

2021 年美债展望：10 年期美国国债收益率有望破 2%

张涛 路思远¹

在疫情、政策对冲、经济恢复进程和美国大选等多因素叠加影响下，2020 年美国国债市场波动剧烈，10 年期美国国债收益率从 2019 年末的 1.9% 上方降至 2020 年 3 月初的 0.54%，之后虽阶段性回升，但 2020 年 6 月份后再度回落，并于 2020 年 8 月初降至 0.52% 的历史低位，之后进入回升通道，迄今最高层升至 1.19%（2021 年 1 月 12 日）。鉴于 10 年期国债收益率是全球最重要的中期利率指标，其走势变化势必对全球金融市场影响巨大，目前从影响 10 年美国国债收益率的远近因素来看，2021 年主要有 5 个影响因素。

首先，市场重估“蓝潮”影响

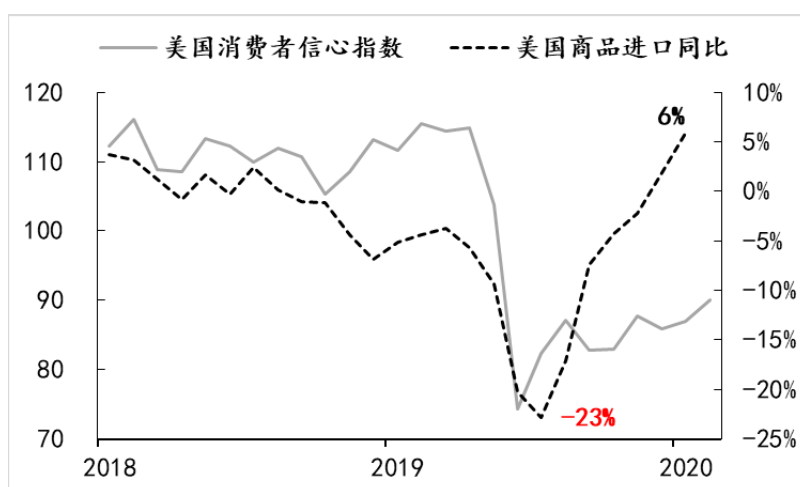
伴随民主党全面主导白宫和参众两院，“蓝潮”已成定局，而自美国大选以来，市场对“蓝潮”已累计出现了两次明显的反应：第一次是在 2020 年 11 月初的总统选举，特朗普在获得超过 7400 万选票的情况下依然败北，令市场对“蓝潮”预期升温，10 年期美国国债收益率自 2020 年 3 月份疫情爆发以来，首次回升至 0.9% 上方。第二次是拜登胜选被国会确认及民主党获得参议院的主控权，10 年期美国国债收益率一举回升至 1% 以上。期间市场曾担忧拜登的加税政策会冲击美股，但受疫情反复的影响，市场逐渐接受“蓝潮”更有利于疫情的控制，进而也有助于经济恢复。

其次，美国消费已较早修复，利好经济前景。

¹ 作者单位中国建设银行金融市场部，谨代表作者个人观点。

在 CARES 法案的财政纾困帮助下，美国的消费较早就得到了修复，消费者信心指数由 4 月份的 74 回升至 90，同期美国商品进口增速更是由-23%回升至 6%。后期若拜登拟推行的的大规模刺激计划得以成行（“蓝潮”政局令其大概率落地），将继续对美国消费构成支撑，并利好美国经济恢复前景。

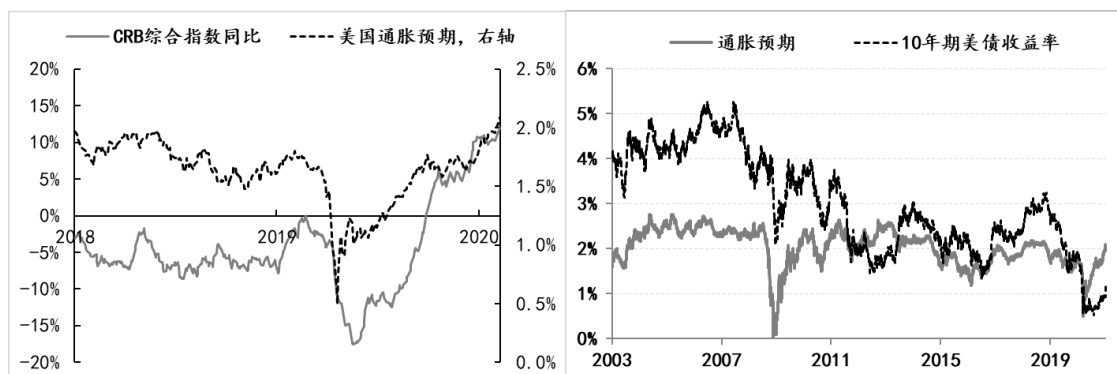
图 1：美国消费信心和商品进口增速



第三，通胀预期持续改善。

在中国需求的拉动下，自 2020 年 5 月开始，全球商品价格已持续回升了近 9 个月，CRB 商品价格同比增幅已从 4 月份-17.5%的低位回升至目前的 12%，与此同步，在消费被政策托底帮助下，美国的通胀预期也从 0.5%的低位回升至 2.1%，通胀预期的持续改善对 10 年期美国国债收益率形成支撑。

图 2：美国通胀预期和 10 年期美国国债收益率

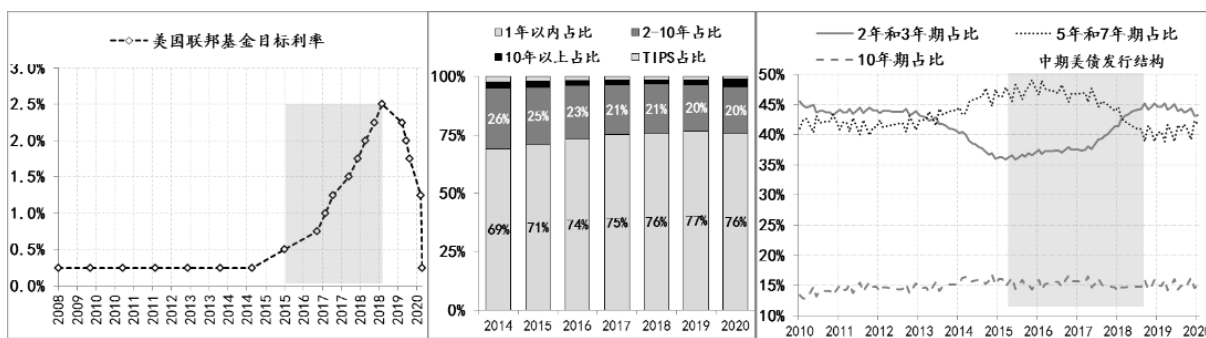


第四，美国财政部不会特别关注 10 年美国国债收益率的上升。

虽然国债收益率的上升会增加美国财政部融资成本，但美国财政部完全可以通过国债发行结构的调整来对冲。例如，在 2015 年 12 月至 2019 年 8 月期间，美联储将联邦基金目标利率从 0-0.25% 上调至 2.25%-2.50%，相应各期限美国国债收益率均有所上升。美国财政部相应对国债实际发行结构进行了调整，将 1 年期以内短期国债发行规模占比由 71% 提升至 77%，2 年至 10 年期的中期国债发行规模占比则由 25% 降至 20%。

具体到中期国债，利率水平更低的 2 年和 3 年期的发行占比提升了 10%，5 年和 7 年期的发行占比降低了 10%，10 年期国债发行占比则稳定在 15%。不过由于中期国债占整体的比重是下降的，因此 10 年期国债发行规模占整体的比重也是下降的，所以 10 年美国国债收益率的上升并不会对美国财政部形成严重的制约。

图 3：收益率变化对美国国债发行期限结构的影响

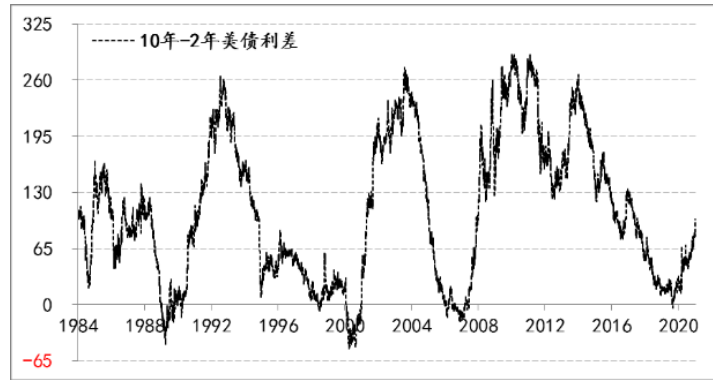


第五，美联储宽松货币政策压制短期国债利率，美债收益率曲线相应陡峭化

从美联储最新会议纪要释放的政策信号来看，在疫情完全平稳和经济步入持续恢复轨迹之前，美联储将维持零下限利率政策和每月1200亿量化宽松操作，加之2020年8月份美联储调整了其货币政策框架，大幅提高了对通货膨胀的容忍度。因此，目前实施的低利率政策环境还是持续相当长时间，相应3年期以内的美国国债收益率也会继续维持在极低的水平，此政策环境也有利于美国财政部控制融资成本。

短期利率在低水平的稳定叠加长期利率的上升，直接就导致美债收益率曲线陡峭化，并会促使金融部门开展扩张性活动，进而有助于经济恢复。美债的历史数据显示，自上世纪80年代以来，美债曾出现过四次倒挂（长期利率低于短期利率），最近一次发生于疫情前的2019年的8月份。以10年期和2年期的利差为例，在前三次倒挂后的回升过程中，回升幅度均超过了260BPs，目前10年期和2年期的利差已回升至100BPs以上，依次经验数据规律，后期美债曲线仍有继续陡峭化的空间。

图 4：10 年期与 2 年期美国国债期限利差



综上,我们预计 2021 年 10 年美国国债收益率大概率会升至 2%,
全年波动区间在【0.8%, 2.0%】,如果疫苗进展顺利,美国经济恢复
进程加快,则不排除 10 年期美国国债收益率年内就会向 2.5%靠近。