疫情后美债走势分析及其对大类资产的影响

引言：目前，美国 10 年期国债收益率突破 1.1%，触发点是民主党赢得佐治亚州的两场参议院竞选，反映出市场预期政府支出将大幅增加，并推动美国经济复苏。我们通过复盘疫情后本轮美债的走势，并将长端美债进行进一步的拆分，来深入分析美债后续的走势。同时，我们通过对美债的判断进一步延伸至对美元、黄金、美股和中债等大类资产的判断。

一、复盘本轮美债长端收益率走势。主要包含 7 个时间段：2020 年 1 月 17 日- 3 月 9 日：避险情绪上行，推动长端利率下行；2020 年 3 月 9 日- 3 月 19 日：疫情引发美元流动性危机爆发；2020 年 3 月 9 日- 5 月 29 日：流动性危机消退，收益率转向窄幅震荡；2020 年 5 月 29 日-6 月 11 日：财政刺激对经济的提振显现，经济数据大幅反弹推动长端利率上行；2020 年 6 月 11 日-8 月 4 日：美联储释放长期维持低利率信号，长端利率下行； 2020 年 8 月 4 日-2021 年 1 月 5 日：疫情对经济的影响边际减弱，叠加美国总统选举尘埃落定，不确定性消除推动 10 年美债收益率回升；2021 年 1 月 5 日-至今：货币政策二阶拐点确认和民主党控制参众两院使得美国 10 年国债收益率大幅飙升，直接“突破 1.1%”。

二、未来长端美债收益率上行的空间还有多少？通常 10 年期美国国债长端利率=10 年期预期平均短期利率+期限溢价，然后进行进一步拆分，相当于预期平均短期真实利率+预期平均通胀+期限溢价三个部分，我们以此来对国债收益率未来的方向进行判断。**从目前来看，平均短期均衡利率来看难以有明显起色。**首先，即使美联储调整货币政策，中性利率也将较长时间维持在低位。其次，若 2Q 经济复苏低于预期或者美股出现较大的调整风险，那么即使美联储想要逐步退出 QE，也存在“心有余而力不足”的情况。**短期通胀预期仍有上升空间，但预计有限。**首先，原油价格的上行空间仍存，但是可能并不如市场预期的那么强劲。其次，个人消费在商品的支出（尤其是耐用品）已经超过疫情前的水平，以替代服务支出，那么即使后续财政刺激进一步落地，对食品和商品价格的提振有限，通胀后续的走势仍然和服务业挂钩，且最终取决于疫情疫苗的进展。**期限溢价将是未来推升 10 年美债收益率的长期因素。**在产出缺口收敛时，债券市场预期产出水平将走阔至产能制约的均衡水平，从而出现相应的调整，对应的期限溢价预计有上行压力。综合来看，我们预计美债收益率今年能够升至 1.5%-1.8%区间内。

三、未来美债收益率上行对大类资产的影响几何？1）黄金价格上行通道受阻，确定性回落。回顾 2020 年黄金牛市，一方面得益于地缘政治的紧张，另一方面则主要源于实际利率的下行。未来看，实际收益率的回升意味着驱动黄金上涨的主要动力减弱。**2）美元指数底部震荡后温和上行，中美利差短期有望收敛。**在财政刺激和美联储的表态已经发生了边际转向后，美元指数见底，但是在债务货币化的背景下，美元牛市的基础不存在，温和震荡上行概率加大。**3）美债名义利率曲线加速陡峭化加速美股调整风险。**若美债收益率上涨的增速超预期，短期内出现过快的攀升，那么对美股的冲击也将超预期，引发以科技股为首的全面回调。**4）中债虽然面临上行风险，但流动性宽裕仍压制收益率上行空间。**当前货币政策仍然取决于国内的经济基本面和流动性需求，美债上行不会对中债产生明显的影响。**5）人民币短期面临小幅贬值压力，但长期不改升值趋势。**若美元指数短期反弹，中美利差有望温和收敛，人民币汇率短期面临小幅贬值的压力，但不改人民币仍然处于一个升值通道，且汇率保持在合理区间才能够使得人民币长期升值走得更稳。

风险提示：

1、疫情疫苗进展低于预期；2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

(8621)61038260

杨一凡 联系人

内容目录

一、 复盘本轮美债长端收益率走势 3
二、未来长端美债收益率上行的空间还有多少？ 7
三、未来美债收益率对大类资产的影响几何？ 10
1、黄金价格上行通道受阻，确定性回落 10
2、美元指数底部震荡后温和上行，中美利差短期有望收敛 12
3、美债名义利率曲线加速陡峭化加速美股调整风险 14
4、中债虽然面临上行风险，但中国流动性宽裕仍有必要 15
5、人民币短期面临小幅贬值压力，但长期不改升值趋势 16

图表目录

图表 1： 疫情后美国 10 年国债收益率走势回顾 3
图表 2： 美国期限利差在 2 月出现倒挂 4
图表 3： 美国金融压力指数在该期间飙升 5
图表 4： 3 个月美元 LIBOR-OIS 飙升到 08 年以来的次高点 5
图表 5： 美国劳动力市场在 5 月大幅反弹 5
图表 6： 5 月零售销售和 ISM 也出现大幅反弹 5
图表 7： 美国当日新增病例在 8 月开始出现回落 6
图表 8： 本轮名义利率上行并非由通胀预期提振 7
图表 9： 长期中性名义利率维持在 2.5% 8
图表 10： 食品价格已经回落，能源价格和服务价格有望对通胀预期形成上行压力 9
图表 11： 个人消费支出中的耐用品恢复程度远好于服务 9
图表 12： 期限利差仍有反弹空间 10
图表 13： 产出缺口将会收窄 10
图表 14： 实际利率和黄金价格反比 11
图表 15： 美联储注入流动性后通胀预期回升带动实际利率下行 11
图表 16： 美元和 COMEX 黄金后续反比概率较大 12
图表 17： 美联储 08 年之后前瞻性指引缩减 QE 到缩表的路径 13
图表 18： 美元在减少 QE 的后半段开启强美元周期 14
图表 19： 当前标普 500PE 指数不断创历史新高 15
图表 20： 中美利差仍然在高位徘徊 16
图表 21： 人民币指数随着中美利差回落 17
图表 22： 我国当前外汇储备仍然保持高位稳定 18

引言

目前，美国 10 年期国债收益率突破 1.1%，触发点是民主党赢得佐治亚州的两场参议院竞选，反映出市场预期政府支出将大幅增加，并推动美国经济复苏。我们通过复盘疫情后本轮美债的走势，并将长端美债进行进一步的拆分，来深入分析美债后续的走势。同时，我们通过对美债的判断进一步延伸至对美元、黄金、美股和中债等大类资产的判断。

一、 复盘本轮美债长端收益率走势

疫情后，按照细分，美债收益率其实经历了 7 个阶段的变化。主要包括：

1）2020 年 1 月 17 日-3 月 9 日；

2）2020 年 3 月 9 日-3 月 19 日；

3）2020 年 3 月 19 日-5 月 29 日；

4）2020 年 5 月 29 日-6 月 11 日；

5）2020 年 6 月 11 日-8 月 4 日；

6）2020 年 8 月 4 日-2021 年 1 月 5 日；

7）2021 年 1 月 5 日-至今。

图表 1：疫情后美国10 年国债收益率走势回顾



来源：Wind、国金证券研究所

具体来看：

2020 年 1 月 17 日- 3 月 9 日：避险情绪上行，推动长端利率下行。首先，从政治事件来看，1 月 3 日前任美国总统特朗普指挥美军通过对巴格达国际机场附近行进的车队发起一次无人机空袭成功完成击杀行动，导致伊拉克人民动员部队副指挥官兼真主党旅创始人阿布·马赫迪·穆罕迪斯以及四名伊朗高级军官和四名伊拉克军官在内的 9 名乘客亦同时身亡，导致美伊之间得紧张关系进入白热化阶段。**其次，从疫情来看，**3 月初疫情开始在美国蔓延，新增病例人数开始了直线飙升。数据显示，美国累计确诊病例从 1 月的个位数上行到 3 月 9 日的 755 例，当日新增也开始三位数增加。由于全球疫情的不确定性上行，以及美国经济自身面也出现疲软，呈现供需双弱的局面，导致美国 10 年国债收益-3 个月国债收益率（期限利差）在 2 月 18 日到 3 月 2 日出现倒挂。3 月 3 日美联储突然宣布下调联邦基金利率目标区间 50 个基点，至 1.00-1.25%，同时将超额准备金率（IOER）下调 50 个基点至 1.1%，进一步推动长端利率大幅下行。

