中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2021 年 3 月 30 日　　2021 年第 21 期（总第 344 期）

美国国债收益率快速上升的原因、趋势及建议*

近期美国 10 年期国债收益率快速上升，引发全球广泛关注。本文认为，此次美国中长期国债收益率上行并不完全反映了市场对通胀和经济前景的乐观判断，尤其美联储与市场预期存在明显分化，美国经济复苏是否真实尚有待确认。同时，美国国债收益率曲线极度“陡峭化”也说明中长期收益率可能存在一定“超调”，为避免损失引发的资产抛售起到了助推作用。在经济回暖预期短期内无法被确认、美联储货币政策不会轻易转向及市场交易情绪将逐步稳定等因素影响下，美国国债收益率快速上升的动力并不充足。建议：关注后续美国国债收益率变动，强化资本流动管理；货币政策要坚持“以我为主”，需警惕输入性风险；金融机构要合理配置外币资产头寸，控制汇率和利率风险。

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：梁斯　　中国银行研究院
电　话：021 - 6659 4084

签发人：陈卫东
审稿人：周景彤 李佩珈
联系人：叶银丹
电　话：010 - 6659 6874

*　　对外公开
**　　全辖传阅
***　　内参材料

美国国债收益率快速上升的原因、趋势及建议

近期美国 10 年期国债收益率快速上升，引发全球广泛关注。本文认为，此次美国中长期国债收益率上行并不完全反映了市场对通胀和经济前景的乐观判断，尤其美联储与市场预期存在明显分化，美国经济复苏是否真实尚有待确认。同时，美国国债收益率曲线极度“陡峭化”也说明中长期收益率可能存在一定“超调”，为避免损失引发的资产抛售起到了助推作用。在经济回暖预期短期内无法被确认、美联储货币政策不会轻易转向及市场交易情绪将逐步稳定等因素影响下，美国国债收益率快速上升的动力并不充足。建议：关注后续美国国债收益率变动，强化资本流动管理；货币政策要坚持“以我为主”，需警惕输入性风险；金融机构要合理配置外币资产头寸，控制汇率和利率风险。

年初以来，美国中长期国债，尤其是 10 年期国债收益率的快速上行引发全球关注。10 年期国债是美国国债市场信息综合度最高的品种，反映了各界对美国通胀和经济增长预期及市场风险溢价的判断，其波动对市场信心及全球资产配置会产生巨大影响。

一、2020 年 2 月以来美国国债收益率走势分析

2020 年 2 月以来，美国国债收益率走势大体分为三个阶段（图 1）：

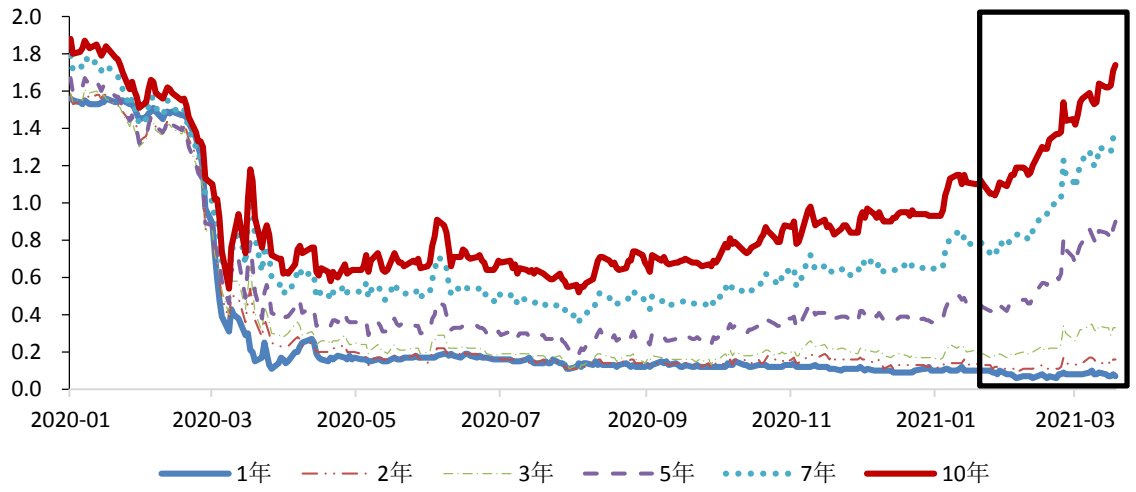
第一阶段，2020 年 2 月-2020 年 3 月快速下行期。2020 年 2 月，新冠疫情全球肆虐，确诊病例迅速攀升。受此影响，全球金融市场出现剧烈震荡，股市连续熔断、汇率大幅贬值，流动性风险迅速放大。为稳定金融市场波动，缓解流动性风险，美联储再次推出“低利率+大规模资产购买”计划。在“不计后果”的操作下，美联储持有的国债规模迅速上升，美国国债收益率快速走低，10 年期国债收益率降至 1%以下，期限利差（10 年期与 2 年期国债收益率之差）最低达到 0.16 个百分点。

