



2021年3月10日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179



如何看待美债收益率上行对资产价格的影响？

内容提要

年初以来，全球债市纷纷陷入调整，10年期美债收益率快速上行至1.6%附近，收益率曲线快速陡峭化，无风险收益率的上行也冲击全球股市估值。

1. 本轮美债收益率快速上行主因受到美国疫情逐渐好转、经济修复预期加快、以及再通胀预期的推动，与去年三季度以来由通胀预期上行推升10Y美债收益率不同的是，年初以来10Y美债收益率快速走高更多的是实际收益率上行的推动，反映在疫苗进一步推进及疫情拐点下经济修复的预期正在加快。

2. 近期市场对于政策收紧担忧升温，但美国服务业和劳动力市场修复仍刚起步，失业率仍远未恢复至疫情前水平，叠加平均通胀目标的引入决定美联储并不会对短期通胀上行做出反应。相比长端利率的上行，期限利差的收窄更令人担心，短端利率的上行通常隐含了加息预期的升温，而当前美债收益率曲线的熊陡形态印证政策收紧担忧仍然不足为虑。

3. 美国经济复苏预期决定长端收益率的上行方向，对照以往复苏周期，本轮美债收益率仍有约30-80bp的上行空间，而从10-2Y期限利差倒推来看在加息预期形成前，长端收益率仍有60bp的上行空间，22年年中或将上行至2%上方。但油价上涨推升的通胀预期影响或将逐渐减弱，同时疫苗接种不确定性和政府高杠杆率仍对实际利率形成压制，长端收益率短期上行节奏或将趋缓，三季度或将再度加速上行。

4. 通过利率回升对股票影响的复盘，我们认为当前美国仍处于复苏前半程，短端利率的稳定将有利于稳定全球股票市场，股市下行风险并不大。国内来看，当前沪深300风险溢价处于低位阶段，对美债的敏感性较高，快速上涨或难持续，尤其高估值的抱团股调整压力较大。但由于本轮国内复苏周期走在美国之前，政策进一步收紧压力不大，A股进入全面熊市的概率也较低，低估值股票的结构机会仍然存在。以中债定价的中证500的风险溢价仍处于中性水平，随着中美利差的逐渐收窄，500/300的比值也有望低位回升。而疫情错位带来中美周期错位下，本轮美债收益率上行对国内债市影响也有限，国债走势仍以国内为主，长端收益率仍然保持3.1-3.3%震荡区间。

风险提示

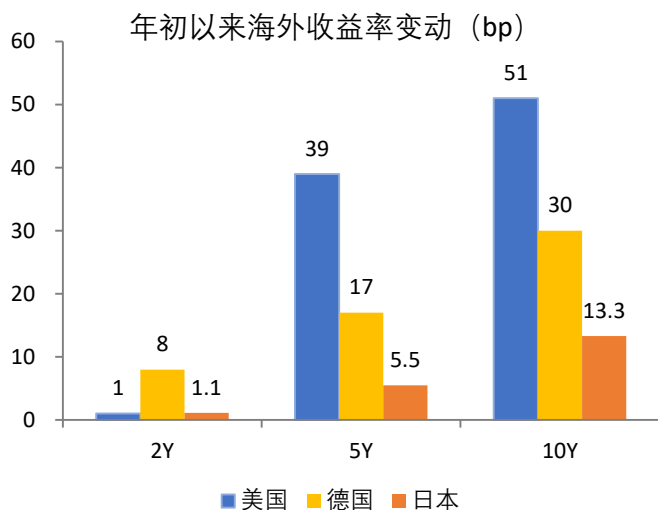
流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期，病毒变异影响疫苗有效性

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、美债收益率快速上行，全球股市大幅波动

年初以来，全球债市纷纷陷入调整，各期限债券收益率上行，长端收益率调整幅度尤甚，收益率曲线快速陡峭化。10年期美债收益率去年年底的1%以下的水平快速上行，年初以来上行超50bp，并一度突破1.6%关口。作为全球重要的无风险利率，美债收益率快速上行也引发市场对美联储政策调整的担忧，全球各类资产表现受到冲击，全球股市2月末3月初高位回落。

图1：年初以来海外债市收益率变动（bp）



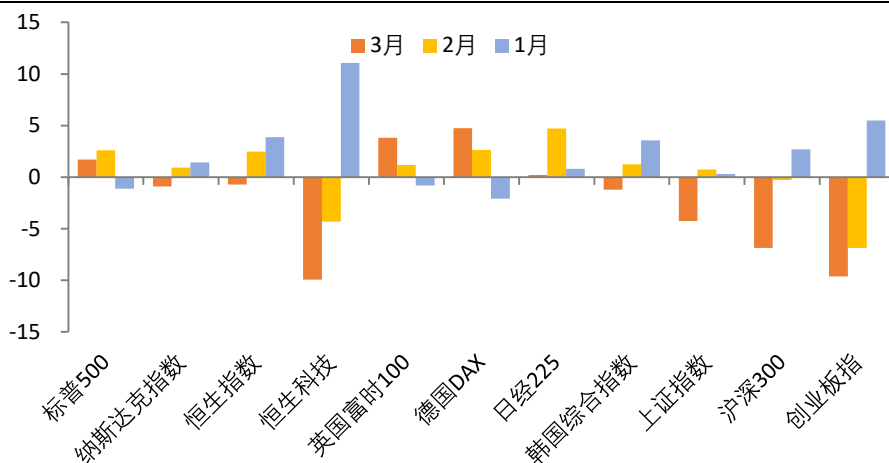
资料来源：Wind，优财研究院

图2：美债收益率走势（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图3：全球股市2月末3月初高位回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