图表 2：美国期限利差在 2 月出现倒挂



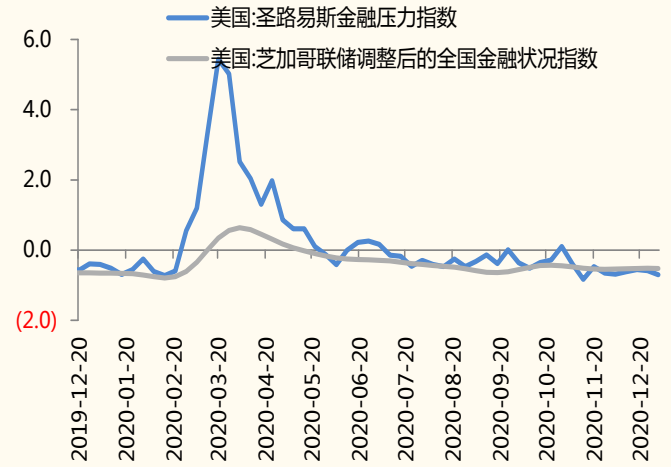
来源：Wind，国金证券研究所

2020 年 3 月 9 日- 3 月 19 日：疫情引发美元流动性危机爆发。3 月 9 日是全球资产表现的分水岭。在 3 月 9 日之前，避险情绪主要是由于公共卫生事件，但在 2020 年 3 月 8 日俄罗斯和沙特阿拉伯间发生的一次石油价格战，俄罗斯与 OPEC 谈崩，引发“石油危机”，导致国际油价出现恐慌性下跌，油价暴跌冲击美国页岩油公司，使得全球资产发生巨大的动荡，美国资产也从“股跌债涨”演变成“股债双杀”。从货币利率指标来看，3 个月 LIBOR-OIS 在该区间大幅走阔（从 2 月 7 日的 0.16%飙升到 3 月 27 日的 1.38%），且在 3 月 16 日美联储再次紧急下调 1 个百分点至 0%至 0.25%，美股、商品市场仍大幅下挫，有担保隔夜融资利率 SOFR 不降反升，金融市场紧张情绪未能缓解。当时美国标普 500 波动率指数（VIX 指数）大幅上升、圣路易斯联储金融压力指数已经上升至了近似 2008 年金融危机时期的水平，表明美元流动性危机爆发。

2020 年 3 月 19-5 月 29 日：美元流动性危机消退，美债收益率转向震荡。在 3 月 23 日美联储表明继续购买美国国债和抵押贷款支持证券以支持市场平稳运行，并承诺无限量提供流动性不设额度上限后，美元流动性开始逐渐缓和，美

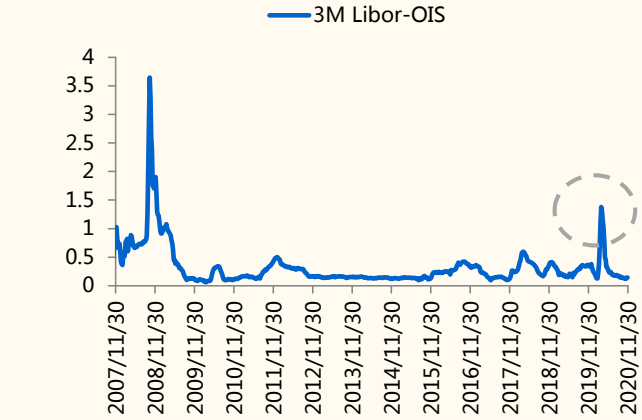
债在 2020 年 3 月 19 日-5 月 29 期间维持震荡。

图表 3：美国金融压力指数在该期间飙升



来源：Wind，国金证券研究所

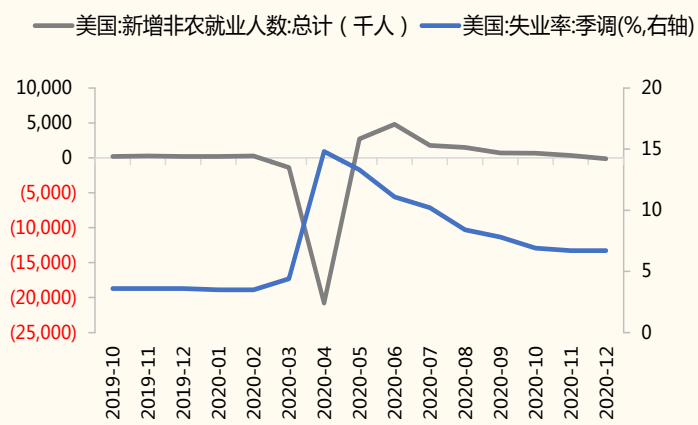
图表 4：3 个月美元 LIBOR-OIS 飙升到 08 年以来的次高点



来源：Wind，国金证券研究所

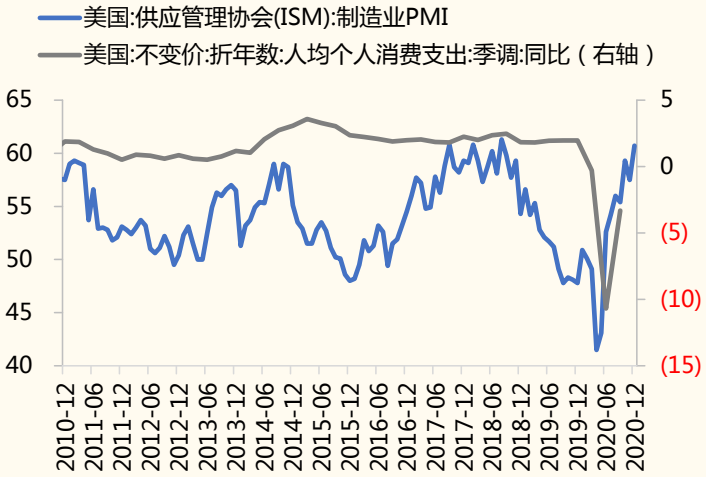
2020 年 5 月 29 日-6 月 11 日：财政刺激对经济的提振显现，经济数据快速反弹推动长端利率上行。疫情后，美国第一轮推出了总共约 2.2 万亿美元的财政刺激，主要涉及向低收入人群直接派发和对中小企业的贷款计划。由于与货币政策相比，财政对经济的直接刺激更为有力，在财政刺激下， 绝大部分数据都出现了强劲反弹，尤其是劳动力市场和零售销售出现大幅反弹。6 月 5 日公布的非农数据显示，5 月美国非农就业人口超预期增加 250.9 万人，远高于此前市场预期减少 750 万人，在 4 月非农就业减少 2053.7 万人，失业率也从前值的 14.7%回落到 13.3%，好于预期的 19.0%，使得市场风险偏好大幅加强，推动美国 10 年期国债收益率大幅走高，脱离了过去两个月的的震荡区间。

