

经济预测分析

第 11 期

国家信息中心

2021年03月22日

美国长期国债收益率上行的前景及影响分析

内容摘要：美国国债收益率是“全球资产定价之锚”，其变化对全球金融市场有“牵一发而动全身”的影响。今年2月份以来，美长期国债收益率快速上行并引发美股回调等金融动荡。预计美长期国债收益率年内会进一步震荡上行，10年期国债收益率可能阶段性突破2%。美国国债收益率上行将影响美国房地产市场、美股、美债和美元的走势，带来国际金融市场新的动荡。外部金融震荡将通过联动和传导效应加剧我金融市场波动风险，对此要提高警惕，做好政策应对预案。

今年2月份以来，美国长期国债收益率快速上行并带来美股回调等金融震荡，引发了市场广泛关注和担忧。作为无风险利率，国债收益率是各类金融产品的定价基准，美国国债收益率被视为“全球资产定价之锚”。美长期国债收益率上升对全球金融市场有着“牵一发而动全身”的影响。对其未来走势进行预判和分析，对判断和把握国际金融形势非常重要。

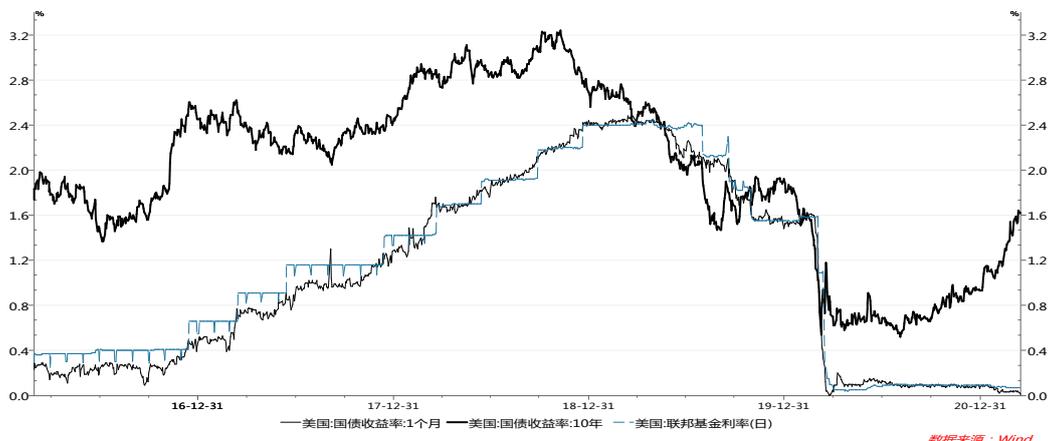
一、本轮美长期国债收益率上行的动因

1. 本轮美债收益率变化呈现“短期稳、长期升”的陡峭化现象

在本轮美国债收益率上行中，短债收益率基本无变化，期限越长的美债收益率上行幅度越大，美债收益率曲线因而出现明显的陡峭化。截至3月18日，最具代表性的10年期美国债收益率升至1.71%，比2月1日上升了62BP（基点，1基点=0.01%），20年期收益率上升了70BP。与之相比，1个月和3个月期美债收益率分别下跌5BP和6BP；1年期美国债收益率持平，2年期上升5BP。

影响美国债收益率的主要因素有基本面因素（美国经济运行状况）、预期因素（市场对经济增长的预期、通胀预期、政策预期等）和政策因素（美联储政策调整）。这三类影响因素对短期与长期国债收益率的重要性存在差异。短期国债收益率变化由政策因素决定，短期国债收益率与联邦基金利率走势完全一致。长期国债收益率变化则主要由基本面因素和预期因素来决定，对政策因素不敏感，与联邦基金利率相关性较差（见下图）。决定因素的不同造成美国长短期国债收益率变化经常不同步，存在长短期国债利差收窄、国债收益率扁平化和长短期国债利差扩大、国债收益率陡峭化两种现象。历史上，这两种现象与美国经济拐点性变化密切相关，国债收益率曲线扁平化后常紧跟经济衰退，国债收益率曲线陡峭化后则经济往往迎来复苏。

美国联邦基金利率与长短期国债收益率走势



2. 基本面和市场预期变化主导美长期国债收益率上升

本轮美国长债收益率快速上升和收益率曲线变陡是美国经济加快从新冠肺炎疫情中复苏的反映和结果。2021年1月下旬以来，美国疫情明显好转，每日新增确诊病例数量由近20万例下降到目前的5万例上下。疫苗接种大提速，接种率由1月初的2%快速上升到3月16日的33%。受疫情防控向好和政府出台大规模经济救助计划提振，美国经济复苏势头日益明显。2020年一至四季度美国GDP环比折年增长率分别为-5%、-31.4%、33.4%和4.1%。亚特兰大联储模型预计2021年美国一季度GDP增速将达10%。ISM制造业PMI指数自2020年6月以来回升到50%荣枯线以上并持续走高，2021年2月达60.8，创2018年2月以来新高。

市场预期是驱动本轮国债收益率上升的主要力量。市场对美国经济恢复向好的预期和通胀预期迅速升温，且远超实际经济数据的表现。例如，拜登签署的总额约1.9万亿美元新纾困法案引发机构和专家对经济过热和通胀风险的担忧。OECD近日大幅上调2021年美国经济增长预期，由前值3.2%上调至6.5%。国际投行对美国经济前景非常乐观，摩根斯坦利预计美国经济将在2021年一季度达到疫情爆发前的产出水平，从第三季度开始将超过经济衰退前的水平。市场通胀

预期大幅升温，2021年2月美国ZEW通胀预期指数快速攀升至76.7，较去年同期上升了50.1倍，创2018年以来新高。通胀预期上升还表现为能源、金属和农作物等国际大宗商品和比特币价格加快攀升。截至3月中旬，国际油价今年年内已上涨35%；比特币2020年12月16日首度突破2万美元，到2021年3月13日冲上6万美元，3个月左右上涨了4万美元。市场还进一步形成美联储将提前加息的预期，预期2022年就会加息一次。联邦基金期货合约价格波动显示，市场投资者预计美联储加息进程将明显提速。利率互换市场显示，交易员对美联储加息时间的预期较今年2月初的预期结果提早了约大半年。

3. 美长期国债收益率上升可排除货币政策影响

对于美长期国债收益率走高，美联储始终“按兵不动”且“不为所动”，其政策认知与市场预期存在着根本分歧。为应对疫情冲击，美联储在2020年3月紧急降息，实行“零利率+无上限量化宽松”政策，实际执行中每月购债规模为1200亿美元，这一政策基调和操作从未调整。美联储对美国经济恢复、通胀形势和货币政策走向的判断与市场预期截然不同。今年3月初，美联储主席鲍威尔在讲话中表示，美国经济离复苏还很远，近期的通胀是短暂的并不可持续，美联储不会过早收紧货币政策。3月18日公布的议息决议显示，美联储将维持现有政策不变，虽然美联储上调了对今明两年美国GDP和三年内核心通胀的预测值，但仍预计2023年底前不会加息。对于当前的美债收益率快速上行，公开表态的美联储官员均表示并不担忧。

二、未来美长期国债收益率上行的前景

1. 有利于美长债收益率走高的因素

一是美国经济持续恢复与通胀上升将进一步推高美长期国债收益率。10年期美国普通国债与同期限的通胀保值国债收益率之差可

用来衡量市场对美国通胀的预期。该指标自 2020 年 12 月份以来持续攀升，2021 年 3 月 18 日为 2.27%，高于 2021 年 2 月 CPI 同比涨幅（1.7%）。通胀预期高于实际通胀率，表明未来通胀可能上行。在拜登推出的 1.9 万亿美元纾困法案中，对居民的转移支付达 1 万亿美元。据高盛测算，预计到 2021 年中，财政纾困补贴和延迟消费带来的美国家庭的“超额”储蓄可能升至 2.4 万亿美元。随着纾困法案落地，美国居民可支配收入因获得补贴会继续快速增长，叠加疫苗普及、限制措施放宽以及人们的担忧心理消除带来的居民家庭“超额”储蓄释放，会导致未来消费出现爆发式增长，推动美国经济加快恢复和通胀上升。

二是美债收益率目前仍处于历史低水平。3 月 18 日，10 年期美国国债收益率为 1.71%，与 2019 年 12 月 31 日即新冠疫情在美大爆发前的水平相比，仍低 21BP。未来美国经济恢复到疫情前水平，国债收益率也有望相应回升到疫情前。

2. 有利于美长债收益率稳定的因素

一是美通胀率阶段性上升不会触发美联储政策调整。美联储于 2020 年 8 月对货币政策框架进行了调整，新的政策框架引入形式更加灵活的“平均通胀目标”，即通胀率在一段时间内平均达到 2%。这意味着即便今年美国出现通胀率突破 2% 的情况，美联储也不会贸然加息。而且从核心通胀率和就业的表现看，美国通胀率上升尚不具有可持续性。一方面，美国核心通胀率仍保持稳定。2021 年 2 月份美国核心 CPI 为 1.3%，比上年 4 月份疫情爆发初期低 0.1 个百分点。另一方面，疫情带来的摩擦性失业使美国近两年持续面临就业压力并压低通胀。2 月份美国经过季节调整后的失业率为 6.2%，仍显著高于疫情前水平（2019 年 12 月份为 3.6%），同时，美国劳动参与率由 2020 年 2 月的 63.3% 下降至 2021 年 2 月的 61.3%。这表明疫情对美

