期，6 月密歇根大学消费者信心指数回升 .....     | 15 |
| 4.1.3、 美国当周 EIA 原油库存降幅大超预期，当周初请失业金人数续刷新低 .....    | 15 |
| 4.2、 欧洲数据 .....                                   | 16 |
| 4.2.1、 欧元区 1 季度 GDP 终值高于预期，英国 4 月工业产出同比低于预期 ..... | 16 |
| 5、 风险提示 .....                                     | 16 |

## 图表目录

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| 图 1： 6 月 9 日开始，10Y 美债利率下破 1.5% .....                   | 4  |
| 图 2： 3 月以来，美国制造业、服务业 PMI 双双上行 .....                    | 5  |
| 图 3： 美国餐饮消费已基本恢复至 2019 年同期水平 .....                     | 5  |
| 图 4： 美国制造业生产及产能利用率，接近疫情前水平 .....                       | 5  |
| 图 5： 4 月、5 月，美国 CPI 同比先后涨破 4%、5% .....                 | 5  |
| 图 6： 3 月以来，美国流动性环境越发宽松 .....                           | 5  |
| 图 7： 3 月开始，美国多项隔夜拆借利率降至负值区间 .....                      | 5  |
| 图 8： 极度宽松的流动性环境，驱动长端利率回落 .....                         | 6  |
| 图 9： 极度宽松的流动性环境，压制美债期限利差走扩 .....                       | 6  |
| 图 10： 3 月开始，美国财政支出规模较历史同期大增 .....                      | 6  |
| 图 11： 伴随财政支出增加，美国财政存款规模大幅下滑 .....                      | 6  |
| 图 12： 财政存款下滑，推升了美联储超额准备金规模 .....                       | 6  |
| 图 13： 财政存款下滑，推升了美国货币基金规模 .....                         | 6  |
| 图 14： 2017 年，财政部曾压降存款满足财政纪律要求 .....                    | 7  |
| 图 15： 2019 年，财政部曾压降存款满足财政纪律要求 .....                    | 7  |
| 图 16： 美国在 2020 年实施了多轮财政刺激 .....                        | 8  |
| 图 17： 美国通过大规模发债，为财政刺激筹措资金 .....                        | 8  |
| 图 18： 2020 年实施的多轮财政刺激规模均小于原定计划 .....                   | 8  |
| 图 19： 2020 年 3 月的 Cares 法案中，多个项目支出停滞 .....             | 8  |
| 图 20： 1.9 万亿财政刺激法案落地后，美国财政支出大增 .....                   | 8  |
| 图 21： 与 2020 年不同，财政部用存款来支持财政刺激 .....                   | 8  |
| 图 22： 美国财政部通过使用财政存款，来增加对居民住房补贴、收入补贴等一系列刺激项目的资金支持 ..... | 9  |
| 图 23： 为压降财政存款，美国政府减少国库券发行 .....                        | 9  |
| 图 24： 3 月以来，美国国库券净发行额持续为负 .....                        | 9  |
| 图 25： 国库券净发行额持续为负，带动了美国整体国债净发行额转负 .....                | 9  |
| 图 26： 美国财政部计划在 6 月、7 月一共再压降 2235 亿美元财政存款 .....         | 10 |