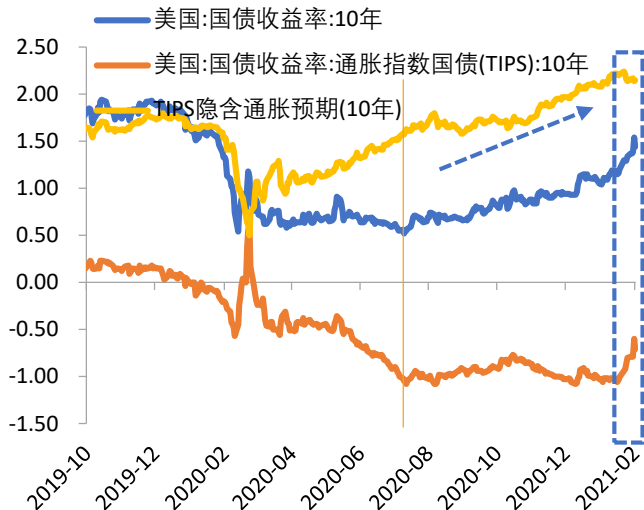


二、美债收益率缘何上行？

美债收益率上行一般对应流动性收紧或者经济复苏预期，在流动性收紧逻辑下股债双杀是大概率情景，并以债市的下跌更为显著，而在经济复苏和通胀预期下，风险偏好的回升使得资金流向风险资产，债市下跌的同时伴随股市和大宗商品的回暖。

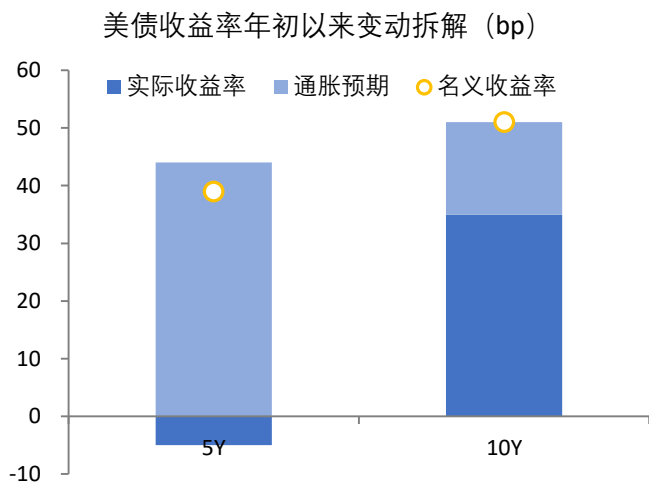
本轮美债收益率快速上行主因受到美国疫情逐渐好转、经济修复预期加快、以及再通胀预期的推动。与去年三季度以来由通胀预期上行推升 10Y 美债收益率不同的是，近期 10 年期美债收益率快速走高更多的是实际收益率上行的推动，更多的反映经济修复加快的预期。从 10 年期美债收益率拆分来看，年初以来实际收益率和通胀预期同时贡献了名义收益率的上行，并以实际收益率的上行更为显著。

图 4：年初以来海外债市收益率变动 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：美债收益率年初以来变动拆解 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

1. 全球疫情出现拐点。疫情管控趋严下美国疫情情势明显好转，叠加疫苗接种的顺利推进，欧美日均新增病例较 1 月上旬高点明显回落，全球疫情出现拐点，推升经济修复预期的加快。

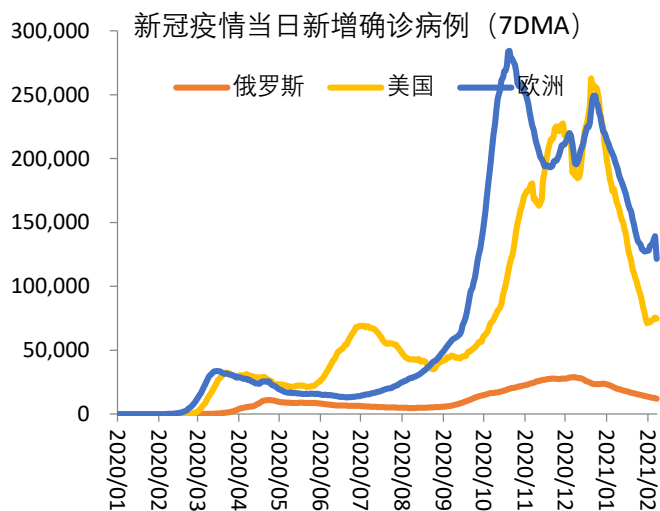


2.美国第三轮 1.9 万亿财政刺激计划落地在即，推升经济修复预期。2 月 5 日美国国会两院已批准了一项赤字规模相比上一年度增加 1.89 万亿美元的预算决议，第三轮财政刺激方案落地在即，推动美国经济复苏、总需求恢复以及通胀回升。