图表 5：美国劳动力市场在 5 月大幅反弹



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：5 月零售销售和 ISM 也出现大幅反弹

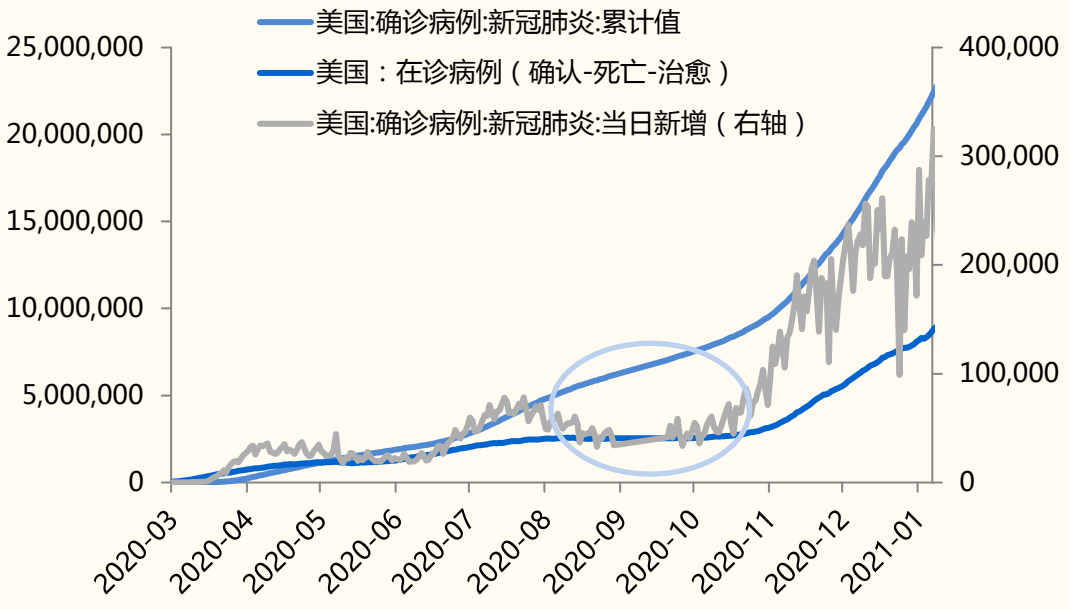


来源：Wind，国金证券研究所

2020 年 6 月 11 日-8 月 4 日：美联储释放长期维持低利率信号。6 月 11 日美联储发出的 6 月货币政策会议纪要显示，承诺用所有的工具来促进最大限度就业和价格稳定目标，鲍威尔讨论了经济面临的不确定性以及在经济停滞之时突然失业的所有人员再就业的困难，承诺将在未来几年把利率维持在接近零的水平，并至少以当前的速度继续购买债券，且鲍威尔表示美联储正在考虑控制收益率曲线，收益率曲线控制政策意味着美联储将以利率水平为目标，并尝试通过购买国债来管理利率，直到委员会认为经济渡过难关，这让债券多头士气大振，美债收益率从高位回落。

2020 年 8 月 4 日-2021 年 1 月 5 日：疫情对经济的影响边际减弱，叠加美国总统选举尘埃落定，不确定性消除推动 10 年美债收益率回升。在 8 月 4 日，美国 10 年期国债收益率回落到 0.52%的低点之后开始持续反弹，于此同时美国 10 年实际收益率曲线也开始触底反弹，其背后主要由于**首先，**美国疫情二次爆发后的趋势有所缓解，数据显示，美国 7 月底的每日新增从 71195 人回落到 8 月底的 34187 人，虽然确诊人数依然处于高位，但是日均新增人数的边际回落使得投资者信心回升。**其次，**疫苗在 8 月中旬取得了较大的进展。2020 年 8 月 11 日俄罗斯率先完成全球首个新管疫苗的注册，俄罗斯卫生部长也表示将在 2020 年 10 月展开大规模的疫苗接种，而在当晚特朗普宣布再向国内的摩德纳公司订购 1 亿剂疫苗，加强了市场对经济复苏的预期。**第三，**全球经济处于一个快速回升的通道，外需逐步回暖，叠加在二季度经济挖下“深坑”后，美国各项基本面经济指标均出现 V 形反弹，尤其是服务业行业，使得实际利率和名义利率都有一定程度的反弹。**第四，**美国总统选举尘埃落定，拜登当选消除政治不确定性。

图表 7：美国当日新增病例在 8 月开始出现回落

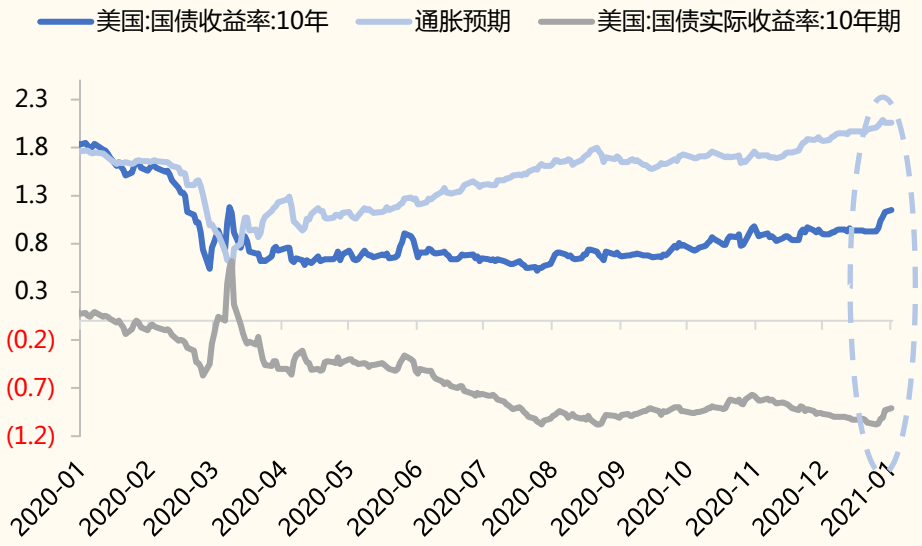


来源：Wind，国金证券研究所

2021 年 1 月 5 日-至今：货币政策边际转向和民主党控制参众两院，触发美国

10 年国债收益率大幅飙升，直接“突破 1.1%”。1 月 6 日，10 年期美国国债收益率尾盘收涨在 1.04%，且虽然美国非农新增就业人数再次陷入负值，创去年 4 月以来最糟表现，但是美股高开，市场对风险资产的乐观情绪上行。一方面是由于民主党赢得参众两院后，市场对于更大规模的财政刺激期待有所上行，且由于民主党对疫情的态度更为谨慎，市场预期在民主党带领下疫情能够更有效地得到控制，经济复苏的节奏或将有所提前；另一方面由于美联储发布的 12 月会议纪要显示许多与会者指出一旦就业和物价稳定取得“实质性的进展”，美联储就可以开始逐步减少购债规模，让市场开始推断当前是否已经开始像 2013 年伯南克通过前瞻性指引，深化市场预期。**另外，我们可以注意到本轮美国名义 10 年美债收益率持续回升中实际利率的回升贡献较多，而非通胀预期，由于实际利率被认为是政策立场和宏观经济状况决定因素的主要衡量标准，进一步证实了近期政治以及政策对债市的影响较强。**