第二阶段，2020 年 4 月-2020 年 9 月稳定运行期。在短期集中大规模操作后，美国 10 年期国债收益率自 4 月份开始在 1%以下维持震荡运行。此后，美国疫情经历了

“二次反复”，受此影响，10 年期国债收益率出现了阶段性震荡，但整体保持稳定。短期国债，例如 2 年期国债收益率走势长期保持平稳，没有出现明显波动。

第三阶段，2020 年 10 月-2021 年 3 月持续上行期。2020 年 10 月，美国 5 年、7 年、10 年等中长期国债收益率开始上行，在进入 2021 年后上升速度突然开始加快，10 年期国债收益率 3 月中旬一度突破 1.7%，与 2 年期国债收益率的利差超过 150 个 BPs。美国长期国债收益率上行引发全球金融市场动荡，而美联储连续的鸽派表态更是导致市场对政策预期出现分化。对美国国债收益率的后续走势，市场中产生了诸多争论。

图 1：美国国债收益率上行主要以中长期为主（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

总结来看，此次美国国债收益率走势有两个特征：**一是**主要以中长期，例如 5 年、7 年、10 年期国债收益率上升为主，短期国债，例如 2 年期国债收益率走势基本没有太大变化。**二是**此次国债收益率上升并未对应货币政策转向。从历史上看，美国国债收益率走势基本与联邦基金利率同步，二者相关性在 0.9 以上，但此次美联储并未采取加息措施，也未调整资产负债结构（图 2）。

图 2：联邦基金利率和 10 年期国债收益率高度正相关（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

二、美国国债收益率上升原因分析

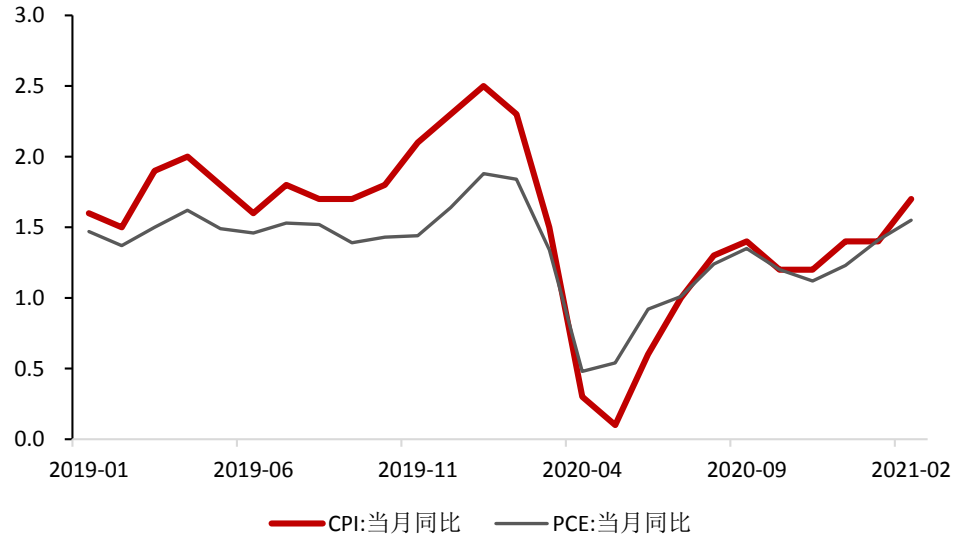
从理论角度分析，美国国债收益率走势主要受三方面因素影响。

一是通胀和经济增长预期。国债收益率通常会反映各界对一国未来通胀走势和经济增长的判断。正常情况下，国债收益率曲线应当连续、平滑地向右上方倾斜，并且斜率保持稳定。如果各界对未来通胀预期和经济前景判断偏正面，国债收益率曲线应当整体、稳步向上方移动，与物价上涨和经济复苏的节奏相匹配。