3.原油供给短期扰动加速油价上涨，通胀预期回暖。一方面，OPEC 国家限产下原油供给恢复落后于需求修复的节奏，1 月 5 日沙特意外宣布 2-3 月额外减产 100 万桶/天，供求错位推升油价上涨，另一方面，美国寒潮也加速油价攀升，带来通胀预期的回升。而随着 4 月沙特恢复供给，油价或将逐渐走平。

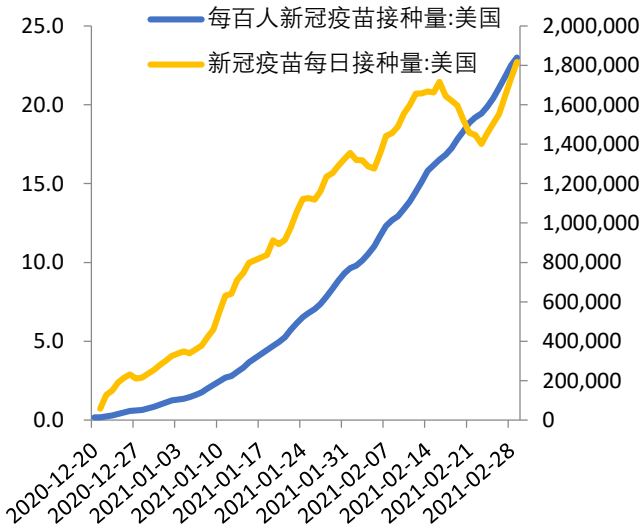
4.交易头寸集中调整、配置需求不足，关键期限招标、MBS 投资者调整久期等加剧情绪反馈。近期美联储官员称美债收益率上行反映经济前景向好，对长端收益率上行持开放态度，全球风险偏好回升容易引发交易头寸的集中调整和配置力量的观望，叠加 MBS 投资者调整久期以及关键期限品种招标偏弱的影响，美债收益率调整压力加剧。

图 6：海外新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

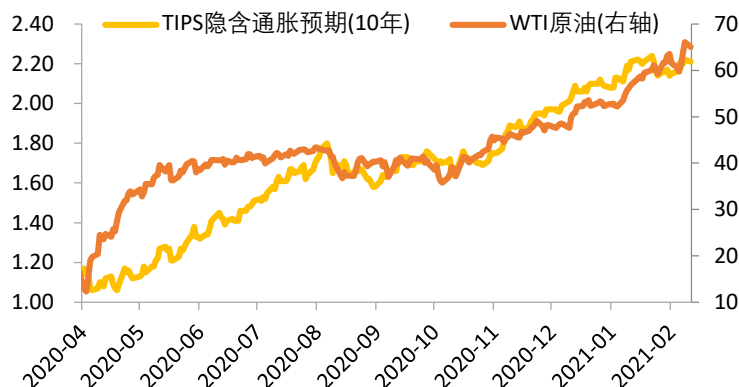
图 7：美国新冠疫苗接种量（剂次）



资料来源：Wind，优财研究院



图 8：原油价格上涨推升通胀预期（%，美元/桶）



资料来源：Wind，优财研究院

三、政策收紧担忧短期不足为虑

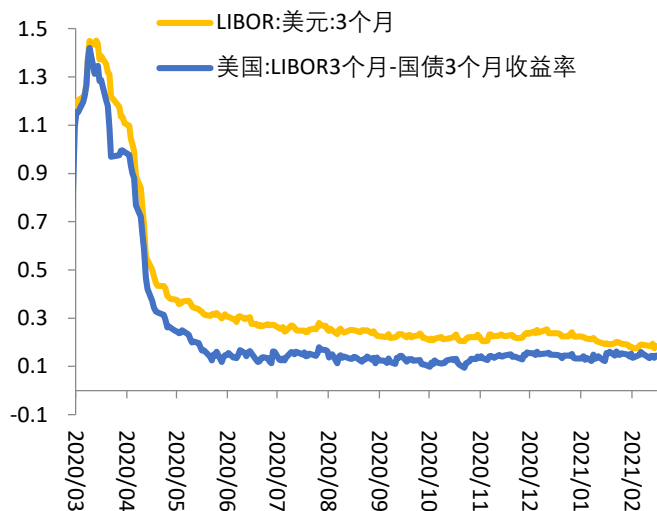
本轮美债收益率快速上行并非受到货币政策收紧的影响，“保就业”成为美国财政和货币的共同政策目标。利率快速上行引发政策收紧担忧，但美国服务业和劳动力市场修复仍刚起步，美国失业率仍远未恢复至疫情前水平，美国财长耶伦表示，判断财政刺激计划成功与否，须看美国失业率是否能快速恢复到疫情前的水平。“保就业”成为美国财政和货币的共同政策目标，就业也成为美联储货币政策边际变化的重要观测指标。

平均通胀目标的引入决定美联储并不会对短期通胀上行做出反应。虽然通胀预期快速抬升也带来货币政策收紧担忧，但自 2014 年以来，发达国家货币宽松和低通胀的难题已经促成政策目标的变化，去年美联储调整货币政策目标，引入平均通胀目标，政策对于通胀水平的容忍度抬升。美联储主席鲍威尔也发表鸽派态度，表示未来通胀需要 3 年时间才能达标，联储政策不会有任何变化。