|       |                                                                |    |
|-------|----------------------------------------------------------------|----|
| 图 27: | 8 月、9 月, 美国财政部计划增加财政存款规模, 从金融市场“抽水” .....                      | 10 |
| 图 28: | 美联储可能重启定期存款工具以回收流动性 .....                                      | 11 |
| 图 29: | 受益于疫苗推广, 美国疫情正加速改善 .....                                       | 11 |
| 图 30: | 美国解封、减少财政发钱的州, 越来越多 .....                                      | 11 |
| 图 31: | 之前减少的非农就业可能在 3 季度末修复 75% .....                                 | 11 |
| 图 32: | 2013 年, 随着货币政策立场转向及经济基本面持续修复, 10Y 美债利率曾在 3 个月内大幅上行 100bp ..... | 12 |
| 图 33: | 当周, 美元反弹, 欧元、英镑下跌 .....                                        | 13 |
| 图 34: | 当周, 美元指数反弹 .....                                               | 13 |
| 图 35: | 当周, 主要国家 10Y 国债收益率下行 .....                                     | 13 |
| 图 36: | 当周, 10Y 美债收益率下行 .....                                          | 13 |
| 图 37: | 当周, 全球主要股指涨跌分化 .....                                           | 13 |
| 图 38: | 当周, 纳斯达克上涨, 恒指下跌 .....                                         | 13 |
| 图 39: | 当周, WTI、Brent 原油价格双双上涨 .....                                   | 14 |
| 图 40: | 当周, COMEX 黄金价格下跌 .....                                         | 14 |
| 图 41: | 美国 5 月 CPI、核心 CPI 同比双双超预期 .....                                | 15 |
| 图 42: | 与居民外出活动相关的分项价格纷纷大涨 .....                                       | 15 |
| 图 43: | 美国 4 月贸易逆差高于预期 .....                                           | 15 |
| 图 44: | 美国 6 月密歇根大学消费者信心指数回升 .....                                     | 15 |
| 图 45: | 美国当周 EIA 原油库存降幅大超预期 .....                                      | 16 |
| 图 46: | 美国当周初请失业金人数续刷疫情以来新低 .....                                      | 16 |
| 图 47: | 欧元区 1 季度 GDP 同比、环比降幅低于预期 .....                                 | 16 |
| 图 48: | 英国 4 月工业产出同比、环比双双低于预期 .....                                    | 16 |
| 表 1:  | 历史上, 美国财政存款在债务上限豁免前和豁免到期后的规模变化 .....                           | 7  |
| 表 2:  | 重点关注美联储 6 月 FOMC 议息会议 .....                                    | 14 |

## 1、10Y 美债利率下破 1.5% 的真实原因

**事件：**6 月 9 日，10Y 美债利率“跌至”1.5% 以下，刷新近 3 个月新低。6 月 10 日至 11 日，10Y 美债利率进一步回落，最低下行至 1.44%，较前期高点回落近 30bp。

资料来源：Wind

### 1.1、10Y 美债利率下破 1.5%，不是因为经济差，主要和流动性泛滥有关

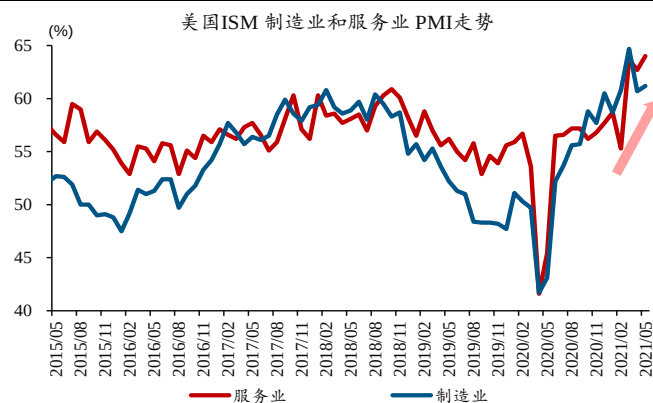
3 月以来，10Y 美债利率由前期的大幅上行转为高位震荡，并从 6 月 9 日开始脱离震荡区间、回落至 1.5% 以下。3 月以前，10Y 美债利率一直呈现快速上行态势。数据来看，1 月初至 3 月初，10Y 美债利率由 0.9% 大幅上行 70bp 至 1.6%，创下疫情爆发后新高。在市场开始担忧 10Y 美债利率将“一鼓作气”突破 2% 之际，后者却从 3 月开始转向在 1.6% 至 1.75% 之间高位震荡。6 月 4 日至 8 日，10Y 美债利率“突然”由 1.63% 快速回落 10bp 至 1.53%。6 月 9 日至 11 日，10Y 美债利率继续“跌跌不休”，先后下破 1.5%、1.45%，刷新近 3 个月新低。