从此次美国国债收益率上行背景看，确实对应着通胀和经济复苏预期升温。**一方面，近段时间以来，全球大宗商品价格持续上涨，美国通胀率有所上升。**3 月中旬，布伦特原油、NYMEX 原油价格一度冲破 70 美元/桶、67 美元/桶，为 2020 年 1 月以来新高。LME 铜、LME 铝价格也一度突破 9600 美元/吨和 2200 美元/吨。大宗商品价格持续上涨导致通胀预期强化。美国 CPI 和 PCE 由 2020 年 4 月的 0.3%、0.48%上升至 2021 年 2 月的 1.7%、1.55%，物价水平呈现持续走高态势（图 3）。**另一方面，2021 年以来，随着疫苗推广使用，全球疫情得到一定控制，各界对美国经济的复苏预期有所强化。**美国制造业 PMI 指数已连续多月保持在荣枯线以上，2021 年 2 月达到 60.8%；美国个人耐用品消费、非耐用品消费同比增速由 2020 年 4 月的-18.72%、-7.89%上升至

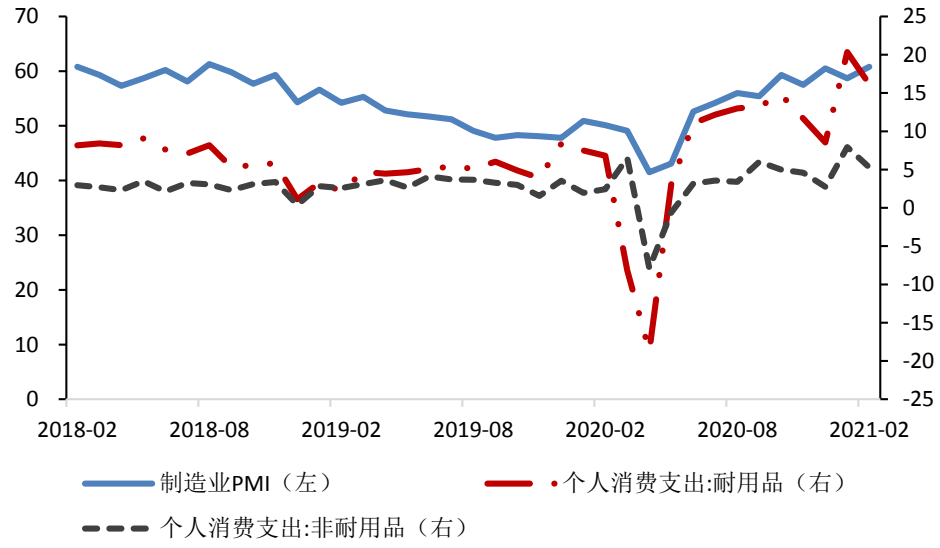
2021 年 2 月的 16.14%和 5.27%（图 4）。在通胀率上升和经济回暖预期双重强化下，美国国债收益率出现上行。但需要注意的是，此次主要是中长期国债收益率出现上升，并非整条收益率曲线的移动。

图 3：美国 CPI 和核心 PCE 上升明显（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 4：美国制造业 PMI、个人消费支出耐用品及非耐用品同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是中央银行的货币政策。中央银行通过买卖国债会改变国债收益率的运行轨迹，由于国债市场在金融市场中的特殊地位，国债收益率曲线的形状及调整对中央银行货币政策的传导至关重要。尤其在危机时期，压低长期国债收益率有利于实体经济以更低的成本获取中长期资金，稳定企业预期，起到加大投资和促进消费的作用。例如 2008 年金融危机后，美联储使用了“扭曲操作”，通过“买长卖短”压低长期国债收益率，鼓励实体经济获取长期资金。从近期美联储表态及其自身面临的约束条件看，此次美债收益率上行并非美联储引导。

