

## 美联储政策转向将至？

### 深度分析本轮长期美债收益率上行的原因和影响



2021 年 04 月 15 日

#### 联合资信评估股份有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

## 美联储政策转向将至？

### 深度分析本轮长期美债收益率上行的原因和影响

联合资信评估股份有限公司 主权部

2021 年以来，10 年期美债收益率由 0.93% 上涨至 1.75% 左右，涨幅超过 80 个 bp，回升至新冠疫情全球暴发之前的水平。10 年期美债收益率被称为全球资产定价之锚，该指标飙升意味着基础借贷成本的上升，相应带动按揭抵押贷款、信用贷款、汽车贷款乃至商业贷款利率的一同上涨。本轮长期美债收益率走高导致无市场风险利率快速提升，引发股权市场大幅调整，3 月中旬美国股市出现连续下跌，特斯拉、苹果等科技巨头的股票因估值过高而大幅下跌。虽然美联储维持温和态度，依旧表态会继续采取宽松的货币政策，以此来安慰市场情绪，但美国经济基本面的强劲复苏以及再通胀压力上升，美联储货币政策存在收紧压力。因此，本文首先分析疫情以来长期美债收益率大幅走高的原因；然后梳理长期美债收益率波动对美国经济政策调整、债券市场以及股票市场的理论传导路径；最后预测未来长期美债收益率的走势以及其上涨所产生的影响。

#### 一、再通胀政策下长期美债收益率走高的原因分析

##### （一）2020 年以来长期美债收益率调整经历的四个阶段

第一阶段是 2020 年 1 月-3 月初，本阶段在货币宽松和疫情防控的双重作用下，10 年期美债收益率呈现陡然下跌态势。由于新冠疫情在全球暴发，美联储大幅降息以缓解疫情对经济的冲击，10 年期美债收益率随着联邦基准利率的大幅下滑而降低至 0.54%（3 月 9 日），较 1 月初大幅回落 134 个 bp。其中，实际收益率<sup>1</sup>大幅下降 53 个 bp，通胀预期因大范围的防控封锁而下滑 81 个 bp（见图 1）。

第二个阶段是 2020 年 3 月初-8 月初，本阶段 10 年期美债收益率在波动中趋于平稳。美联储通过一系列降息以及购买国债等举措向市场中投放大量流动性，进一步推升通胀预期并降低实际收益率，在通胀预期和实际收益率反向博弈下，10 年期美债收益率波动后回归至 0.5% 上方，与三月初基本持平。

第三个阶段是 2020 年 8 月初-2021 年 2 月中旬，本阶段 10 年期美债收益率主要由通胀预期上升驱动而稳步走高。美联储积极的救市举措将本阶段的实际利率下降至-1.0% 左右，

<sup>1</sup> 美国国债收益率作为名义收益率，同期限的通胀保护国债（TIPS）收益率为实际收益率，二者之差即为市场交易得到的通胀预期，又称盈亏平衡通胀率。 $10\text{年平均通胀水平预期}=10\text{年国债收益率}-10\text{年 TIPS 收益率}$ 。

但由于美元流动性过剩以及美国经济逐步复工复产，市场投资者风险情绪大幅回落，预期通胀则由 1.5% 稳步上升至 2.2%，带动 10 年期美债收益率由 0.6% 上涨至 1.2%。

第四个阶段是 2021 年 2 月下旬至今，本阶段 10 年期美债收益率随着实际收益率的走高而陡然攀升，进而引起全球风险资产价格的大幅震荡。虽然美联储主席鲍威尔在 3 月的议息会议上继续向市场释放“鸽派”信号，但 10 年期美债收益率在 3 月 19 日更是一举跃升至 1.74%，较 2 月初大幅上涨 44 个 bp，升高至 2020 年 1 月底疫情暴发以前的水平。本阶段与前三阶段不同，主要体现为实际收益率的陡峭走高，其涨幅达到 32 个 bp，而预期通胀则涨幅较小（2 个 bp），反映出市场对美联储货币政策提前收紧的担忧。根据历史数据来看，一旦 10 年期美债收益率达到 1.5%（国际金融市场普遍认为的美股安全边界），市场会对通胀形成一致预期，对冲基金会开始做空国债期货，金融市场动荡或将促使美联储调整对利率上行的“口风”，届时全球资产会出现一轮挤泡沫的过程。本次国债收益率走高导致市场无风险利率快速提升，进而推动风险资产向无风险资产转移，目前美国股市出现连续下跌，截至 3 月中旬特斯拉、苹果等科技巨头的股票因估值过高而大幅走跌，月内分别下跌 13.3% 和 8.4%。