图表 8：本轮名义利率上行并非由通胀预期提振



来源：Wind，国金证券研究所

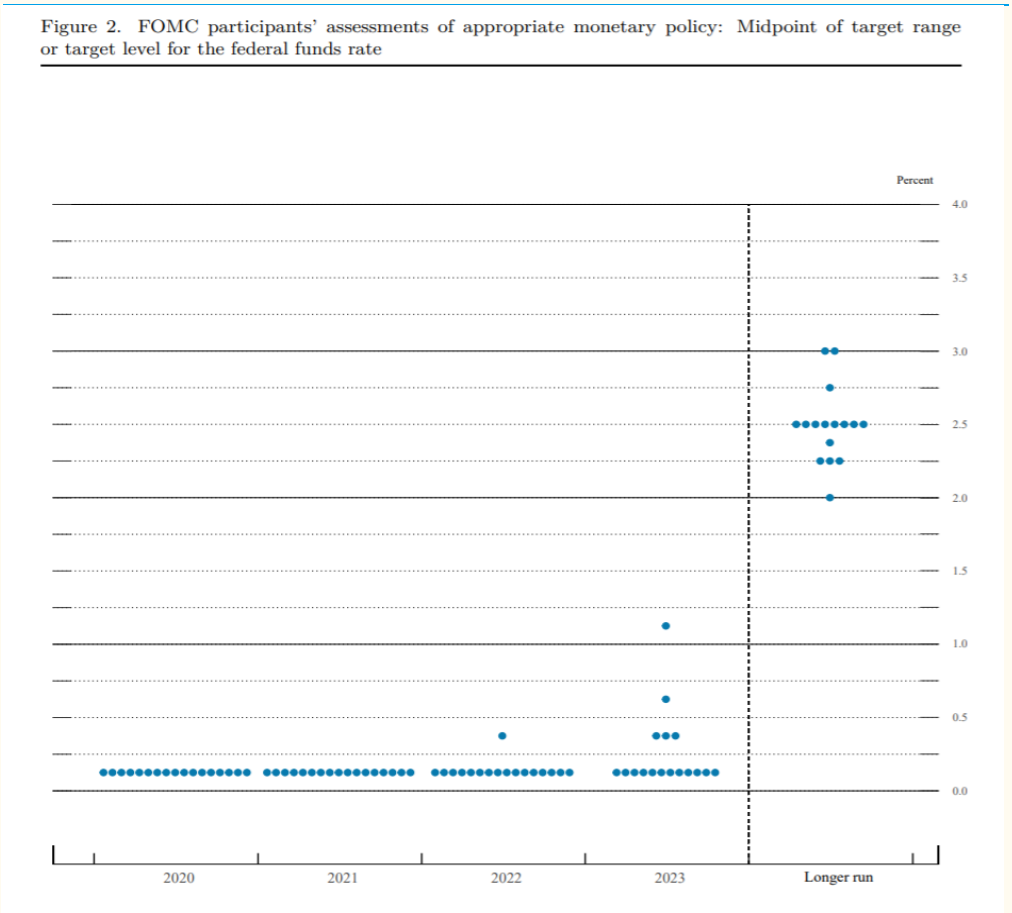
二、未来长端美债收益率上行的空间还有多少？

通常 10 年期美国国债长端利率=10 年期预期平均短期利率+期限溢价，然后进行进一步拆分，相当于预期平均短期真实利率+预期平均通胀+期限溢价三个部分，来判断未来长端收益率曲线的趋势。

从目前来看，平均短期均衡利率难以有明显起色。首先，即使美联储调整新的货币政策，中性利率也将较长时间维持在低位。自 2012 年以来，美联储对中性实际利率 r *作出重新评估，FOMC 参与者预测长期 r*为 2.25%，叠加 2%的通胀目标，表明中性联邦基金利率将为 4.25%。但是在这之后 8 年中，美联储委员会的成员，以及外部预测者和金融市场参与者一再降低他们对长期 r*的估计，从而降低中性的名义政策利率。截至 12 月的最近经济预期摘要中，FOMC 与会者仍然当前的 r*仅为 0.5%，长期中性名义利率维持在 2.5%。美联储 8 月公布新的货币政策框架表示将寻求实现 2%的平均通胀率长期目标，更加侧重实现

充分就业，表明将更长时间维持超低利率宽松货币政策，即使短期通胀超过2%，政策利率也将保持在下限。**其次，若 2Q 经济复苏低于预期或者美股出现较大的调整风险，那么即使美联储想要逐步退出 QE，也存在“心有余而力不足”的情况。**我们在之前的报告中也提出疫苗目前仍未被充足定价，那么如果疫苗进展不如预期顺利，经济复苏的周期也将被拉长。目前虽然拜登提出了 1.9 万亿美元的财政刺激，但最终能够落实且能对消费复苏能起到多大的效果仍然无法直接下定论。另外，在零利率下限，货币政策对经济的传导作用也被削弱，美国经济内部结构的复苏不均衡对整体美国 GDP 中枢提振有限，约束了货币政策推出的力度和退出的时间。

图表 9：长期中性名义利率维持在 2.5%

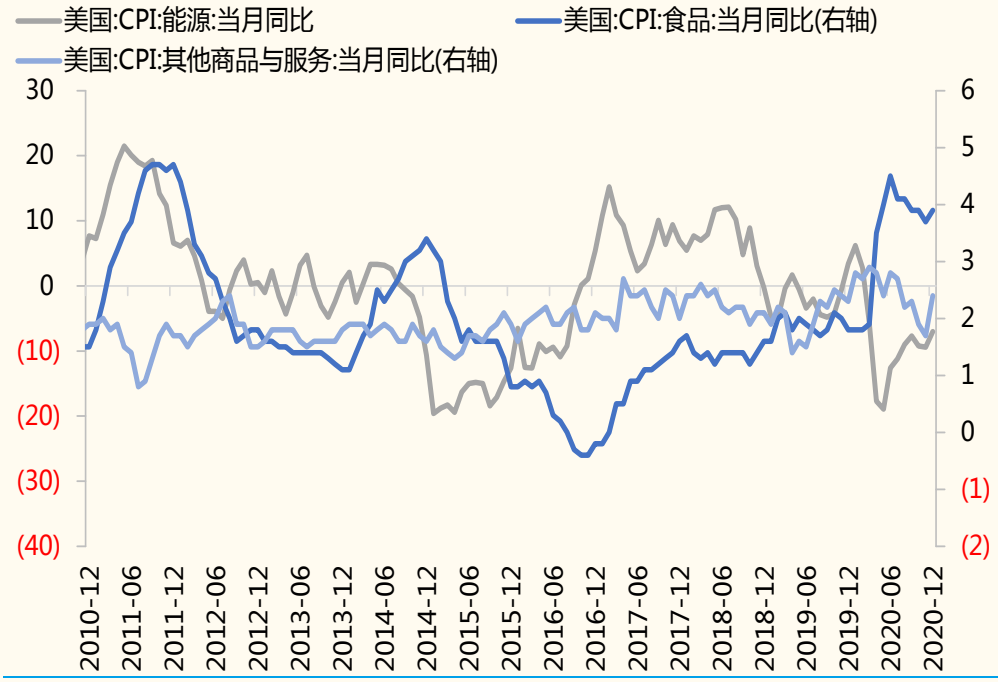


来源：Wind，国金证券研究所

其次，短期通胀预期仍有上升空间，但预计有限。首先，原油价格的上行空间仍存，但是可能并不如市场预期的那么强劲。随着市场情绪逐步被修复以及疫情对需求的影响边际减弱，需求端已经被定价，决定原油的因子开始从需求端逐步转向供给端。OPEC 和以俄罗斯为首的九个盟国决定 1 月以后每月增产规模将不超过 50 万桶/日，可能使石油市场在明年第一季度都保持供应短缺状态，但随着对原油产量的边际转向叠加担心美国页岩油生产商将趁机占领市场份额，之后可能会继续增加产量来部分抵消需求带来的价格修复。**其次，**虽然之前累积的大规模财政政策刺激增加了居民储蓄率，尤其是低收入居民，使得市场预期未来某段时间可能引发通胀再次大幅攀升。但是从 CPI 的分项来看，食品和