一方面，从 2020 年 12 月以来美联储议息会议的内容分析，美联储并未采取措施引导收益率曲线上升（表 1）。美联储议息会议传递出两方面信息：一是美联储注意到了美国国债收益率上升的现象，但表态不会进行干预，说明美联储没有通过操作引导国债收益率走势。从历史上看，联邦基金利率走势与 10 年期国债收益率保持高度一致，只有两次比较明显的分化：一次是 2008 年金融危机前美联储连续加息抑制房地产市场过热，但 10 年期国债收益率并未出现明显上升；第二次是即是本次，联邦基金利率和 10 年期国债收益率已经出现严重背离，意味着美联储并不认为通胀和经济复苏预期短期内能够被确认，同时美联储也并未采取缩表操作，说明此轮国债收益率上行不是政策影响的结果。**二是美联储内部就是否会进行加息出现分化，市场猜测美联储货币政策可能会提前转向，但预计短期内加息可能性较小。**当前美国经济复苏、增长动力是否可持续等重要信息尚无法被确认。加之新冠疫情暴发前，美国已经面临经济增长动力减弱、实体经济运行乏力等问题，并且美联储已启动降息步伐。在经济复苏信号不明朗的情况下，美联储短期内加息可能性不大。

另一方面，收益率快速上行带来的资产损失和融资成本提高也制约了美联储干预的可能性。美联储危机时期大量购买资产的目的是通过“恶化”自身资产负债表质量，“以时间换空间”来稳定市场信心，推动经济复苏。截至 2021 年 3 月 24 日，美联储持有国债规模已达 4.92 万亿美元，其中中长期国债为 4.54 万亿美元，并且仍在不断增加，短期国债持有规模自 2020 年 3 月末后一直未发生变化（图 5）。美联储不结束资产购买计划，持有长期国债规模仍会增加，说明美联储在向市场提供流动性的同时

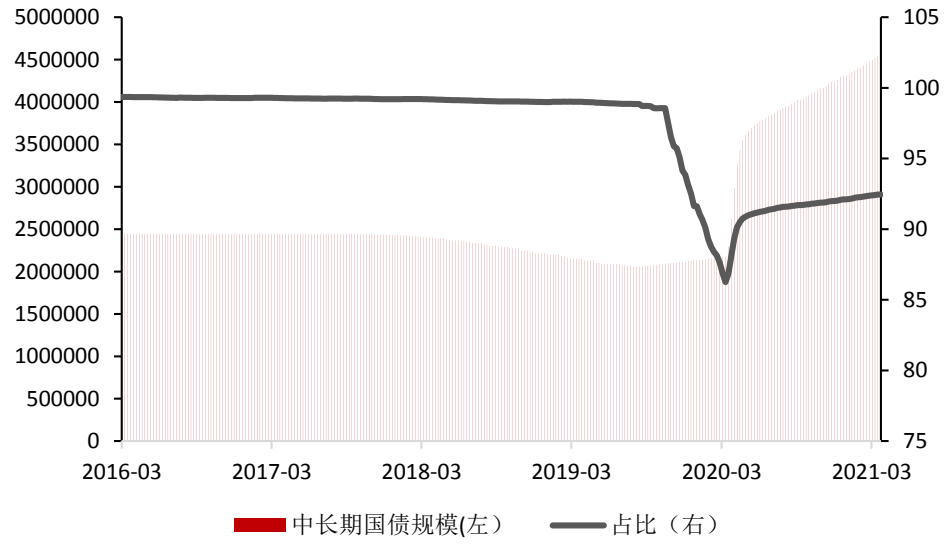
也希望长期国债收益率保持在较低水平。**一方面，**收益率快速上行会导致美联储持有国债资产价值大幅缩水。**另一方面，**美国政府大规模的财政支出计划需要将利率维持在较低水平，否则会面临较大的利息负担。