图1：6 月 9 日开始，10Y 美债利率下破 1.5%

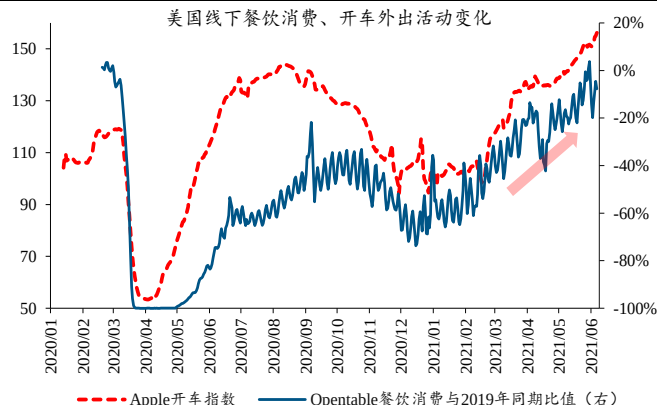


数据来源：Wind、开源证券研究所

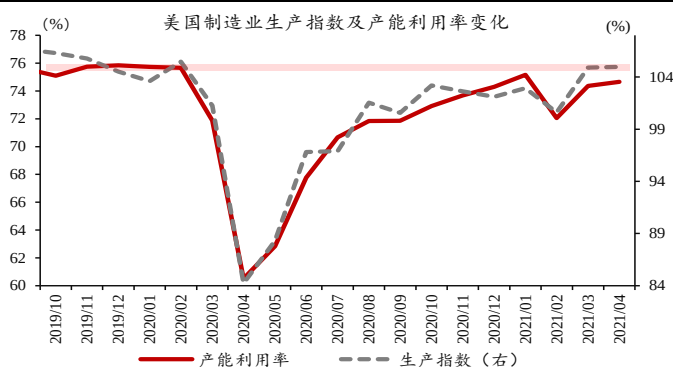
**10Y 美债利率下破 1.5%，是因为美国经济差？根本不是！3 月至今，美国经济持续快速修复。**部分市场观点将 10Y 美债利率下破 1.5%，归因于美国经济差。但这一观点，与现实情况完全相反。3 月至今，美国经济领先指标 ISM 制造业 PMI、服务业 PMI 双双大幅上行，后者更是在 5 月升至 64%、创有记录以来新高。具体到经济活动上，美国餐饮消费已基本恢复到 2019 年同期水平，居民外出活动显著增加；制造业生产及产能利用率，也已接近疫情前水平。伴随各类经济活动持续快速修复，美国 4 月、5 月 CPI 同比接连涨破 4%、5%，创 2008 年以来新高。

**图2：3月以来，美国制造业、服务业 PMI 双双上行**


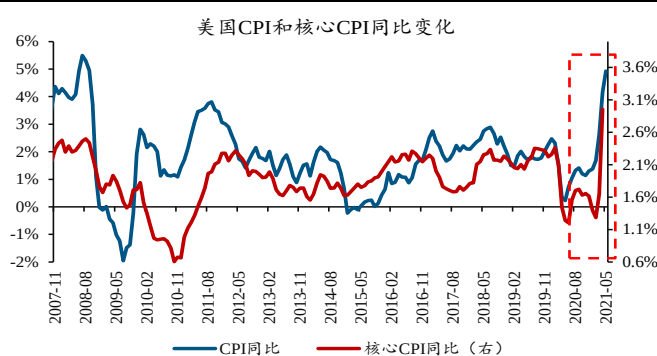
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：美国餐饮消费已基本恢复至2019年同期水平**