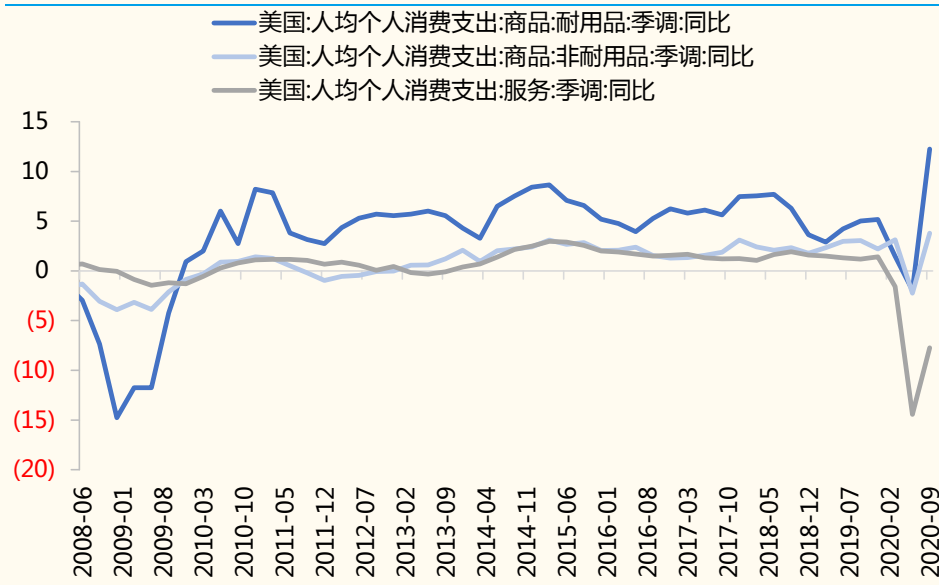
商品价格占 CPI 比重分别为 14%和 20%，远低服务业占比的 60%。分项来看，食品价格的通胀在去年已经大幅上行，目前已经有所回落。从商品价格来看，个人消费在商品的支出（尤其是耐用品）已经超过疫情前的水平，消费者可能已经耗尽对耐用产品的需求，以替代服务支出，那么即使后续财政刺激进一步落地，对食品和商品价格的提振有限，通胀后续的走势仍然和服务业挂钩，最终取决于疫情疫苗的进展。

图表 10：食品价格已经回落，能源价格和服务价格有望对通胀预期形成上行压力



来源：Wind，国金证券研究所

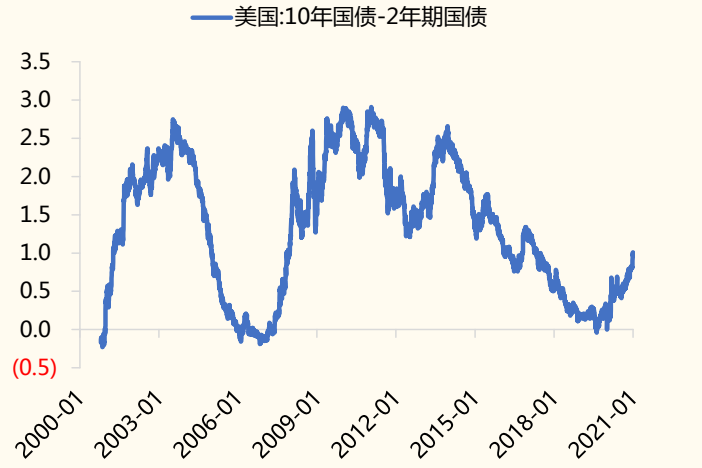
图表 11：个人消费支出中的耐用品恢复程度远好于服务



来源：Wind，国金证券研究所

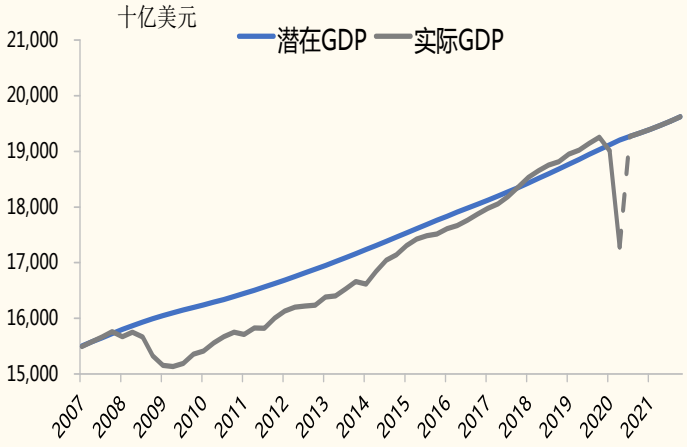
第三，期限溢价将是未来推升 10 年美债收益率的长期因素。期限溢价反映的是投资者持有长期债券，在面临长期的不确定性、价格波动等因素时寻求的风险溢价。疫情发生后，投资者对美债的避险性需求增加，长端利率大幅下行，而美联储只能将短端利率大幅下降，来对冲长端利率的大幅下行，进而稳住了美债的期限溢价。从中长期视角来看，期限溢价受到产出缺口的影响。产出缺口反应的是实际产出和产出缺口之间的差异，通常在经济衰退时，实际 GDP 在衰退时低于潜在 GDP，在繁荣时暂时高于潜在 GDP。本轮疫情造成了实际 GDP 和潜在 GDP 之间巨大而持久的差距，这种“产出缺口”在企业中造成了大量的过度失业和就业不足，以及生产能力的闲置。根据美国国会预算办公室公布的数据显示，2021 年的经济复苏会带动实际 GDP 上行，和潜在 GDP 之间的缺口将会有所收窄，但截至四季度的 GDP 仍将比其潜在水平低 3.4%。在产出缺口收敛时，债券市场预期产出水平将走阔至产能制约的均衡水平，从而出现相应的调整，对应的期限溢价预计有上行压力。

图表 12：期限利差仍有反弹空间



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：产出缺口将会收窄



来源：St. LouisFed，国金证券研究所

综上所述，我们认为短端利率难以对长端利率起到推动，通胀预期有望进一步温和上行，而期限溢价将会贡献更多的提振，我们预计今年美债收益率能够升至 1.5%-1.8%区间内。

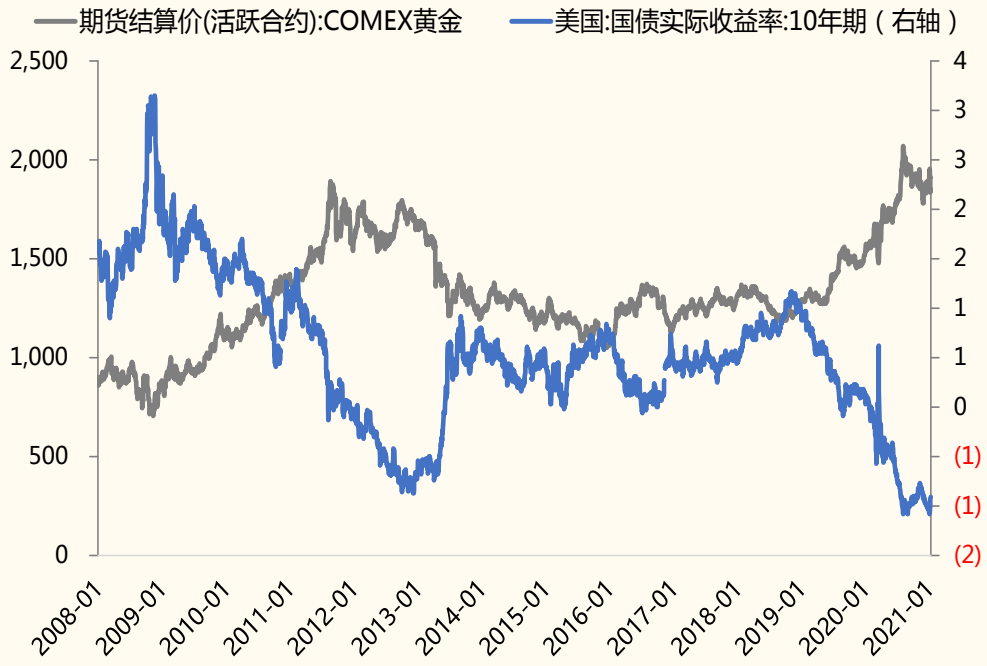
三、未来美债收益率对大类资产的影响几何？

1、黄金价格上行通道受阻，确定性回落

回顾 2020 年黄金牛市，一方面得益于地缘政治的紧张，另一方面则主要源于实际利率的下行。自 2008 年金融危机以来，实际美国国债收益率的变化与黄金价格波动反向关系加强（实际利率=名义利率-通胀预期），而美元指数强弱对黄金价格的解释力度明显回落。数据显示，08 年后美国 10 年期美债实际利率和黄金价格的相关系数为-0.86。回顾 2020 年，实际利率的回落其实分为两段，第一阶段是受益于名义利率的回落，第二阶段则是通胀预期的回升。具体来看，在 2 月末在美国爆发后，美元陷入流动性危机，美联储不仅通过了降息，还推出了无上限的量化宽松，带动名义利率下行，且下降增速快于通胀预期，带动实际利率回落，利好黄金。而在流动性危机解除后，美国重新开启了复工