表 1:2020 年 12 月以来美联储议息会议主要内容

2020 年 12 月	2021 年 1 月	2021 年 3 月	分析
美国经济活动和就业持续复苏，但仍远低于年初的水平	美国经济活动和就业温和复苏，疲软集中在受疫情负面影响较大行业	美国经济活动和就业温和复苏，最近经济活动与就业指标回升，疲软集中在受疫情负面影响较大行业	增加了“最近经济指标回升”的表述
需求疲软和油价下跌导致通胀水平走低	需求疲软和油价下跌导致通胀水平走低	通胀持续低于 2%	维持对短期通货的容忍度
保持货币宽松，使用各种工具来支持美国经济	保持货币宽松，使用各种工具来支持美国经济	保持货币宽松，使用各种工具来支持美国经济	QE 短期不会退出，退出前会做充分沟通
经济复苏的路径取决于疫情状况，疫情不仅影响短期经济活动、就业和通胀，也对中期的经济展望产生一定风险	经济复苏的路径取决于疫情状况和疫苗接种进程，疫情不仅影响经济活动、就业和通胀，也对经济展望产生一定风险	经济复苏的路径取决于疫情状况和疫苗接种进程，疫情不仅影响经济活动、就业和通胀，也对经济展望产生一定风险	无变化

资料来源：根据公开资料整理

图 5：美联储持有长期国债规模及占比变化（百万美元、%）

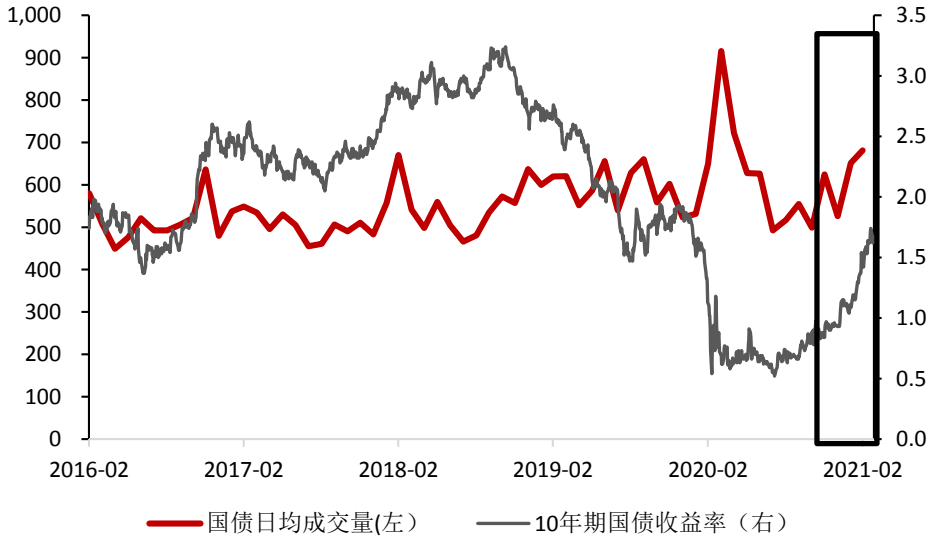


资料来源：Wind，中国银行研究院

三是市场参与主体的资产配置行为。国债作为无风险资产，通常是全球投资者资产配置的重要标的。资产管理机构在二级市场的交易和买卖行为也会导致收益率曲线发生变化，大规模操作可能会导致收益率出现震荡。

利率持续走低对债市是利多，资本利得空间增大，但也存在较大风险。如果在低利率环境下加大对债券资产的持有，意味着债券持有者同时要容忍潜在的利率风险，未来一旦利率上行，会遭受较大的资产损失。疫情暴发后，出于避险的目的，除美联储之外的其他各类机构，包括金融机构和资产管理机构也会加大对美国国债的配置。但在市场不断渲染通胀上升、经济复苏的背景下，引发了各类机构对美联储政策提前转向的猜测，部分投资者为避免损失，会采取卖出资产止损的方式避免资产负债表恶化，交易情绪的不稳定容易引发“踩踏”效应，放大市场风险。2021 年以来，美国国债二级市场交易出现明显上升，1 月份国债日均交易额较去年 12 月大幅增加 1255 亿美元，2 月继续增加 297 亿美元（图 6）。说明市场存在一定的国债抛售行为，导致国债收益率曲线“陡峭化”。