图 1：10 年期美债收益率变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

## (二) 本轮长期美债收益率走高的原因

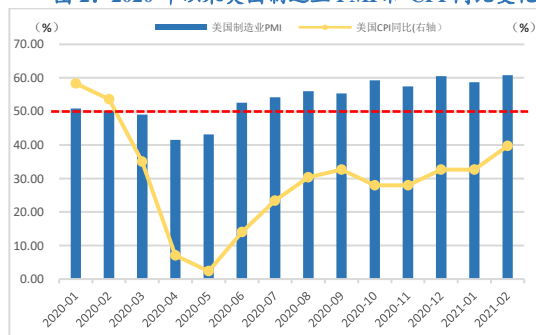
长期美债收益率自 2020 年 8 月以来不断走高，决定其变动的因素主要有实际收益率和预期通胀两部分（长期美债收益率=实际收益率+预期通胀）。具体分析如下：

### 1. 美国疫情得到有效防控，经济基本面获得显著修复，进一步推高预期通胀

从经济基本面来看，随着新冠疫苗的加速接种，截至 3 月 22 日美国百人疫苗接种人数已经达到 37.8 剂次，约为全球平均接种剂次的 6.4 倍，疫苗接种速度位于世界前列；根据

美国疾控中心数据显示，美国疫苗接种正在提速，目前已有接近 20% 的人口已经完成完全接种，且拜登预计将在 5 月底前完成全美所有成年人的疫苗接种，美国成为世界首个成年人全民接种疫苗的国家，疫苗接种速度超出预期表现；此外，美国单日新增确诊病例下降至 5.5 万人，较 1 月时的高点回落将近 80%。疫情得到有效控制助推美国经济基本面加速修复，2021 年 2 月美国制造业 PMI 进一步回升至 60.8，已经连续 9 个月高于荣枯线且创 2018 年 8 月以来新高，制造业回暖带动美国生产复苏（见图 2）。此外，随着美国各地解除隔离封锁，短期内报复性消费激增，食品价格上涨成为拉动通货膨胀的主要动力，2021 年 2 月美国 CPI 增幅已经升高至 1.7%，创 2020 年 2 月疫情暴发前新高。在疫情得到有效防控以及供需双双复苏的背景下，市场对未来美国经济复苏持乐观态度，经济好转有助于推升市场通胀预期，截至 2021 年 3 月末，10 年期美债通胀预期进一步攀升至 2.35%，较 2020 年 8 月美债收益率最初走高以来上涨 187 个 bp（见图 3），而长期美债收益率也因再通胀压力增大而走高至 1.74%，创 14 个月以来新高。

图 2：2020 年以来美国制造业 PMI 和 CPI 同比变化



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3：2015 年以来中长期美债收益率的平均通胀预期



数据来源：Wind，联合资信整理

## 2. 流动性过剩和大宗商品价格上涨推高市场预期通胀，财政政策扭曲货币政策造成美债收益率期限结构陡化

从政策端来看，疫情暴发后美联储为缓解经济衰退而将联邦基金率两次下降 150 个 bp 至 0%-0.25% 区间，美联储释放空前流动性而造成货币超发，截至 2021 年 3 月 15 日 TED 价差<sup>2</sup>仅为 14.2 个 bp，表明美元存在流动性过剩问题（见图 4）。美元作为全球结算货币，其流动性过剩带来全球性的通货膨胀，造成粮食、铜以及石油等大宗商品水涨船高，导致成本推动型通货膨胀压力进一步传导至各行各业，助推市场的通胀预期进一步走高，截至 2021 年 3 月中旬，全球大宗商品价格指数上涨至 2,369.6，较 2020 年 4 月中旬疫情最为严峻时期上涨 89.7%。此外，美联储对货币政策框架进行调整并推出“平均通胀制度”，允许

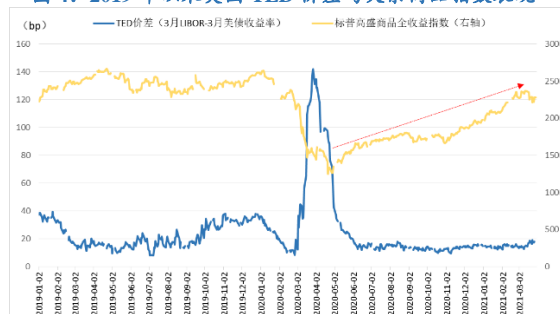
<sup>2</sup> TED 价差等于 3 月期 LIBOR 与 3 月期美国国债利率之差，差值越大表明流动性紧缺，差值越小表明流动性过剩。



通胀水平在一段时间内平均增长 2% 且可适度高于 2%，该举措表明美联储对通胀容忍度有所提升，未来长期美债收益率大概率会在再通胀压力下继续上涨。

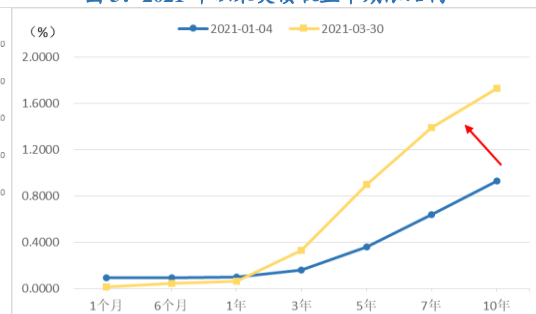
值得注意的是，财政政策对货币政策产生一定扭曲作用，主要体现在 2021 年 2 月下旬以来长期美债收益率在上涨同时出现了期限结构陡峭化（长端利率上升同时短端利率下降）趋势（见图 5）。一方面，财政部疫情救济资金支出缓慢，大量资金滞留在财政部总帐户（TGA<sup>3</sup>）上，因此财政部申明优先使用 TGA 滞留资金并将 TGA 规模从 1.6 万亿美元缩减至 8,000 亿美元（截至 3 月 31 日），其中 4,210 亿美元用作偿还短期国债。进而大量资金回到货币市场基金中，由于投资者对短端产品的选择主要集中在美联储的隔夜逆回购工具（ON RRP）以及短期国债上，但目前 ON RRP 利率仅为 0%，因此投资者更青睐短期国债产品，进一步导致短期国债收益率走跌。另一方面，资金从 TGA 账户流出后会大量进入银行系统，意味着大型商业银行的存款规模会大幅增加以及法定存款准备金水平也会相应提高，疫情期间美联储给予银行 1 年的补充杠杆比率（SLR）豁免期<sup>4</sup>（截至 3 月 31 日），即不要求商业银行持有法定准备金，但 SLR 豁免政策于 3 月 31 日到期且不续作，届时商业银行将出现上万亿资金缺口，需要通过被迫削减准备金之外的资产、限制存款扩张、增加资本金等方式来解决，目前银行已经抛售长期美债，进而加剧长期美债收益率的上行压力。

图 4：2019 年以来美国 TED 价差与大宗商品指数表现



数据来源：Wind，联合资信整理

图 5：2021 年以来美债收益率期限结构



数据来源：Wind，联合资信整理

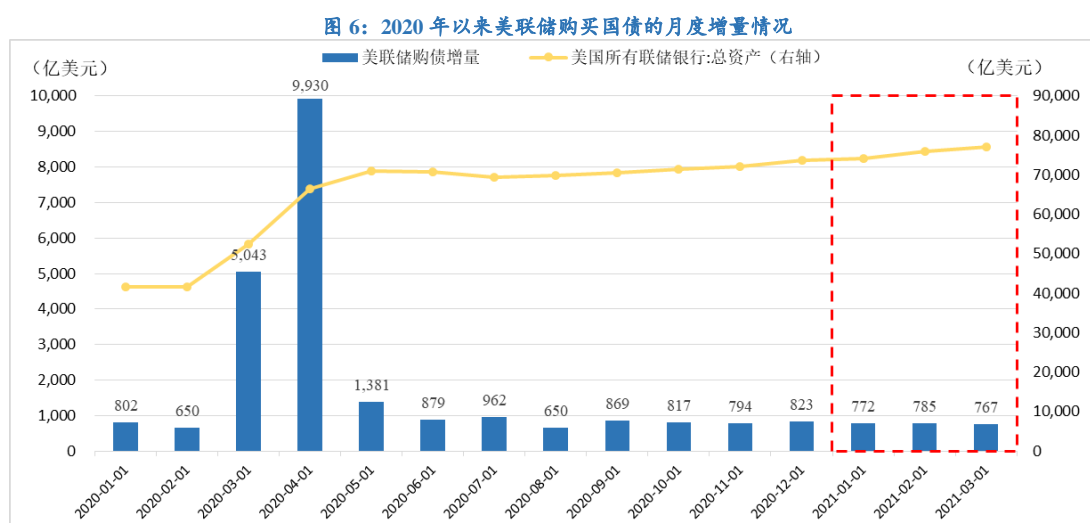
### 3. 市场对美联储缩减购债预期升温，加剧 10 年期美债实际收益率的上行

从市场预期来看，美联储为应对疫情而采取量化宽松的货币政策并加速扩表，使得美联储持有美债规模从 2.4 万亿美元（截至 2020 年 2 月 26 日）骤增至 4.9 万亿美元（截至 2021 年 3 月 24 日），创 2000 年有数据统计以来新高，且短短一年涨幅超过 100%。美联储 2020 年 3-5 月单月购债规模分别高达 5,043.1 亿美元、9,930.5 亿美元和 1,380.9 亿美元（见图 6），纷纷创历史新高，美联储大规模购债导致 10 年期美债实际收益率由正转负并

<sup>3</sup> TGA 是指 Treasury General Account，是财政部在美联储的账户，用来存储其通过发债获得的资金。

<sup>4</sup> SLR（supplementary leverage ratio，补充杠杆率）是美联储针对商业银行的资本充足率指标。2008 年金融危机之后，美联储修改了 SLR 相关规定，对美国的大型银行（SLR 最低 5%）额外杠杆施加限制，以防范银行系统风险。

下降至-1%左右，可见美联储开放式量化宽松是长期美债实际收益率显著为负的关键所在。但受全球再通胀压力以及经济显著复苏的影响，市场对美联储逐步退出宽松的预期不断升温，自 2021 年起美联储实际购买国债规模呈现小幅下降趋势，1-3 月美联储资产负债表国债净头寸月度增加值分别为 771.9 亿美元、784.7 亿美元以及 767.3 亿美元，基本回落至疫情前的平均水平，且与美联储公布的 800 亿美元/月购债规模有小幅差距，该情况与 2013 年欧债危机后期的“缩减恐慌”（taper tantrum）情况类似，被认为是货币政策由宽转紧的信号，加剧长期美债实际收益率的上行压力。



数据来源：美联储，联合资信整理

## 二、 疫情下长期美债收益率波动的传导机制

长期美债收益率是国际资本市场中长期资金的价格基准，其波动对借贷成本和全球金融市场均产生重要影响，因此第二部分详细梳理疫情下长期美债收益率波动的传导机制。

### 1. 第一步，疫情下美国财政与货币政策配合释放空前流动性，供求两端合力凸显出长期美债收益率对经济经济增长和通胀预期的晴雨表作用

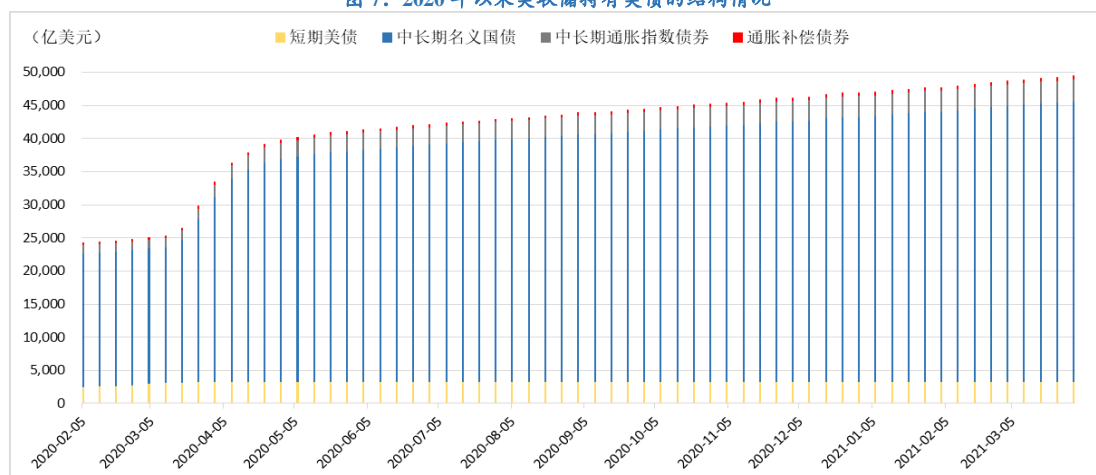
一方面，财政部是美国国债的供给方。新冠疫情暴发后美国政府采取空前的救市举措，特朗普时期已经出台了《CARES 财政救助法案》《HEROS 财政救助法案》《HEALS 财政救助法案》等合计共 8.2 万亿美元的救市计划，2021 年拜登政府上台后又通过了价值 1.9 万亿美元的财政刺激方案，并且未来有可能继续推出价值 2 万亿美元的基建刺激计划。政府大规模的财政救助资金除了从税收收入中获得外，其余主要通过发行国债来募资，截至 2021 年 3 月末，美国国债总额已经达到 28.1 万亿美元，较 2020 年初疫情暴发之前的 23.2 万亿美元增长逾 21%。

另一方面，美联储是美国国债的主要需求方。疫情暴发初期，美联储推出 7,000 亿美元

的大规模量化宽松计划，其中 5,000 亿美元用于购买国债；随着疫情得到有效控制，目前美联储以每月购买 800 亿美元国债和 400 亿美元机构抵押贷款自持证券的规模向财政部提供资金支持。美联储以购买中长期国债为主（占比约 85%），尤其是在 2020 年 3-4 月美联储持有中长期美债规模由 2 万亿美元迅速升高至 3.4 万亿美元，涨幅接近 65%；截至 2021 年 3 月末，美联储持有中长期美债规模更是上涨至 4.9 万亿美元，较上年同期大幅上涨超过 105%（见图 7）。

疫情下美国财政和货币政策相互配合，供求两端合力决定长期美债收益率的波动。长期美债收益率是全球无风险资产定价的经验锚，10 年期作为长期收益率拥有更大的移动自由度，使之成为投资者眼中对经济增长和通胀预期的晴雨表。当前逻辑是，随着美国疫情防控取得明显进展以及美国经济复苏强劲，带动市场通胀预期进一步走高，相应 10 年期美债收益率也随之上升至 1.7% 上方，引发市场对美联储货币政策收紧的担忧。整体看，10 年期美债收益率的波动会对经济政策产生影响，最终形成“财政和货币政策的供求作用—影响 10 年期美债收益率波动—预示未来经济和通胀走向—进而引发经济政策调整”的闭环。

图 7：2020 年以来美联储持有美债的结构情况



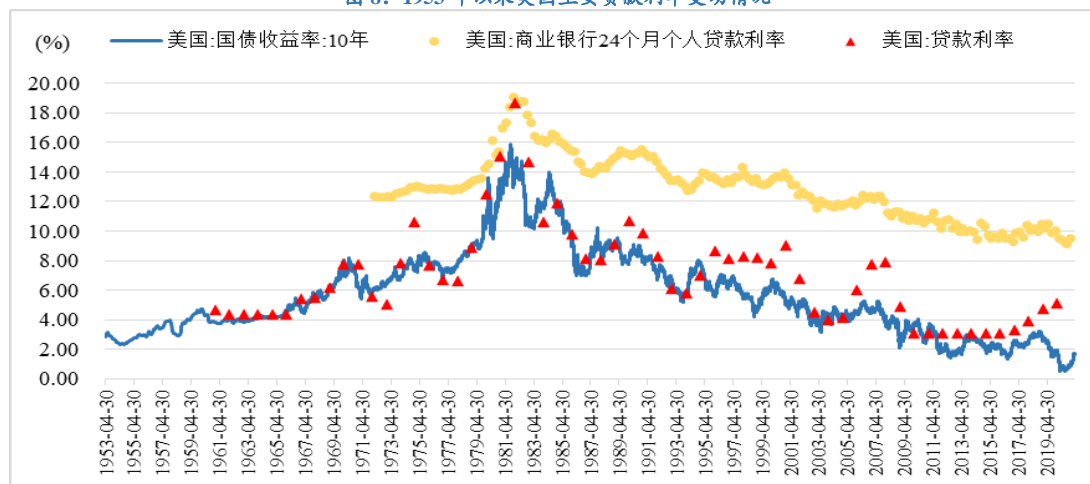
数据来源：美联储，联合资信整理

## 2. 第二步，长期美债收益率的波动不仅会直接影响到受疫情波及企业和家庭的借贷成本，还会影响到美国债券市场的定价基础以及国际资本流动

一是长期美债收益率是全球资产定价基准的无风险借贷成本，可以直接影响按揭抵押贷款、信用贷款、汽车贷款乃至商业贷款利率的波动。以美联储 1954 年以来的数据为分析样本，美国贷款利率与 10 年期美债收益率呈正相关关系，且相关系数高达 0.9198，美国贷款利率较 10 年期美债收益率基准平均高出约 128bp；此外，美国商业银行个人贷款利率（24 个月）与 10 年期美债收益率也呈正相关关系，且相关系数高达 0.9248，美国商业银行个人贷款利率较 10 年期美债收益率基准平均高出约 685bp（见图 8），说明美国综合贷款利率和个人商业贷款利率均以 10 年期美债收益率为基准，并且二者的波动与 10 年期美债收益

率的波动高度相关。在新冠疫情的特殊情况下，美国政府希望通过财政部和美联储的配合来压低长期美债收益率，美联储大量购买国债导致美债收益率大幅走低，叠加联邦基金利率下降至 0% 左右的水平，极低的融资成本有助于缓解受疫情冲击企业和家庭的偿付压力。