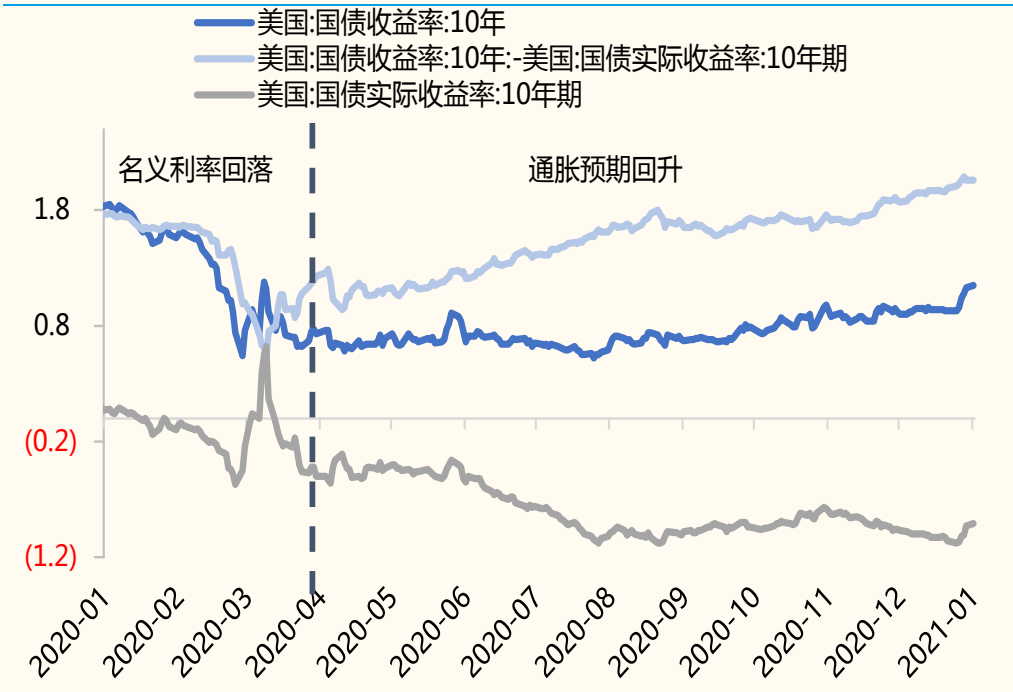
复产，且大规模的财政刺激使得通胀预期上行增速超过了名义利率上行的增速，推动实际利率回落，对黄金价格形成一个正面反馈。但是，后续黄金的上涨的动力将明显减弱，确定性回落。

图表 14：实际利率和黄金价格反比



来源：Wind，国金证券研究所

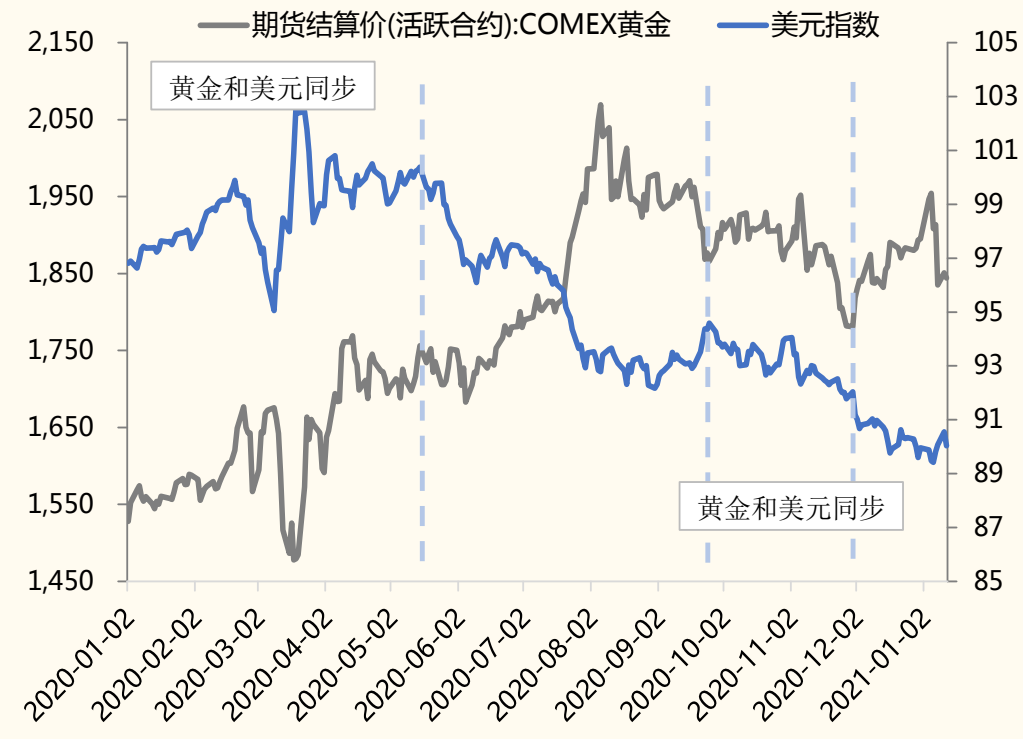
图表 15：美联储注入流动性后通胀预期回升带动实际利率下行



来源：Wind，国金证券研究所

未来看，实际收益率的回升意味着驱动黄金上涨的主要动力减弱。首先，通胀预期基本已被市场定价，通胀预期进一步上行空间有限。仅从数据来看，美国10年期通胀预期在1月7日已经触及2.09%，创下2018年12月以来最高。另外，虽然市场部分认为在民主党全面掌控白宫与国会的局面下，接下来财政政策刺激规模和进展方面将有所上调，且财政刺激基本上流向低收入人群，能够使得通胀进一步回升，但是：一方面，这部分其实已经被市场定价，具体反映在通胀预期在1月7日升至阶段性高点后，后续逐步回落，并没有跟随名义利率和实际利率上行；另一方面，不能低估拜登新政府中短期将把更多精力放在加大抗疫和基建上的支出上，在抗疫经济复苏的下半场，名义利率上行的增速通常会超过通胀预期，推动实际利率上行。**其次，美元温和反弹对黄金价格不利。**去年年初和年末，美元和黄金价格并未呈现相反趋势，而是正向移动。年初，在全球经济体普遍货币宽松情况下，美国的经济相对于欧元区表现相对较好，表现出周期性的强势，而由于疫情的蔓延，黄金因风险对冲情绪而上涨；年末，由于美国疫情的第三波爆发，财政刺激的宽松程度高于欧元区，使得美元走弱。与此同时，美国大选的政治不确定性回落，全球风险趋于稳定，使得黄金回吐获利。往后看，随着美元信用体系趋于稳定，黄金的美元信用体系对冲属性逐步弱化，两者相关性回落。未来随着美元温反弹和实际利率上行，两者之间错位的概率较低，黄金价格大概率承压。

图表16：美元和COMEX黄金后续反比概率较大



来源：Wind，国金证券研究所

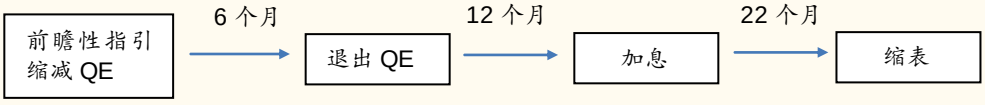
2、美元指数底部震荡后温和上行，中美利差短期有望收敛

短期来看，美元进一步下行空间有限。首先，美国更高的刺激政策将促进增长。拜登最近提出他的“数万亿美元”刺激计划，将把经济援助的重点放在小企业和普通民众身上，特别是女性所有的和少数族裔所有的企业上，虽然进一步财