图 6：美国国债日均交易量和 10 年期国债收益率（十亿美元、%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

三、后续美国国债收益率走势展望

综合来看，此轮美国国债收益率上行部分受经济复苏和通胀预期影响，同时伴随市场恐慌情绪上升带来的资产损失止损现象，美国长期国债收益率的上升存在明显的过度反应，持续上行的动力不足。主要原因包括以下方面：

一是美国疫情尚未得到有效控制，经济回暖预期短期内无法被确认。一方面，虽然 2021 年以来美国新冠疫情单日确诊病例持续下降，3 月份已降至 5 万人以内，但绝对规模仍然保持在较高水平。考虑到美国国内形势还不稳定，许多民众对疫情接种仍持怀疑态度，疫情能否得到切实控制仍然存在变数，经济复苏面临的最大不确定性还未消除。**另一方面，**美国近期通胀上涨部分因素来自供给推动，即成本上升导致的物价上涨，是否是由于真实需求拉动以及需求的可持续性仍然存疑，拜登政府推出的 1.9 万亿美元刺激政策的效果也有待观察。

二是美联储货币政策不会轻易转向，需要为后续留下空间。美联储对美国经济复苏仍然持谨慎态度，尤其从美联储的操作看，并不希望短期内长期国债收益率出现快速上行。**一方面，**美联储在 2020 年 8 月宣布实施“平均通胀目标”，意味着对通胀的

容忍度有所上升，短期内即使通胀率超过设定值，货币政策也不会轻易转向。**另一方面，**美联储持有的主要是中长期国债，长端收益率上升会影响美联储的政策腾挪空间，影响后续政策退出，“加息”和“缩表”操作均会受到掣肘。参考金融危机后美联储是按照“先加息、后缩表”的方式实现政策正常化，美国国债收益率快速上行超出了美联储设定的政策路径。整体看，美联储认为市场对美国经济复苏过度乐观，近期多次表态无疑在向市场传达经济复苏动力尚不充足的信号。

三是市场交易情绪将逐步稳定。一方面，随着时间推移，后续市场投资者的冲动情绪将得到一定缓解，交易行为将逐步稳定，恐慌性的抛售现象会有所减少。**另一方面，**如果长期国债收益率持续上升，美联储可能会考虑加大对长期国债的购买来压低收益率，稳定市场情绪。

四、对我国的建议

一是密切关注后续美国国债收益率变动，强化资本流动管理。近年来，全球经济金融不确定性不稳定因素明显增多，尤其中外经济分化、货币政策分化更容易引发跨境资本的无序流动。美国国债收益率快速上行导致中美利差急剧收窄，我国面临的资本流动管理压力有所上升，3 月份人民币汇率已贬至去年年末水平。未来需动态跟踪美国国债收益率变化情况，防止恐慌性资本流出引发的人民币汇率贬值，做好相应的监测和应急预案，并及时动用宏观审慎手段进行管理。

二是货币政策坚持“以我为主”，需警惕输入性风险。考虑到美联储尚未针对美债收益率上行做出反映，我国货币政策也无需调整。尤其在经济稳中向好情况下，外部矛盾不会对我国货币政策独立性带来明显影响。**一方面，**继续坚持“以我为主”理念，坚持稳健货币政策不动摇，确保金融市场利率体系的稳定。**另一方面，**对美联储货币政策可能出现的调整要有所预警、有所应对，警惕外部不确定性引发的意外冲击，防范对我国金融市场带来负面传递效应。

三是金融机构要合理配置外币资产头寸，控制汇率和利率风险。从当前情况看，我国经济稳中向好，货币政策仍将长期处于正常区间，与外部利差将持续维持。受外

部因素干扰，人民币汇率短期内或小幅贴水，但长期内将保持稳定。对于持有外币资产，尤其是美元资产的机构，要适度控制仓位和规模，同时要积极使用衍生工具对冲风险敞口，锁定利率风险，避免赌博式投资。同时，要适度增持人民币资产，避免在市场动荡情况下同时遭受汇率和利率风险。