数据来源：Wind、Opentable、Google、开源证券研究所

**图4：美国制造业生产及产能利用率，接近疫情前水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

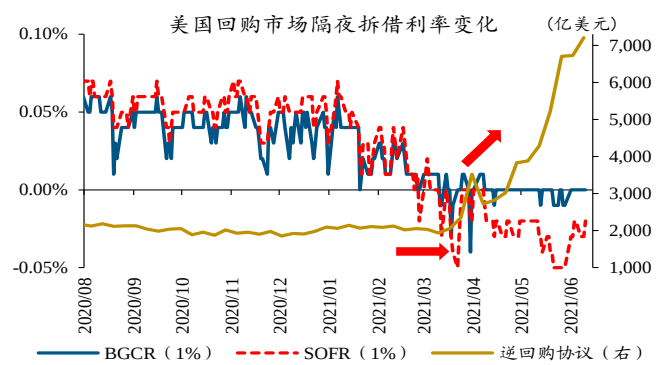
**图5：4月、5月，美国CPI同比先后涨破4%、5%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**10Y 美债利率下破 1.5% 的真实原因，是受美国流动性“水漫金山”影响。**10Y 美债利率的走势，除了受经济基本面影响外，也会受到流动性环境的扰动。在美国经济基本面表现越发强劲之际，10Y 美债利率却“上行受阻”背后，是美国流动性环境变得极度宽松。3月以来，圣路易斯联储测算的美国金融压力指数大幅回落至历史低位，美国回购市场的多项隔夜拆借利率指标降至负值区间，美联储回收流动性的隔夜逆回购工具用量更是大幅上升、频频刷新历史新高。极度宽松的流动性环境、“便宜至极”的短端资金成本，驱动着 10Y 美债利率由上行转为震荡、乃至最终回落。

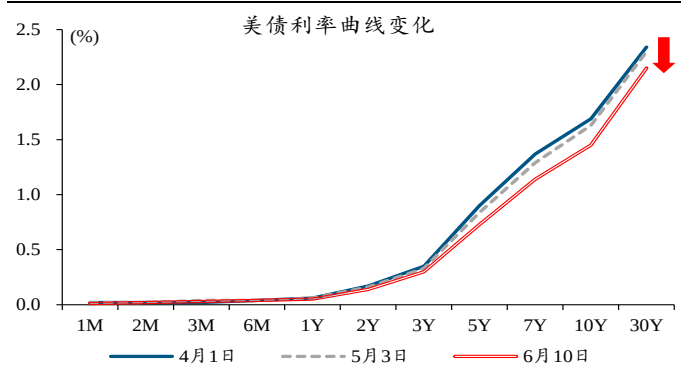
**图6：3月以来，美国流动性环境越发宽松**


数据来源：Wind、开源证券研究所

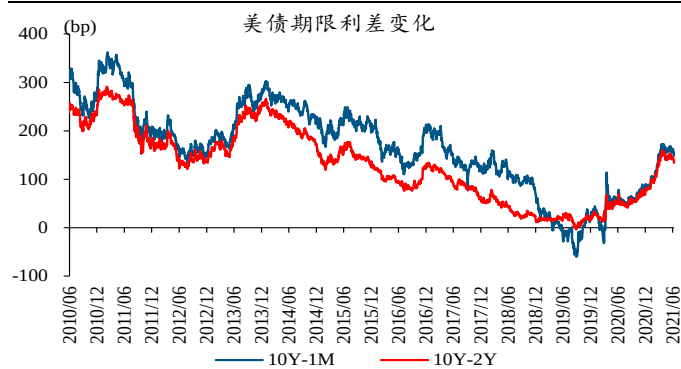
**图7：3月开始，美国多项隔夜拆借利率降至负值区间**


数据来源：Wind、开源证券研究所



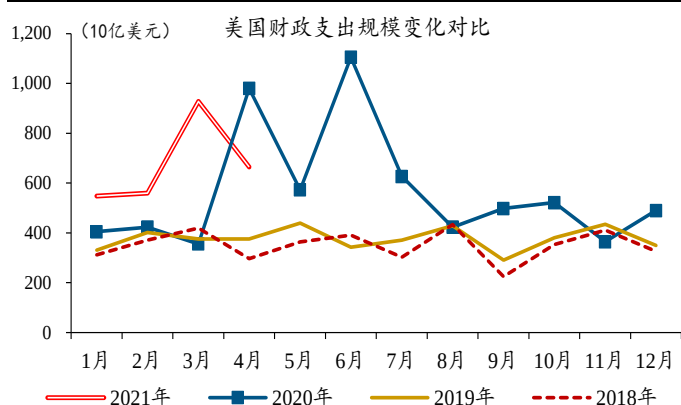
**图8: 极度宽松的流动性环境, 驱动长端利率回落**


数据来源: Wind、开源证券研究所

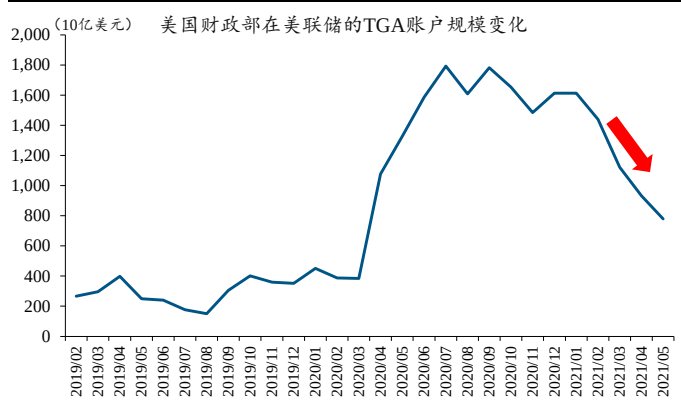
**图9: 极度宽松的流动性环境, 压制美债期限利差走扩**


数据来源: Wind、开源证券研究所

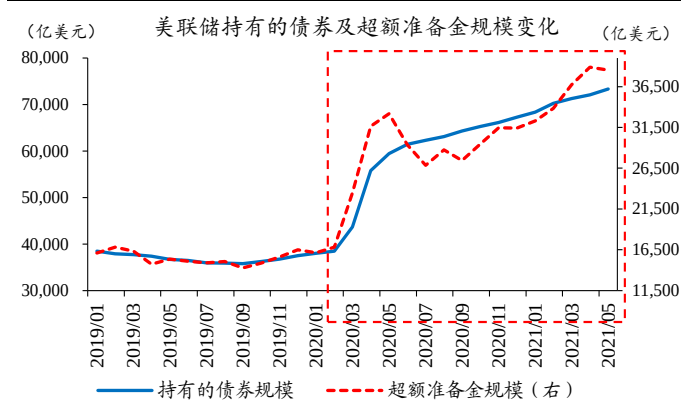
美国流动性“水漫金山”，与财政部大规模压降财政存款紧密相关。梳理美国流动性环境的主要影响因素，美联储的QE购债规模在3月前后保持一致，相反，财政存款的规模出现了明显变化。伴随着财政支出大幅增加，美国的财政存款规模（反映在美联储的TGA账户上），从1.44万亿美元大幅下滑至6735亿美元。财政存款的显著减少，给金融市场注入了大量的流动性。3月至今，美联储的超额准备金、美国货币基金的规模分别从3.38、4.34万亿美元升至3.85、4.61万亿美元。

**图10: 3月开始, 美国财政支出规模较历史同期大增**


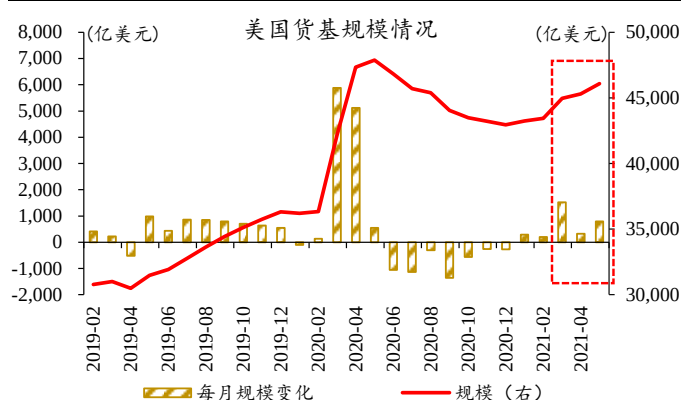
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图11: 伴随财政支出增加, 美国财政存款规模大幅下滑**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图12: 财政存款下滑, 推升了美联储超额准备金规模**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图13: 财政存款下滑, 推升了美国货币基金规模**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 1.2、流动性泛滥背后的财政存款压降，根源是过去花钱慢、目标是满足财政纪律