政刺激的扩张将压制美元上升趋势，但 1 月 6 日民主党控制参众两院后，美元指数从 1 月 5 日的 89.48 上行到 1 月 11 日的 90.55，进一步反映了市场预计经济强劲复苏的期待将大于财政刺激对美元的负面效应。**其次，**美联储的表态已经发生了转变。在 11 月的货币政策会议纪要中与会者表示在是适当的情况下，委员会可以提供更多宽松措施，譬如加快购买步伐或者将购买的美国国债转为期限较长的国债。但是在 1 月 11 日亚特兰大联储主席和达拉斯联储主席等多位美联储官员表示，随着疫情疫苗的有序推进，经济复苏的节奏有望提前，利率可能会比预期上升的更快，所以在 2021 年美联储可能会缩减购债规模，且亚特兰大联储主席博斯蒂克认为，最早可能在 2022 年年中美联储就可能会实行加息。

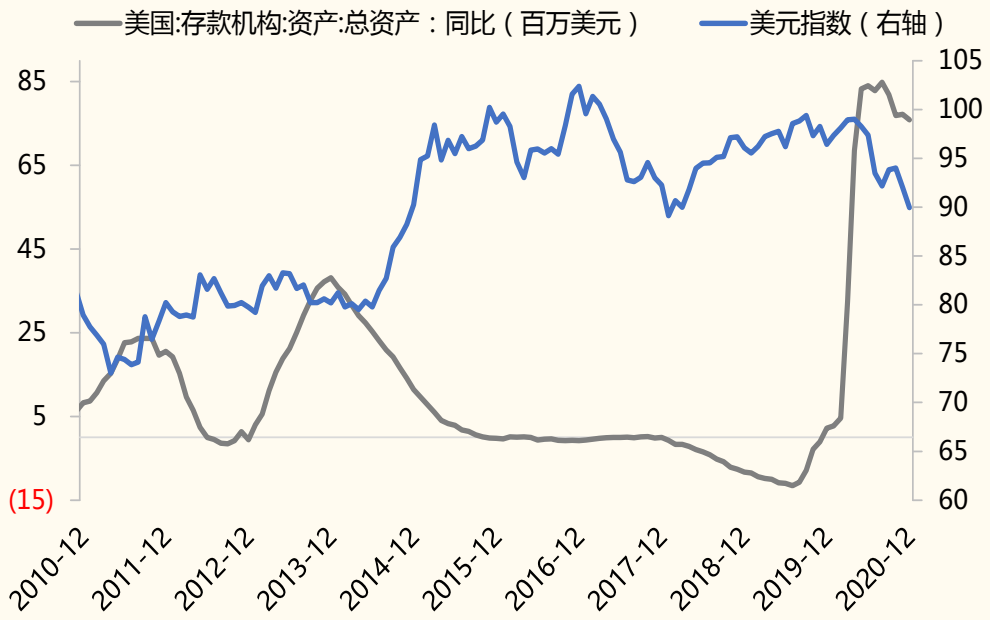
但是在债务货币化的背景下，美元牛市的基础不存在，温和震荡上行概率加大。财政刺激原本即是一把双刃剑，财政刺激带动财政赤字上行，同样也约束着美元的走势。较大的债务会阻碍经济增长，为缓解庞大的债务，美联储只能通过发行尽可能多的货币来来将其债务化，但是随着低利率导致美国偿债成本下降，这意味着美国仍然需要通过扩大借债，以防止利率出现大幅上行对投资和消费形成负面影响，所以即使在今年下半年美联储开启减少购买债券规模，减少的规模也有限。从 08 年金融危机后消减 QE 的路径来看，退出宽松货币政策的路径通常为“前瞻性指引减少 QE—>退出 QE—>加息—>缩表”，且从时间点来看，伯南克在 2013 年 6 月开始市场要退出 QE 的信号，并最终在 2013 年年底收紧资产购买规模，耶伦在 2014 年 10 月宣布彻底停止资产购买计划，退出 QE，然后在 2015 年 12 月宣布第一次加息，在 2017 年 10 月正式开启按计划缩减资产负债表规模，美元在减少 QE 的后半段开启强美元周期。从时间间隔来看，前瞻性指引到开启减少 QE 时间长为 6 个月，而退出 QE 到加息为一年左右，从加息到缩表历时将近 2 年。当前美联储资产负债表的扩张远超过金融危机时期，不排除前瞻性指引和逐步缩减 QE 的时间拉长，加息的步伐可能慢于 08 年金融危机时期，所以即使美联储在下半年开始减少 QE，今年上半年和明年上半年不存在美元牛市的基础，更多是温和震荡上行。

图表 17：美联储 08 年之后前瞻性指引缩减 QE 到缩表的路径



来源：国金证券研究所

图表 18：美元在减少 QE 的后半段开启强美元周期



来源：Wind，国金证券研究所

3、美债名义利率曲线加速陡峭化加速美股调整风险

若美债名义利率上涨超预期，势必会通过估值和企业利润来对美股产生下行压力。首先，名义利率的上行释放政策信号，进而改变投资者对经济的预期。根据凯恩斯货币需求理论，投资者对货币的需求存在三种动机，主要包含交易动机、预防动机和投机动机，这表示投资者对于经济发展过程的利率水平都有自己的预期值，若实际利率和投资者预期发生不匹配时，投资者则会对他们的资产结构进行调整。通常在利率上涨初期，如果利率的变动幅度大于市场的预期，那么投资者对股票等风险资产的需求将会回落，进而导致股票市场供大于求，股票价格将面临严重的下行风险。**其次，**利率的上行对上市公司的盈利也会产生下行压力。由于利率是资本市场的资金成本，那么利率的回升会导致企业融资成本上行，企业负债对应的利息成本增多，公司收益将降低，且较高的外资融资成本将加大企业内部融资的需求，股票进行分红派息的金额减少，不利于股价的上涨。**整体来看，若美债收益率上涨的增速超预期，短期内出现过快的攀升，那么对美股的冲击也将超预期，引发以科技股为首的股市全面回调。**