国就业的冲击具有持久性。

二是美联储有应对长期国债收益率走高的政策工具。对于长期债券收益率持续过快上升，美联储可以在坚持零利率和量化宽松政策的同时，通过“扭转操作”或“收益率曲线控制”来达到拉低美长债收益率的目的。“扭转操作”的做法是：通过公开市场操作，在买入长期国债的同时卖出短期国债，或者调整购债规模在国债、机构债和MBS之间的分配比例，重点加大对长期国债的购买力度，相应缩小后两种债券品种的增量购置。通过“扭转操作”，美联储可以在维持整体购债规模不变的同时，改变持有的债券品种结构。“收益率曲线控制”的做法是：持续加大对长期国债的购买，直到长期国债收益率降至目标水平。与“扭转操作”相比，这种方法会带来美联储购债规模的扩大。

综合上述因素，市场对美国经济复苏和通胀预期可能随形势变化而进一步提升，美长期国债收益率仍有一定上行空间。但由于已有的市场预期已基本充分反映在长期国债收益率的定价之中，除非未来美国经济表现超过当前预期，即出现经济过热迹象和难以控制的通胀，否则市场预期对长期国债收益率上升的推动作用将减弱。同时，美联储有压低长期国债收益率的调控工具，出于配合财政刺激政策执行和防止美股美债剧烈调整的目的，必要时可及时出手调节。总体判断，今年年内美国长期国债收益率会进一步震荡上行，但上行的速度将逐步趋缓，10年期国债收益率年内可能会阶段性突破2%。

三、美长期国债收益率上行的主要影响

1. 对美国金融运行的影响

一是推高房贷利率，对美房地产市场形成一定冲击。美国房屋抵押贷款利率在方向和变化幅度上与美长期国债收益率高度相关。美国

最普遍的 30 年期固定利率抵押贷款利率与 10 年期美国国债收益率走势一致。在本轮长期国债收益率快速上升后，美国抵押贷款利率也出现加快攀升的迹象。房地美 (Freddie Mac) 数据显示，美国 30 年期固定利率抵押贷款利率从 1 月初创纪录低点 2.65% 开始回升，截至 3 月 4 日当周，升至 3.02%，为自 2020 年 7 月 9 日以来的最高水平。自 2019 年 8 月份以来，美国房价持续上涨，2020 年 12 月份标普 CoreLogic 凯斯-席勒美国 20 城房价指数同比上涨 10.1%，创下自 2014 年以来的最大涨幅。房市的繁荣与同时期房贷利率下行密不可分，30 年期固定利率抵押贷款利率由 2018 年末的 4.9% 降至 2020 年 7 月的 2.98%，为 50 年来第一次低于 3% 的水平。美长期国债收益率的持续上行可能带动房贷利率进一步回升，对美房市产生不利影响。

二是打压高成长型股票估值，使美股承压下跌。作为定价基准，美长期国债收益率持续上升不仅会降低投资者的风险偏好，增加上市公司通过发债来回购股票的融资成本，还会直接导致成长型上市公司估值下降¹，引发投资者对高估值风险资产的恐慌，带来股价下行压力。本轮美长期国债收益率上升已引发市场对科技股等高成长型上市公司估值过高的担忧。以科技股为主的美国纳斯达克指数自今年 2 月中旬出现一轮快速回调，2 月 16 日至 3 月 8 日的 16 个交易日累计跌幅达 10.5%，而作为美股传统行业股票比较集中的道琼斯指数并未下跌，甚至还创下历史新高。这反映出美长期国债收益率上升带来的美国股市调整存在板块轮动的结构性特点。

三是加大美国政府债务压力。美国财政部发行的国债多为长期品种。1.9 万亿美元纾困法案的执行将使今年下半年美国国债发行压力

¹ 对于高成长型上市公司一般采用现金流折现法进行估值。简而言之，就是预测公司未来几年的自由现金流，再以无风险利率作为折现率，折现为现值。一般用长期国债（主要是 10 年期国债）收益率作为无风险收益率，作为分母进行折现。因此，长期国债收益率越高，高成长型上市公司估值就越低，股价也将下跌。

明显上升。长期国债收益率上升将带动发行利率上升，加大发债难度和政府债务付息压力。据莫尼塔研究测算，综合新增债务和借新还旧，美国 10 年期国债收益率每上升 1 个百分点，利息支出将额外增加 540 亿美元，接近 GDP 的 0.3%。

四是对美元弱势起到提振作用。历史经验表明，美国债收益率上升有利于加大美债对于国际资本的吸引力，吸引资本回流美国并支持美元走升。美国财政部数据显示，2021 年 1 月份，海外投资者增持 488 亿美元美债，持仓规模升至 7.1196 万亿美元，为去年 3 月以来最高；海外投资者购买了 119.78 亿美元的美国股票，为连续第九个月增持美股。随着美长期国债收益率走高，美元指数自 1 月 6 日的低位 89.4 反弹至目前的 92 上下，出现筑底反弹迹象。

2. 对我国金融运行的影响

美国国债收益率上行加剧美股波动和调整，支撑美元筑底走升，带来国际金融市场动荡，致使我国金融平稳运行面临的外部不稳定不确定因素显著增加。外部金融震荡将通过联动和传导效应加剧我金融市场波动风险。

一是加剧我市场利率上行风险。实证分析显示，2008 年国际金融危机之后，中国与美国的长期国债收益率联动性显著增强，而且两者联动具有明显的非对称性，即美国长期国债收益率变动对中国产生影响，但中国对美国长期国债收益率的变动并没有显著的影响。预期传导是美债收益率影响中国国债收益率的重要渠道。近年来金融对外开放提速，更多的境外投资者进入我国债市，也增加了美债收益率变化对我债券收益率波动的影响渠道和可能性。随着疫情防控和经济恢复持续向好，我国货币政策已表露出回归常态化的意图，未来基本面和政策面变化将推动国内市场利率低位回升。今年前两个月，我国隔夜 SHIBOR 和 1 年期、10 年期国债收益率已累计上行 100 个 BP、11

个 BP 和 14 个 BP。虽然国内市场投资者对政策收紧和利率回升有一定预期，但对变化的速度和力度仍存在担心和忧虑。美债收益率走高将强化国内市场利率上升预期，触发投资者焦虑情绪，加剧国内市场利率上升风险。

二是加剧我股市共振调整风险。美股调整推动我国 A 股跟随下跌。从 2 月 18 日春节后第一个交易日开始，到 3 月 9 日的 14 个交易日内，上证综指累计跌幅达 8.1%，以科技股为主的创业板指数累计跌幅高达 22.9%。美股目前仍处于高估状态，对流动性变化非常敏感，存在进一步下跌的风险，未来美债收益率进一步上行可能再次引发美股调整。我国 A 股市场前期上涨受到公募基金发行火爆、境外资金大举进入、机构投资者抱团持有头部股票等因素驱动，本轮下跌对上述因素已形成动摇和瓦解，公募基金净值整体回撤已导致发行遇冷，甚至面临赎回压力，境外资金可能由进转出，机构抱团前期有利于助涨股价，在下跌行情中却会助跌股价。总体来看，未来 A 股仍有跟随美股进一步调整的风险。

三是加剧人民币汇率波动和我跨境资金异动风险。美国经济加速复苏与美长期国债收益率走高相伴随，会吸引更多国际资本回流美国并推动美元出现阶段性升值。除中国以外的新兴市场国家受疫情冲击严重，一些原本脆弱的国家外债迅速攀升，经济遭遇重创，爆发主权债务危机的可能性加大。美国市场利率和美元“双升”的边际变化与新兴市场主权债务风险上升相叠加，将带来国际金融形势新的动荡。对我国而言，将加剧跨境资金流动的易变性和人民币汇率的波动性，带来跨境资金由进转出的异动风险和一定的人民币汇率贬值压力。

四、相关政策建议

随着疫苗大规模接种，海外新冠疫情已进入后期阶段。疫情本身

对全球经济金融稳定运行带来的冲击和威胁明显消退。但美国等发达经济体的经济复苏前景、全球通胀前景、前期大规模刺激政策的延后影响以及新形势下的政策调整正成为新的不确定不稳定因素。本轮美长期国债收益率的快速上升是这些新增不确定不稳定因素的集中反映，进而会带来国际金融市场新的动荡。

外围市场的动荡将带来新的输入性风险，对此要提高警惕，做好政策预案。一是坚持货币政策“不急转弯”，保持政策稳定性和连续性，做好政策协同，保持市场流动性和利率平稳。二是引导和管理好预期，货币政策贯彻落实“稳健”基调，加强与市场和公众之间的政策沟通，及时回应市场关切，疏导市场恐慌情绪。三是积极防范外部风险输入，加强对美股债汇市场和国际金融市场、跨境资金流动跟踪监测，防范外资流动对我金融市场的扰动。

（执笔：李若愚）

编辑部地址：北京三里河路58号国家信息中心预测部
联系电话：68557142, 68557122
电子邮箱：gxfx@sic.gov.cn

邮编：100045
传真：68558210