从流动性指标来看，美国货币市场的流动性依然非常充裕，TED 利差保持低位走平，虽然市场对 2023 年底加息预期有所抬升，但预期仍不足加息一次，紧缩压力并不大。

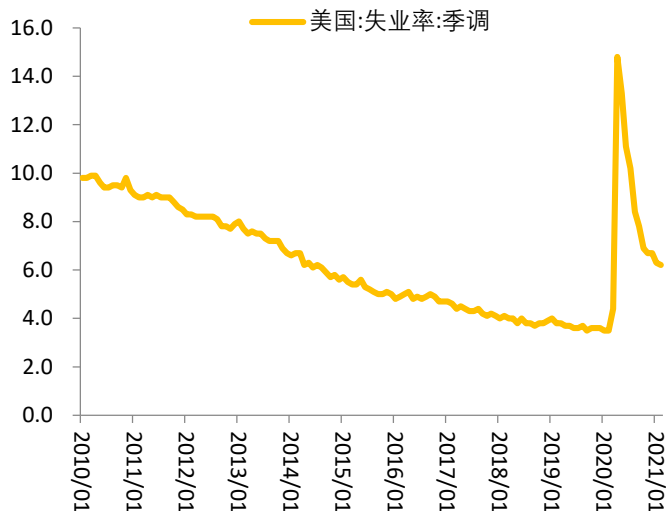


图 9：美国货币市场流动性仍然充裕（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：美国失业率仍在高位（%）



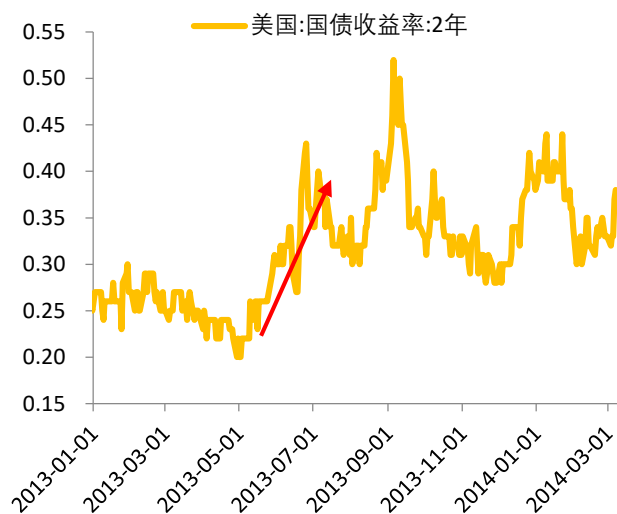
资料来源：Wind，优财研究院

美债收益率曲线熊陡也印证我们的观点，相比长端利率的上行，期限利差的收窄才是更令人担心的。近期长端收益率快速上行的同时，与政策利率相关性较高的 2 年期国债收益率仍然维持在去年以来的低位，10-2Y 国债期限利差快速走扩。而以往每轮加息预期与加息周期中，随着短端收益率的快速上行，10-2Y 期限利差走平。

以 2013 年 5 月的紧缩恐慌为例，经济复苏预期叠加货币政策收紧担忧下长债收益率飙升，但当时通胀预期从 13 年二季度开始回落，长端利率的飙升基本由实际利率的回升推动，而同时短端利率也明显回升，市场隐含的加息预期不断升温，并在 5 月 22 日伯南克讲话后彻底进入紧缩恐慌阶段。



图 11: 2013 年 5 月短端收益率明显回升 (%)



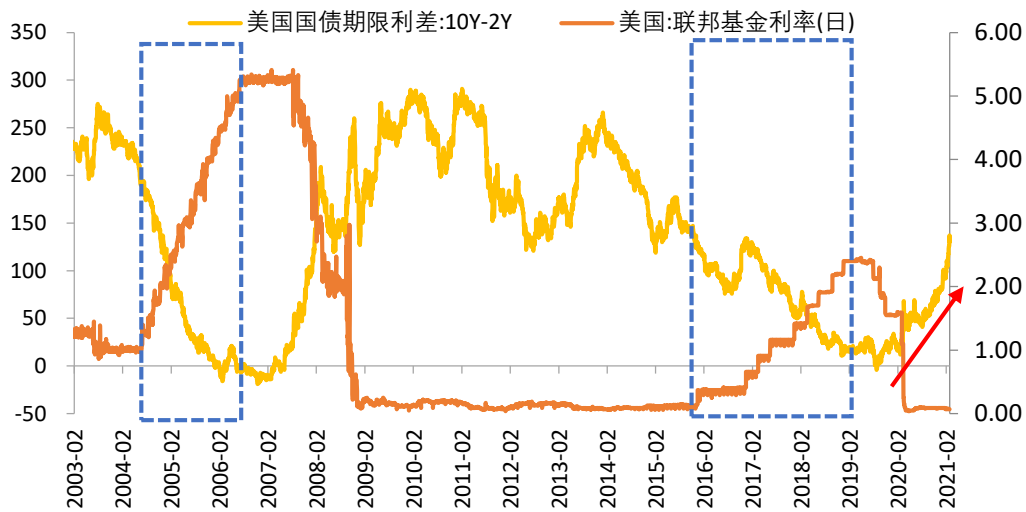
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 2021 年短端收益率变化不大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 加息周期往往对应 10-2Y 期限利差的走平 (bp, %)



资料来源: Wind, 优财研究院



四、美债收益率上行空间还有多少？

经济复苏预期决定长端收益率上行方向。本轮美债收益率上行的核心驱动在于经济复苏预期，回顾过去几轮复苏周期推动的美债收益率上行，其上行幅度均超120bp，尤其如2008年底美国QE1-QE2及中国四万亿刺激推动的经济复苏周期下，美债收益率一度上行约180bp。本轮美债收益率已自低点上行了96bp，对照往轮经济复苏周期仍有约30-80bp的上行空间，中性预期下仍有约60bp左右的上行空间，高点在2.2%左右。

图 14：往轮复苏周期下美债收益率上行幅度（bp，%）

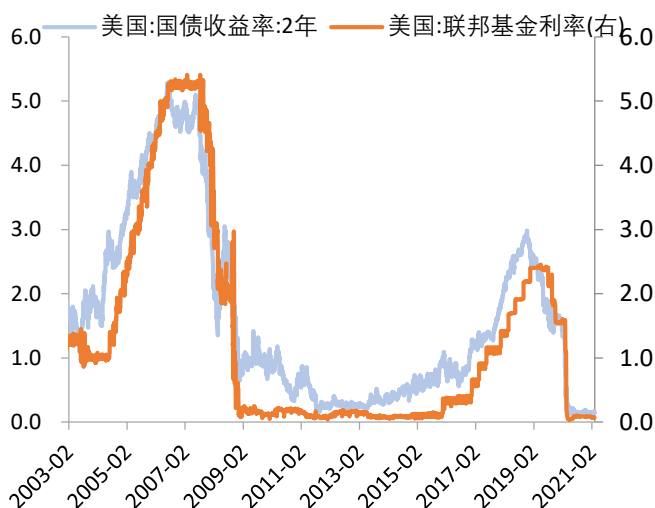


资料来源：Wind，优财研究院



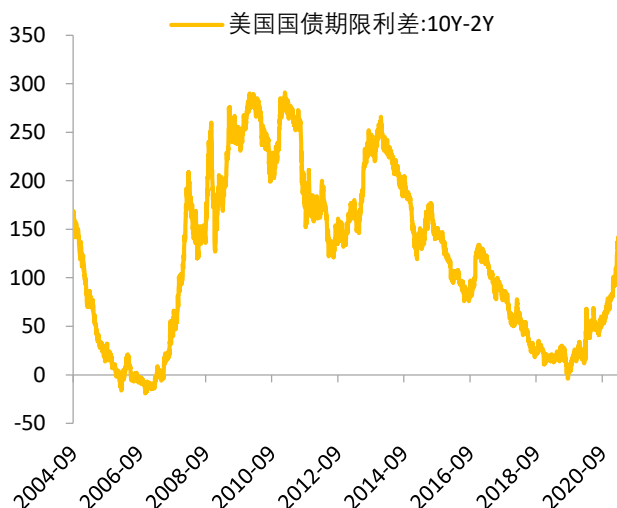
从 10-2Y 期限利差倒推本轮复苏周期 10Y 美债收益率大概率上破 2%。作为未来两年内的基准利率预期，2 年期美债利率与联邦基金利率相关性较高，一旦加息预期形成，将对应着 2Y 美债收益率的持续上行，10-2Y 期限利差见顶回落，收益率曲线从将熊陡向熊平切换。当前仍处于降息结束到加息预期形成前的熊陡时期，期限利差回升至 140bp，而往轮利差高峰都超出 250 个 bp，若中性预期下本轮期限利差顶点为 200bp，那么在加息预期形成前长端收益率仍有 60bp 的上行空间，而这一时点或将在 22 年下半年出现。

图 15: 10Y 美债收益率 VS 通胀预期 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 16: 美国国债期限利差 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

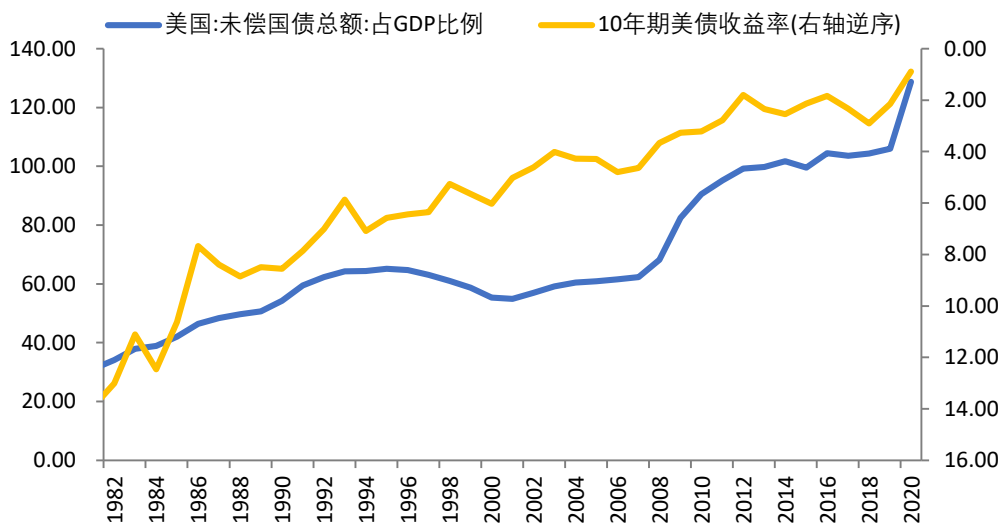
但美债长端收益率短期上行节奏或将趋缓。随着美国群体免疫的逐步推进，美国经济复苏预期下长端收益率仍有上行空间，但短期来看，油价上涨推升的通胀预期对收益率的影响将逐渐减弱，同时疫苗接种不确定性和政府高杠杆率也压制实际利率，从通胀预期和实际利率两端来看，美债短期或将趋于稳定，三季度或将再度加速上行。



疫苗接种不确定性和政府高杠杆率也压制实际利率。一方面，疫苗接种进度的不确定性仍将压制实际利率水平，美国不强制疫苗接种下仍将受到个人意愿因素影响。另一方面，在美国经济仍处在修复进程、经济尾部风险仍存下，无风险利率的过快上升也不利于经济的进一步修复。

同时长期来看，10 年期美债收益率与美国政府杠杆率始终保持高度负相关，去年疫情应对下美国政府杠杆率快速攀升，为了降低政府债务成本，美联储去年也长时间将美债收益率压制在 1% 以下，而面对第三轮财政刺激政策的即将落地，杠杆率的再度攀升压力仍需美联储加大购债力度来缓释。

图 17：10Y 美债收益率与政府杠杆率高度负相关（%）



资料来源：Wind，优财研究院

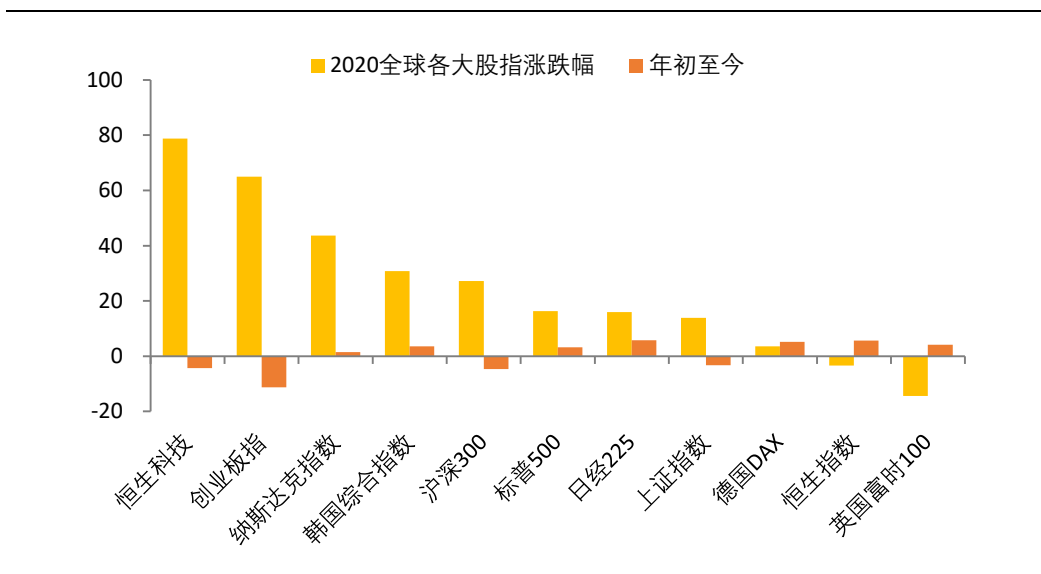


五、美债收益率上行对资产价格的影响？

对于股市定价因子来说，估值和盈利构成了两大决定性因素，尽管 2020 年全球经济增长大幅放缓，但在全球流动性宽松下，估值抬升成为去年全球权益市场的核心逻辑。全球各大股指均有较为显著的涨幅，尤以成长股为主的恒生科技、创业板指、纳斯达克为首，而欧洲受制于疫情影响表现相对偏弱。

而今年年初以来，美债收益率的快速上行从无风险利率端冲击股市估值，全球股市，尤以对利率敏感性较高的成长性的创业板指跌幅居前，那么在美国复苏周期推动美债收益率进入上行区间下，股市是否一定会下跌呢？

图 18：全球各大股指涨跌幅（%）



资料来源：Wind，优财研究院

短端利率稳定将有利于稳定全球股票市场，复苏前半程收益率曲线熊陡，股市下行风险不大，真正需要担心的是复苏后半程的曲线熊平阶段，紧缩预期的升温不利于风险资产价格。回顾历史上利率回升阶段对股票的影响，复苏早期长端收



益率快速上行，短端利率保持平稳，收益率曲线快速熊陡，美股对利率上行反应并不大，复苏预期下经济向好带来的企业盈利增长对美股形成正向推动。

而真正对美股长牛周期形成较大回撤的是复苏后半程，加息预期及加息周期下，随着短端利率的持续走高，期限利差见顶回落，收益率曲线熊平，美股波动加剧，回撤加大，金融系统稳定性变弱。而当前发达国家仍处于复苏前半程，短端利率保持低位，复苏预期下收益率曲线熊陡，全球股市的下行风险并不大。

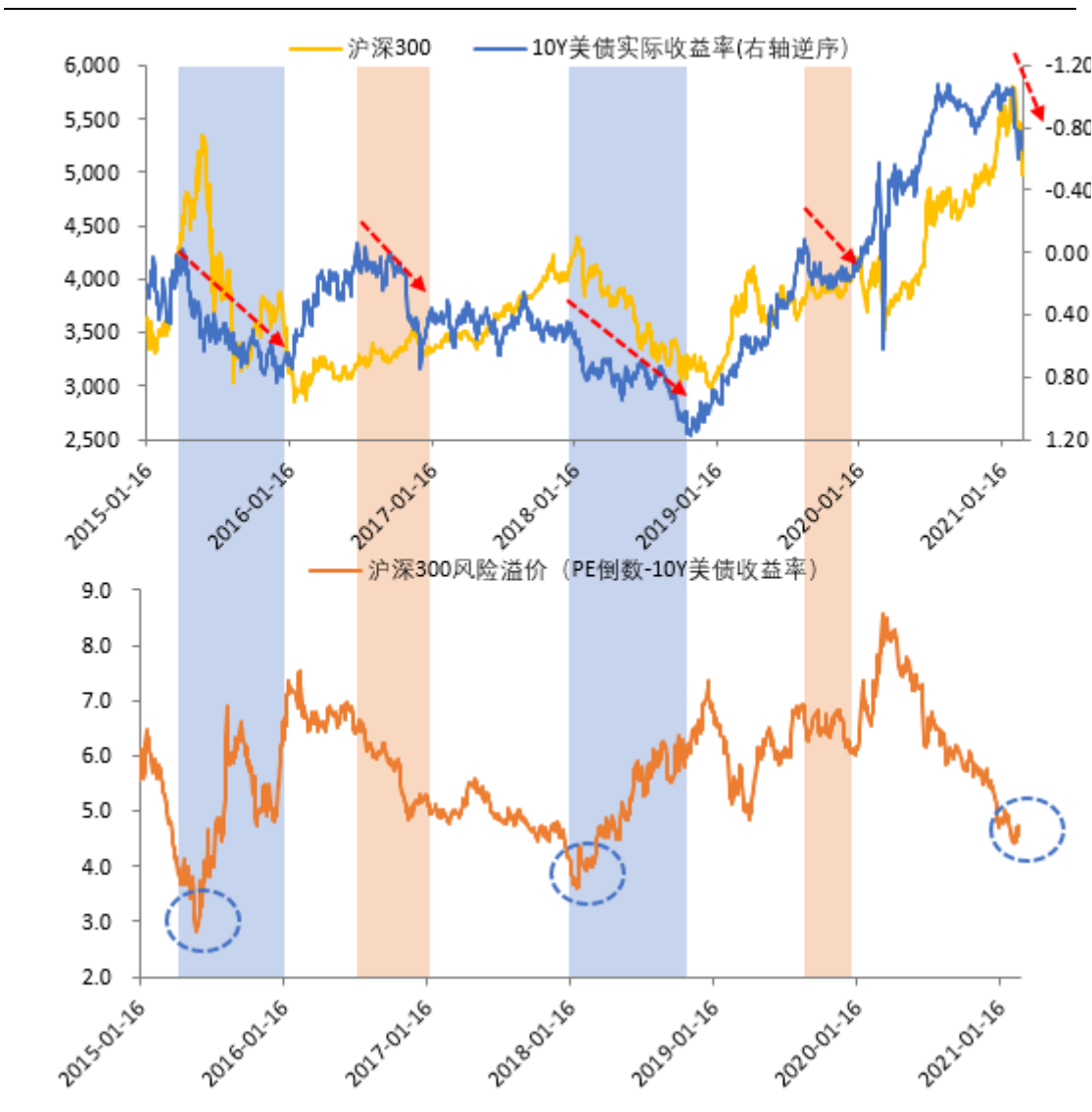
图 19：复苏后半程+收益率曲线熊平，美股回撤较大（点，%）



资料来源：Wind，优财研究院

美债实际收益率上行冲击高估值板块，是否引发沪深 300 调整的关键在于风险溢价的水平。从国内来看，作为外资流入的首选标的，龙头股定价基准在美债，而当风险溢价处于低位时，沪深 300 对美债收益率的敏感性也更高。以 15 年和 18 年为例，沪深 300 风险溢价本身处于低位时，美债实际收益率的上行容易引发股市的大幅调整和牛熊转折，而当风险溢价处于偏高或中性水平下，美债实际收益率的上行并不会打断股指上行的节奏，是否引发沪深 300 调整的关键在于风险溢价的水平。

图 20：沪深 300 风险溢价低位阶段对美债利率更加敏感（点，%）



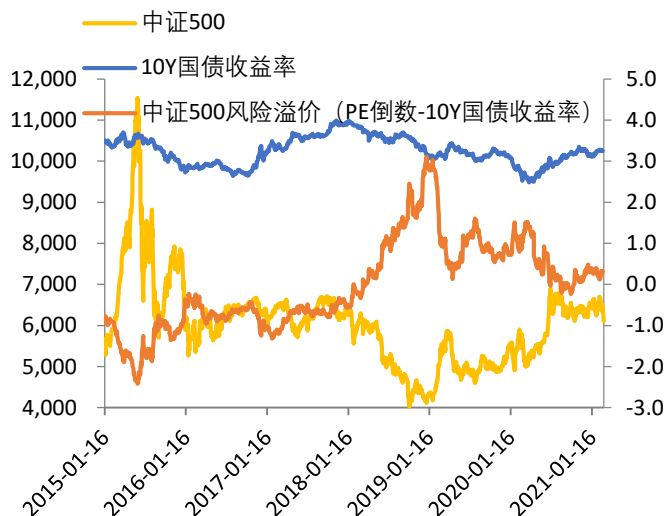
资料来源：Wind，优财研究院



沪深 300 风险溢价处于低位阶段，而以中债定价的中证 500 的风险溢价仍处于中性水平，随着中美利差的逐渐收窄，500/300 的比值也有望低位回升。沪深 300 风险溢价在去年股市上涨下持续回落，当前处于 2010 年以来的 15 分位点上，风险溢价的偏低导致去年下半年以来的快速上涨难以持续，尤其高估值的抱团股调整压力较大。

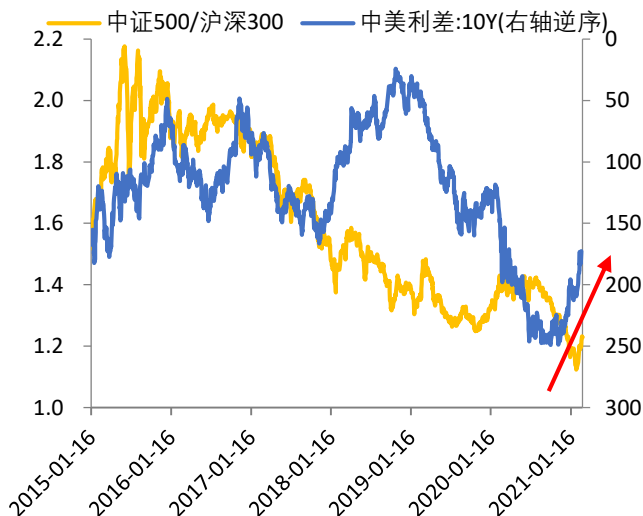
但由于本轮国内复苏周期走在美国之前，周期的错位下国内货币政策去年 5 月以来已率先回归中性，国内服务业和核心通胀仍然偏低的环境下政策进一步收紧压力不大，A 股进入全面熊市的概率也仍然较低，挖掘低估值股票的结构性机会仍然存在。以中债定价的国内中盘股代表中证 500 的风险溢价仍处于中性水平，中美周期错位下随着中美利差的逐渐收窄，中证 500 与沪深 300 的比值也有望低位回升。

图 21：中证 500 的风险溢价处于中性水平（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 22：中证 500 的风险溢价处于中性水平（%）



资料来源：Wind，优财研究院

5.2 国债收益率

疫情错位带来中美周期错位，本轮美债收益率上行对国内债市影响有限。对于国内债市来看，一般美债收益率上行会通过基本面、通胀、货币政策以及中美利差角度影响国债利率走势，但此次美债收益率上行对国内债市影响有限。一方面，美国经济复苏和通胀预期是近期引发美债快速上行的主因，但中美疫情错位下本轮



中国的政策周期走在美国之前，国内自去年 5 月就开启了货币政策常态化的道路，当前国内债市已反应了货币政策中性的一致预期。另一方面，当前中美利差有所收敛，但仍处于 180bp 的高位，且近期风险资产的剧烈调整也对避险情绪形成明显提振。

机构交易结构偏向于短久期和低杠杆，叠加配置需求下国内债市调整压力有所减弱。节前资金面单边宽松预期再度被打破，资金利率快速上行，并一度与资产端行形成倒挂，机构纷纷降低杠杆，隔夜回购成交量明显回落，目前单日成交量已回落至 2.5 万亿左右，债市杠杆交易并不拥挤，叠加节后资金面保持平稳，债市情绪有所修复，叠加配置力量下较外盘调整压力明显减弱。

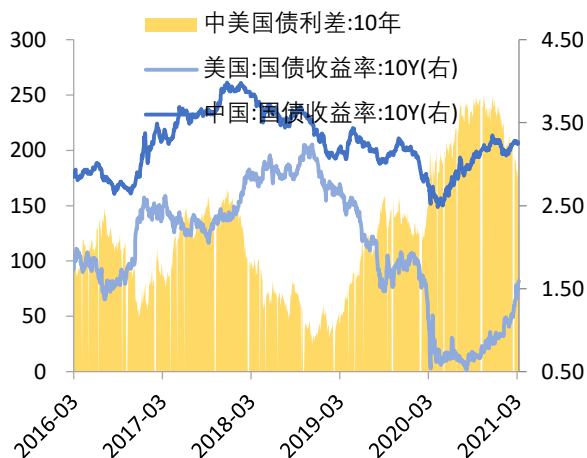
国内债市仍然以内为主，保持积极配置心态应对。从中长期来看，复苏和通胀依然是 2021 年的宏观主线，经济渐进修复、政策缓慢退出的格局仍对债市形成一定压力，尽管今年财政政策正常化回归下边际有所收敛，但财政政策力度仍然不弱，今年债券供给仍然较大，依然是债市的一大利空因素。债市短暂平衡后仍需警惕利率债供给、疫苗、通胀上行等利空的逐步释放，随着地方债逐渐放量，供给担忧叠加经济复苏和通胀预期，债市波动或将加大，长端收益率仍然保持 3.1-3.3% 区间波动，但对于债市调整空间不悲观，以积极的配置心态应对。

图 23:国内货币政策去年 5 月已向常态化回归(%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 24: 中美利差仍位于高位 (bp, %)



资料来源：Wind，优财研究院

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。