图表 19：当前标普 500PE 指数不断创历史新高

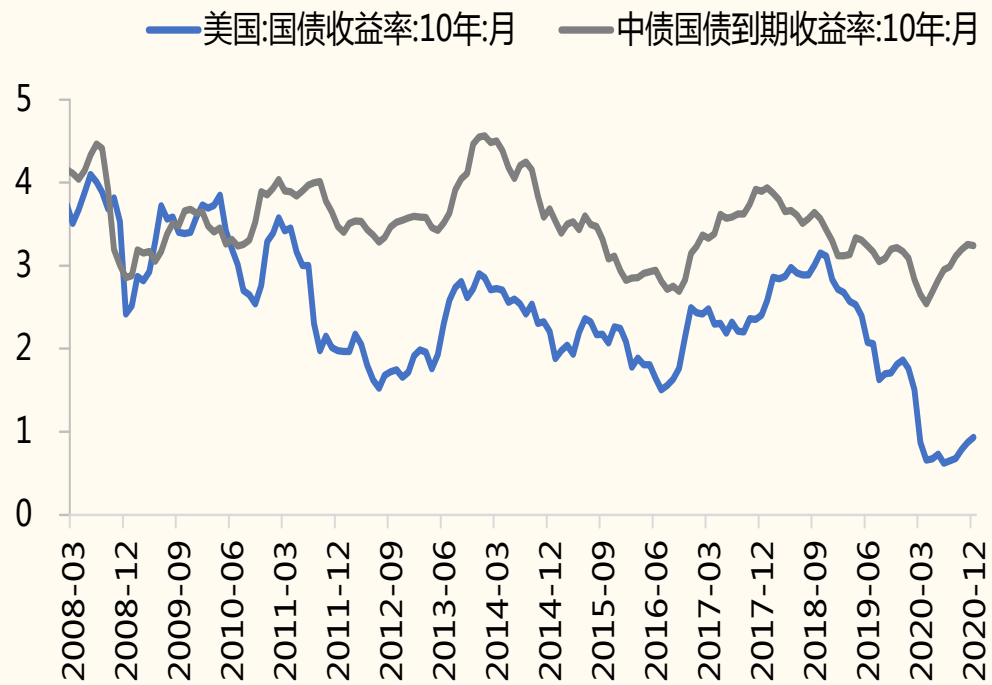


来源：Wind，国金证券研究所

4、中债虽然面临上行风险，但中国流动性宽裕仍有必要

当前货币政策仍然取决于国内的经济基本面和流动性需求，美债上行不会对中债产生明显的影响。首先，近期中国人民银行行长易纲表示“2021 年货币政策要‘稳’字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性，在总量方面，综合运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。”整体来看，今年的货币政策仍然以“稳”为主，那么只要中债和美债之间的利差保持在合理的区间内波动，美债的上行就不会改变央行在货币政策上面的态度。当前数据显示，10 年中债国债到期收益率-10 年美债国债收益率差值在 2.31%左右，仍然处于较高的区间，所以美债的上行短期不会对货币政策有所约束。**其次，**12 月金融数据显示 M2 的增速已经放缓，社融受信贷季节性回落，而在货币政策“不急转弯”的背景下，货币政策没有必要再额外收紧，仍需防止信用风险可能存在进一步发酵。

图表 20：中美利差仍然在高位徘徊

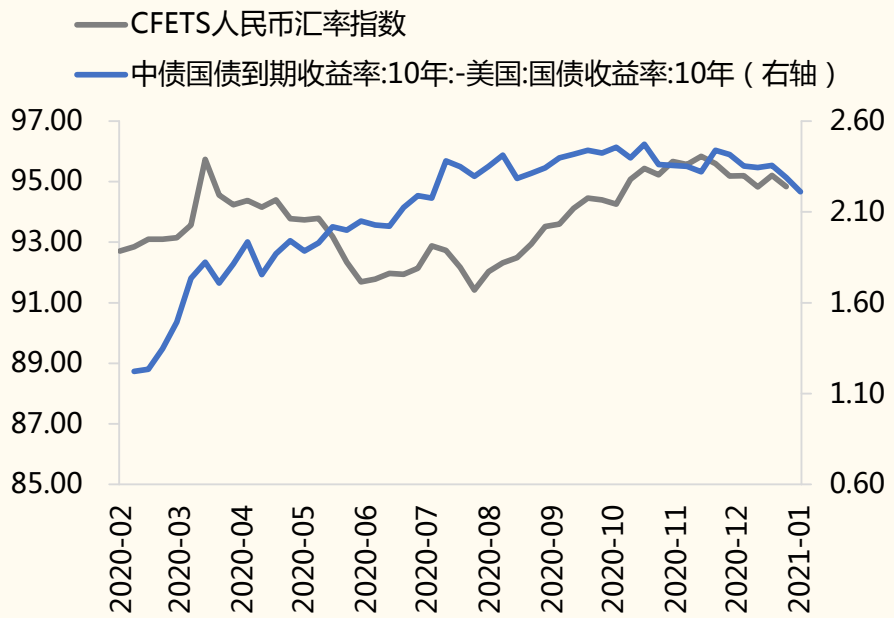


来源：Wind，国金证券研究所

5、人民币短期面临小幅贬值压力，但长期不改升值趋势

若美元指数短期反弹，中美利差有望温和收敛，人民币汇率将面临小幅贬值的压力。年初以来，人民币的强势走势起初得益于我国复工复产领先于其他主要国家，促进我国经常账户顺差大幅反弹，后续自在去年 5 月份以来，人民币的升值主要来自于中美货币政策的错位，5 月份以来我国货币政策逐渐正常化，而欧美等主要国家依然保持货币政策的极致宽松，使得人民币兑一揽子货币的升值，也带动中美利差走阔。另外，在美国大选之前，中美贸易争端总体告一段落利好人民币保持较高的水平。往后看，美债利率将进一步上行，相比之下，我国货币政策不急于收紧，两国货币政策的分化开始走向收敛，中美利差收缩，人民币短期单边升值可能将告一段落，预计人民币兑美元可能温和震荡走弱。

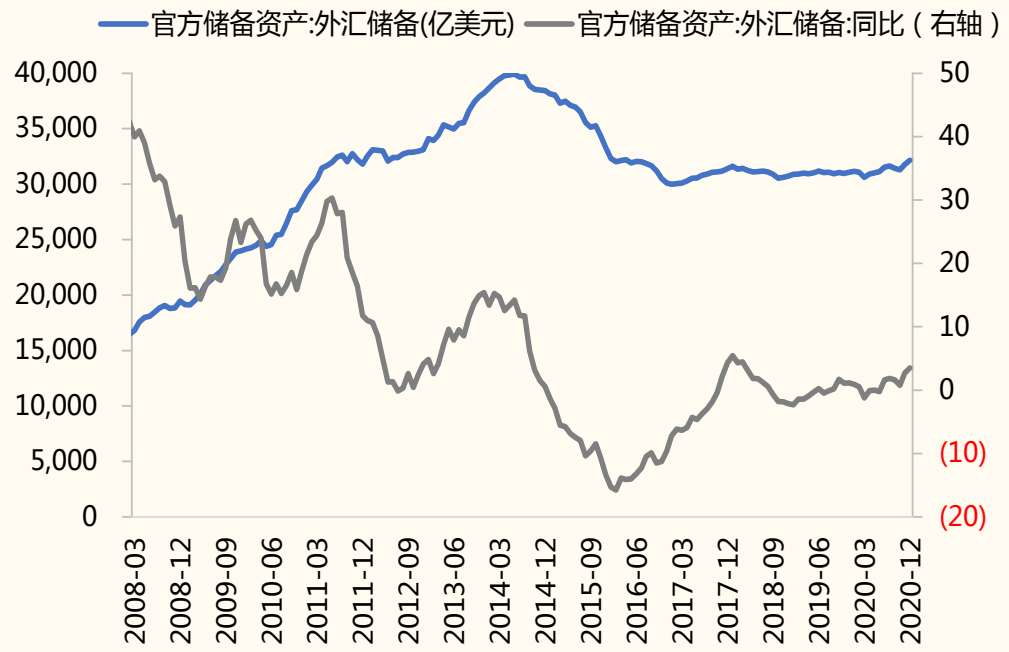
图表 21：人民币指数随着中美利差回落



来源：Wind，国金证券研究所

长期来看，人民币仍然处于一个升值通道，且汇率保持在合理区间才能够使得人民币升值走的更稳。去年中央经济工作会议对汇率方面的表述为继续坚持市场在人民币汇率形成中发挥决定性作用，通过优化金融资源配置，坚持有管理的浮动汇率制度，注重预期引导，实现人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，意味着需要审慎看待人民币连续升值。人民币短期升值过快对外贸出口的影响将会被放大，尤其是经历过疫情冲击后，汇率的过快升值并不利于出口企业的利润，可能会降低出口创汇能力。所以换而言之，美债收益率的上行其实有利于我国汇率机制及市场的自我修复调整。从目前来看，我国的外汇储备仍然具有坚实的基础，数据显示截至 2020 年 12 月末，我国外汇储备规模为 32165 亿美元，较前值上升 380 亿美元，升幅为 1.2%。除此之外，我国综合能力的不断提升，以及人民币国际化仍然有序推进，长期不改人民币升值趋势。

图表 22：我国当前外汇储备仍然保持高位稳定



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示：

1、疫情疫苗进展低于预期；

2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH