

## 总量研究

## 美债收益率上行空间有限，利好风险资产

## ——美联储观察系列四

## 要点

## 核心观点：

自10月末以来，十年美债收益率回吐前期涨幅，一度从1.68%回落至1.45%，主要有三方面原因。基本面层面，在拜登3.5万亿美元预算法案腰斩至1.75万亿美元后，美国众议院11月5日宣布单独通过1.2万亿美元基建法案，预示预算法案大概率再次缩水，冲击经济预期。期限溢价层面，财政部发债规模缩减，美债供给回落，引导期限溢价下行。政策层面，美联储和英央行释放超预期鸽派信号，显示货币宽松环境将持续，对美债收益率形成下行压力。向前看，我们认为，美债收益率上行空间或有限。作为无风险利率，美债收益率是全球资产定价的锚，若其回落势头加剧，将会推动全球风险资产的价值重估。

## 压制因素一：美国经济预期走弱，引导美债收益率下行

一则，10月28日，拜登宣布修订版预算协调法案，总支出约1.75万亿美元，显示旧版3.5万亿美元法案闯关受阻，降低市场对经济复苏的预期。二则，11月5日，美国众议院宣布通过1.2万亿美元（5500亿美元新增支出）基建法案，基建法案的单独通过显示，民主党内部仍存在难以弥合的分歧。向前看，预算协调法案大概率再次缩水，进一步冲击市场对经济的预期。

## 压制因素二：财政部发债规模缩减，美债供给回落，引导期限溢价下行

10年美债收益率的另一组成部分是期限溢价（term premium）。期限溢价反映长端债券的风险溢价，主要包含通胀风险溢价和实际风险溢价。其中，债券供需结构变化是影响通胀风险溢价的主要因素。11月3日美国财政部公布的季度再融资声明中表示，财政部将逐步减少债券拍卖规模，缩小债券供给。债券拍卖额度下行将压降期限溢价，对冲通胀预期上行对美债收益率的压力。

## 压制因素三：偏宽松货币环境下，美债收益率上行受阻

美联储在11月3日议息会议中的鸽派表态，反映美国货币政策环境还处于偏宽松状态，无法支撑美债收益率快速上行。11月4日，英国央行宣布维持利率不变，投资者对加息预期落空。两大央行鸽派态度使得市场大幅降低2022年加息概率。向前看，预计美国货币环境将维持较宽松状态，限制美债收益率上行空间。

## 美债收益率承压，利好人民币汇率和风险资产

一方面，在中债收益率维持震荡的背景下，若美债收益率震荡并小幅下行，将支撑中美利差，驱动中美利差向高位运行，进而利好人民币汇率。另一方面，作为全球资产的定价锚，若美债收益率回落风险上行，将会推动全球风险资产的价值重估。

## 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  
zhaogege@ebsecn.com

## 相关研报

美国10月通胀大超预期，价格压力全面升温——2021年10月美国CPI数据点评

疫情消退，10月美国非农强劲反弹——2021年10月美国新增非农数据点评

Taper如期而至，加息“等等再看”——2021年11月美联储议息会议点评

拜登1.75万亿美元财政刺激法案，阻碍在哪里？——《大国博弈》系列第十二篇

第三支柱养老提速迫在眉睫：来自人口的视角——《人口峭壁》第五篇

能耗双控影响持续，价格或进入摩顶阶段——2021年10月PMI数据点评兼光大宏观周报（2021-10-31）

财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度——光大宏观周报（2021-10-19）

中美缓和开启，市场如何演绎——光大总量之光电话会议纪要（2021-10-08）

中美新一轮谈判将起，美方要价兵棋推演（2021-10-07）

中美关系峰回路转，美方诉求在哪里——光大宏观周报（2021-09-26）

拜登财政刺激闯关，美债收益率突破1.4%——美联储观察系列三（2021-09-24）

美联储为Taper亮绿灯——2021年9月美联储议息会议点评（2021-09-23）

## 目 录

一、美债收益率交易逻辑再次改变.....	3
二、美债收益率上行空间或有限 .....	5
三、美债收益率承压，利好人民币汇率和风险资产.....	7

## 图目录

图 1: 10 月 21 日至 11 月 9 日，10 年期美债收益率的下行，主要源于实际收益率的下行 .....	3
图 2: 美国 10 年国债收益率自 10 月 21 日起开始回落.....	5
图 3: 美债收益率下行提振股市 .....	5
图 4: 长期通胀预期维持上行态势.....	6
图 5: 自 11 月起，期限溢价持续下行.....	7
图 6: 美国财政部 21 年 11 月-22 年 1 月月度拍卖（十亿美元） .....	7
图 7: 美债收益率回落将有助提升中美利差 .....	8
图 8: 无风险利率是股票市盈率的主要决定因素之一.....	8
图 9: A 股市盈率与美债收益率总体呈现负相关关系 .....	8

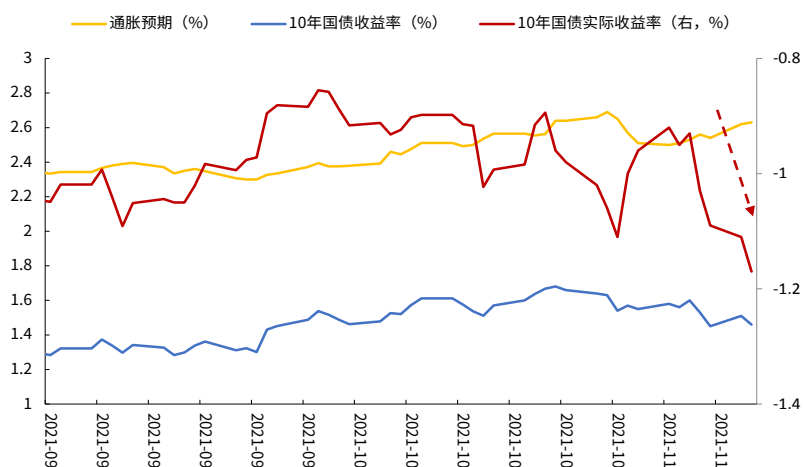
## 一、美债收益率交易逻辑再次改变

自 9 月 2 日起，我们就判断美债收益率将维持上行走势，并详细阐述支撑美债收益率上行的三大逻辑，参见《美债交易逻辑已悄然变化》。可以看到，10 年美债收益率自 9 月初的 1.31% 一路快速上行，最高点达 1.68%（10 月 21 日），验证了我们的判断。

然而，自 10 月末起，美债收益率开始回吐前期涨幅，一度回落至 1.45%（11 月 5 日）。我们认为，美债交易逻辑再次改变。

10 年期美债收益率的下行，主要源于市场对美国经济预期的走弱。通过拆分 10 年期美债收益率波动原因，可以看到，10 月 21 日至 11 月 9 日，10 年期美债收益率下行 22BP，其中，平准通胀率下行 1BP，实际收益率下行 21BP。也就是说，10 年期美债收益率的下行，主要源于实际收益率的下行，即市场对美国中长期经济预期的走弱。在美国劳动力市场稳步复苏，新冠特效药推出在即的背景下，为何市场对美国经济预期急转直下呢？

图 1: 10 月 21 日至 11 月 9 日，10 年期美债收益率的下行，主要源于实际收益率的下行



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至: 2021 年 11 月 9 日

**第一，美国 3.5 万亿预算法案闯关受阻，腰斩至 1.75 万亿美元，降低市场对经济复苏的预期。**一则，为保证预算协调法案顺利通过和落地，参议院民主党必须保持党内意见完全统一。因此，为使预算协调法案顺利落地，拜登最终顺应西弗吉尼亚州民主党参议员乔·曼钦 (Joe Manchin) 的要求，放弃了 1500 亿美元清洁能源计划 (Clean Energy Payment Program)、带薪家庭假以及听力、牙科医疗保险等优先事项，将支出规模腰斩至 1.75 万亿美元，参见 11 月 2 日报告《拜登 1.75 万亿美元财政刺激法案，阻碍在哪里？》。税收方面，新加税方案更为温和，对企业最高税率、个人所得税最高边际税率以及资本利得税最高税率予以调整。虽然计划遭到腰斩，但聊胜于无，在拜登 10 月 28 日宣布新修订法案后一天，10 年美债收益率第二天小幅下行 2bps。

**第二，11 月 5 日，美国众议院宣布通过 1.2 万亿美元 (5500 亿美元新增支出) 基建法案，预示预算协调法案大概率再次缩水，进一步冲击市场对经济的预期。**基建法案的单独通过显示，民主党内部仍存在难以弥合的分歧，拜登仍然无法调和民主党内部温和派和激进派矛盾，以致 1.75 万亿美元预算协调法案无法如期

与基建法案同时投票通过。我们认为，导致问题的根源还是在于曼钦，曼钦有三大动机去坚持缩减法案支出。

一，曼钦认为 1.75 万亿美元价码只是预算噱头，低估了支出对政府债务和通胀的影响。尽管拜登和民主党激进派坚称 1.75 万亿美元支出框架可以收支相抵，实现预算平衡，但是曼钦表示，1.75 万亿美元只是障眼法，掩盖支出框架真实成本，高估预算收入，并忽视其对经济的负面影响。具体来说，法案的部分福利项目有效期限缩短，看似缩减支出规模，但实际上，国会在未来可能会被迫延期现有福利。毕竟“由奢入俭难”，福利制度的棘轮效应将加重未来削减福利过程的难度。因此，在美国国会预算办公室（CBO）完成对预算框架的实际成本核算前，曼钦将坚持现有主张。

二，曼钦阻碍预算法案推进，与西弗吉尼亚州选民意愿相违背，其内在原因可能是为满足其背后利益集团的政治诉求。BlueGreen Allianc 指出，参与 9 月问卷的 54% 西弗吉尼亚州选民支持带薪家庭假和病假，但曼钦对于这一支出项目持有反对意见。根据 accountable.us 数据，曼钦在 2021 年第三季度接受制药企业 2.5 万美元捐助，以及传统能源相关企业的 7.9 万美元捐助，在 2021 年 9 月共接受来自预算法案反对企业的捐助 150 万美元。

三，为能在 2024 年参议院选举中连任，曼钦不得不先做准备。西弗吉尼亚州是支持共和党的深红州，曼钦作为该州的前州长和现任民主党参议员，深知迎合民主党激进派的政治立场难以赢得选票。面对下滑的支持率（曼钦参议员选举得票率由 2012 年的 60.57% 下滑至 2018 年的 49.57%），他或是为 2024 年参议院连任选举中获胜而维持保守派主张。参见《拜登 1.75 万亿美元财政刺激法案，阻碍在哪里？》。

总结来说，政府债务问题，叠加曼钦自身的经济和政治诉求是导致曼钦维持反对意见的主导因素。因此，向前看，为使法案能顺利通过，并拯救拜登不断下行的支持率，预计拜登不得不满足曼钦所提要求，1.75 万亿美元法案大概率再度缩水，进一步打压经济增长预期，拖累美债收益率。11 月 5 日，在众议院宣布通过 1.2 万亿美元（其中 5500 亿美元为新增支出）基建法案后，美债收益率大幅下行 8bps，反映市场情绪大受影响。

第三，11 月 3 日和 4 日，美联储和英国央行分别举行议息会议，释放超预期鸽派信号，对美债收益率形成下行压力。11 月 3 日，美联储召开议息会议新闻发布会，参见 11 月 4 日报告《Taper 如期而至，加息“等等再看”》，鲍威尔在新闻发布会中明确表示，Taper 时机已经成熟，但加息还没到时候（it's time to Taper, not the time to raise rates）。11 月 4 日，英国央行宣布维持利率不变，投资者对加息预期落空。两大央行鸽派态度使得市场大幅降低 2022 年加息概率。

总结来说，拜登 1.75 万亿美元预算协调法案将再次面临缩减的预期，叠加美英央行过于鸽派的议息会议言论，导致美债收益率自 10 月 28 日起一路下行 11bp 至 11 月 9 日的 1.46%，然而，同时期，美国三大股指均表现不凡，道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数、标准普尔 500 指数分别上行 1.6%、2.8%、1.9%，反映出美债收益率下行显著提振权益市场定价。

图2：美国10年国债收益率自10月21日起开始回落



图3：美债收益率下行提振股市

日期	事件	当日涨跌		
		Dow Jones	Nasdaq	SPX
10月28日	拜登宣布预算协调法案降至1.75万亿美元	0.7%	1.4%	1.0%
11月3日	美联储议息会议	0.3%	1.0%	0.6%
11月4日	BOE议息会议	-0.1%	0.8%	0.4%
11月5日	辉瑞公布新冠特效药效果	0.6%	0.2%	0.4%
11月5日	10月非农数据公布	0.6%	0.2%	0.4%
11月5日	众议院通过基建法案	0.3%	0.1%	0.4%
11月8日	众议院通过基建法案后开市第一天	0.3%	0.1%	0.1%
11月9日	众议院通过基建法案后开市第二天	-0.3%	-0.6%	-0.3%
10月28日-11月9日指数表现		1.6%	2.8%	1.9%
10月28日-11月9日10Y美债表现		-11bp		

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至：2021年11月9日

## 二、美债收益率上行空间或有限

除去对拜登 1.75 万亿美元预算协调法案的考虑，美债收益率还受短期利率、通胀预期、以及期限溢价影响，参见 9 月 2 日报告《美债交易逻辑已悄然变化》。向前看，我们认为，以上三种因子对美债收益率的支撑效果将有所减弱，美债收益率上行空间或有限。

**第一，美国就业强势复苏预期可能已被市场充分定价，短期利率上行幅度有限。**

如前文所述，现阶段，拜登 1.75 万亿美元预算协调法案受阻已成事实，未来大概率遭到压减，对短端利率支撑效果趋弱。预算协调法案之外，受 10 月非农数据大超预期影响，市场已逐步 price in 美国劳动力市场稳步复苏的预期。美国



10月新增非农53.1万人，大超预期的42.5万人，反映疫情趋弱背景下，劳动力市场修复迅速。向前看，疫情对经济的约束将逐渐减小，叠加辉瑞新冠特效药的推出，美国就业市场大概率延续强复苏态势。

## 第二，实际通胀风险升温，通胀预期延续小幅上行态势，支撑美债收益率。

现阶段，全球大宗商品价格上行、供应链紧缩、叠加劳动力短缺问题导致美国10月通胀数据大超预期，反映美国价格压力全面升温，通胀压力进一步传导至通胀预期。长期通胀预期指标，如10年盈亏平衡通胀率以及5年5年通胀预期均显示，长期通胀预期已经达到历史高位水平。

实际通胀水平持续升温提升投资者对未来通胀的担忧，引导通胀预期不断上行。向前看，我们认为，通胀的尾部风险依然存在。美联储所遵循的加息“等等再看”法则存在一定风险，有可能在通胀和通胀预期同时上行的恶性循环中失去最佳的干预机会。

图4：长期通胀预期维持上行态势



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至：2021年11月12日

## 第三，财政部发债规模缩减，美债供给回落，引导期限溢价下行。

10年美债收益率的另一组成部分是期限溢价（term premium）。期限溢价反映长端债券的风险溢价，主要包含通胀风险溢价和实际风险溢价。其中，投资者对通胀的担心以及债券供需结构变化是影响通胀风险溢价的主要因素。

从通胀预期的角度来看，市场对通胀的担忧有升温迹象，主要受10月通胀数据拖累。10月CPI同比和环比均超预期，显示全球大宗商品价格上行，叠加供应

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\\_29557](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29557)