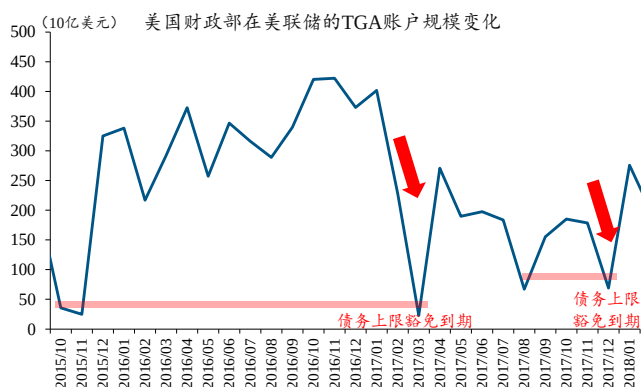
美国财政部大规模压降存款，主要是为了满足债务上限豁免到期后的财政纪律要求。美国债务上限是指美国国会批准的一定时期内美国国债最大的发行额。历史上，美国政府时常与国会达成一致，在一段时间内“暂停、豁免”债务上限，以减少政府的举债限制。不过，根据财政纪律要求，债务上限豁免到期后，政府一般需把财政存款的规模压降至豁免前水平附近，2015年至2017年、2018年至2019年皆是如此。随着从2019年7月开始的债务上限豁免将在2021年7月底到期，美国财政部不得不持续、大幅压降财政存款。

表1：历史上，美国财政存款在债务上限豁免前和豁免到期后的规模变化

| 债务上限豁免通过时间 | TGA 余额（亿美元） | 债务上限豁免到期时间 | TGA 余额（亿美元） |
|------------|-------------|------------|-------------|
| 2015-11    | 251         | 2017-03    | 234         |
| 2017-09    | 702         | 2017-12    | 691         |
| 2018-02    | 1986        | 2019-03    | 2016        |
| 2019-08    | 1337        | 2021-07    |             |

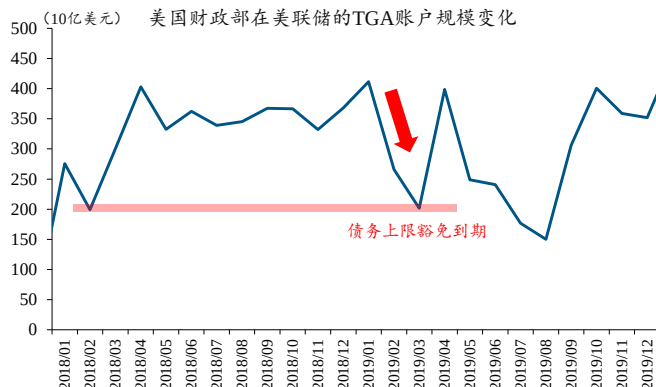
资料来源：美国财政部、开源证券研究所

图14：2017年，财政部曾压降存款满足财政纪律要求



数据来源：Wind、开源证券研究所

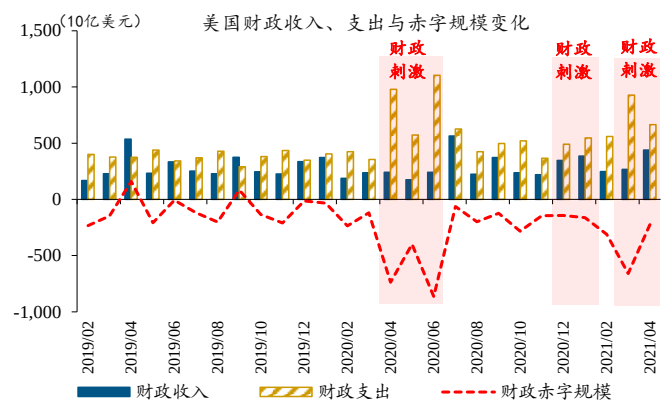
图15：2019年，财政部曾压降存款满足财政纪律要求



数据来源：Wind、开源证券研究所

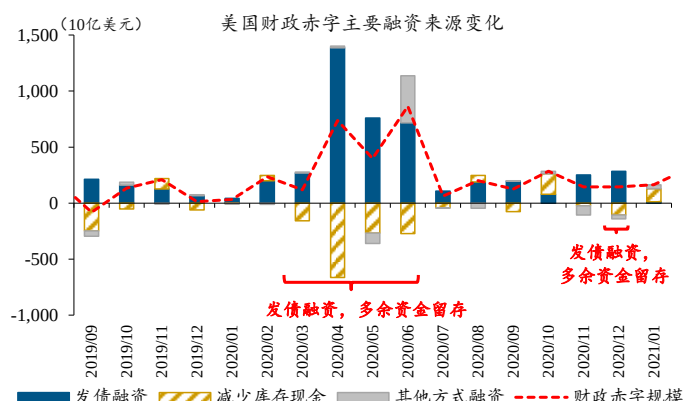
追根溯源，美国财政部拥有大量财政存款背后，主因2020年多轮财政刺激实施过程中，部分项目的支出节奏缓慢或停滞、资金大量留存。疫情前，美国财政存款只有4000亿美元左右。疫情后，美国财政存款最高升到了1.8万亿美元。财政存款在疫情后的大幅上升，受到多重因素推动。具体来看，疫情爆发后，美国在实施多轮财政刺激的过程中，通过大规模发债、筹措了大量的财政资金。但由于部分财政刺激项目的支出节奏缓慢或停滞（与部分项目的资金缺口高估或刺激项目落地较难等有关），筹措的财政资金开始“淤积”。最终结果是，财政存款持续、大幅增长。

图16: 美国在 2020 年实施了多轮财政刺激



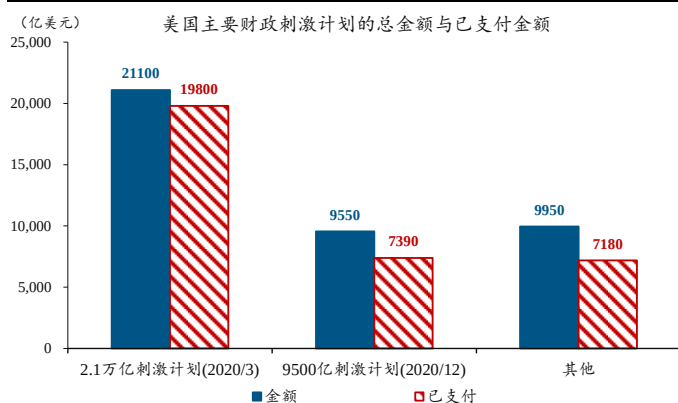
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 美国通过大规模发债，为财政刺激筹措资金



数据来源: 美国财政部、Wind、开源证券研究所

图18: 2020 年实施的多轮财政刺激规模均小于原定计划



数据来源: US Congress、开源证券研究所

图19: 2020 年 3 月的 Cares 法案中，多个项目支出停滞

| 2.1 万亿刺激计划 (CARES Act, 2020/03) |       |       |       |
|---------------------------------|-------|-------|-------|
|                                 | 金额    | 已支付   | 进度    |
| 总体                              | 21100 | 19800 | 93.8% |
| 收入支持                            | 4810  | 4730  | 98.3% |
| 贷款或赠款计划                         | 4450  | 4410  | 99.1% |
| 税收抵免                            | 3510  | 3290  | 93.7% |
| 一次性补贴                           | 2920  | 2740  | 93.8% |
| 卫生保健                            | 2020  | 1460  | 72.3% |
| 州和地方资金                          | 1920  | 1910  | 99.5% |
| 其他支出                            | 1470  | 1240  | 84.4% |

数据来源: US Congress、开源证券研究所

为了压降存款、满足纪律要求，美国财政部自 3 月起，用财政存款来应对拜登 1.9 万亿财政刺激法案的支出要求。不断累积的财政存款，成为了美国财政部巨大的负担。拜登上任后通过的 1.9 万亿财政刺激法案，成为了美国财政部压降存款的“绝佳”工具。与 2020 年通过发债为财政刺激筹措资金不同，3 月开始，美国财政部直接开始大规模地使用财政存款，为新一轮的财政刺激提供资金支持。

图20: 1.9 万亿财政刺激法案落地后，美国财政支出大增

图21: 与 2020 年不同，财政部用存款来支持财政刺激

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\\_20127](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20127)