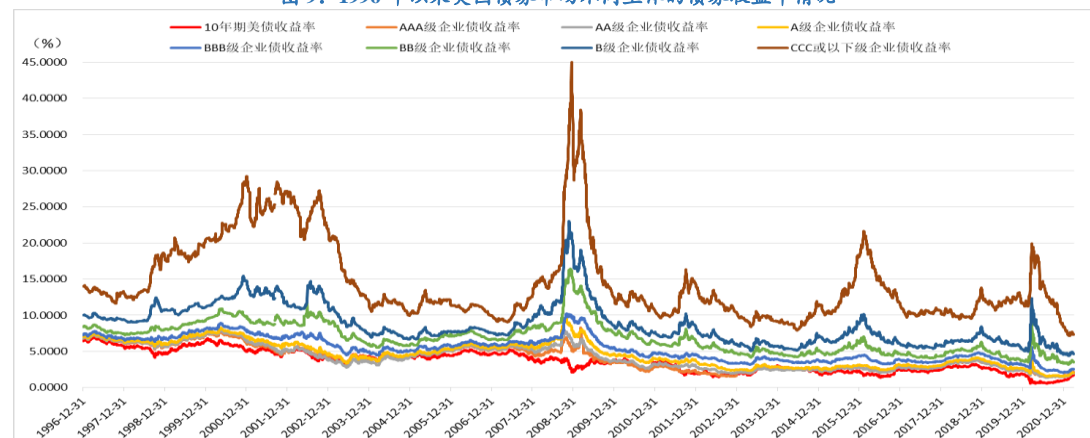
图 8：1953 年以来美国主要贷款利率变动情况



数据来源：Wind，联合资信整理

二是长期美债收益率是美国债券市场的定价基础，其波动直接影响各级别信用等级发行主体的借贷成本。在美国债券市场中，美国政府被认为是信用质量最好的债券发行主体，因此美债收益率凭借较高的政府信用而获得较低的发行成本，各级别发行主体的债券收益率均是在美债收益率的基础上进行上调。以 1996 年以来各信用等级企业债数据为分析样本，其中投资级级别（BBB 级及以上）发行主体的债券收益率与 10 年期美债收益率高度相关（相关系数均超过 0.8），AAA、AA、A 以及 BBB 级等投资级别企业债的平均收益率基本是在 10 年期美债收益率的基础上分别上浮 51 个 bp、56 个 bp、99 个 bp 以及 175 个 bp 所得。2020 年疫情暴发后政府大力救市，10 年期美债收益一度下降至 0.52% 的历史低点（2020 年 8 月 4 日），AAA、AA、A 以及 BBB 级等投资级别企业债的收益率也分别下降至 1.41%、1.33%、1.50% 以及 2.31% 的历史低位，有效缓解企业的融资成本压力（见图 9）。

图 9：1996 年以来美国债券市场不同主体的债券收益率情况



数据来源：Wind，联合资信整理



三是长期美债收益率作为全球资产的定价基准，直接影响国际资本的流动。由于各国国债收益率综合隐含了市场对宏观经济状况、货币环境等变量的预期，各国国债收益率与美国国债收益率之间的信用利差可以反映出投资者对不同国家经济基本面的信用风险溢价。对于新兴发展中经济体而言，由于其信用风险相对较高，往往通过较高的基准利率以及国债收益率来吸引国际资金流入。在新兴发展中经济体国债收益率相对稳定的前提下，美国国债收益率走高通常预示着美国经济增速回升以及企业盈利状况改善，相应带动信用风险以及违约概率降低，而两国长期国债之间（新兴发展中经济体长期国债收益率-长期美债收益率）的信用利差也因此收窄，导致新兴经济体的投资吸引力下降，存在外资流出的风险。因此，长期美债收益率的波动会传导至新兴发展中经济体的国际资本流动。

### 3. 第三步，长期美债收益率影响风险资产定价，其波动与美股价格走势呈现负相关

美债收益率是全球无风险资产定价的经验锚，而无风险利率又影响风险资产定价，所以美债收益率也可以被当作全球风险资产定价的经验锚。从股票市场来看，美债收益率的上升代表市场资金成本的上升，在不考虑其他因素的前提下，资金成本上升要求投资行为产生更高的回报以弥补，资产价格也会据此进行重新的修复。根据股息贴现率模型<sup>5</sup>，10年期美债实际收益率为实际无风险利率，股价与实际无风险利率呈负相关关系，以2000年以来的纳斯达克指数为分析样本，纳斯达克指数与10年期美债实际收益率呈负相关关系，相关系数为-0.6550（见图10）。假设短期内风险溢价和股息增幅没有较大变化，无风险利率的抬升会导致美股价格的走跌，因此长期美债收益率的波动会传导至美国股票市场。整体看，由于美债安全性较高，投资者选择美债主要是为了规避风险，因此美债收益率往往与风险资产成负相关关系。

图 10：2000 年以来美国股市与长期美债收益率走势关系



数据来源：Wind，联合资信整理

<sup>5</sup> 股息贴现率公式为  $p = \frac{D}{r+ERP-g}$ ，其中  $p$  代表股票价格， $D$  代表股息， $r$  代表实际无风险利率， $ERP$  代表股市风险溢价， $g$  代表股息增长率。

### 三、 未来长期美债收益率走势预测以及其可能产生的影响

#### （一） 未来长期美债收益率走势预测

自 4 月初美联储议息会议继续释放“鸽派”信号，长期美债收益率于 4 月 12 日小幅回落至 1.67%，市场对短期内美债收益率走势的研判也产生一定分歧，当长期美债收益率重回分叉路口，可以从供求角度对其未来走势进行预估。

从供给角度看，考虑到美国政府继续扩大财政对经济的救助力度，预计二季度美国财政部将继续延续缩短放长的债务结构调整思路。一方面，中长期国债的净融资规模较一季度有望继续增加；另一方面，考虑到二季度美国财政部 TGA 规模可能会降至疫情前正常水平，短期限美债的净回笼规模也将大幅增加。此外，未来美国有望通过价值 2 万亿美元的基建计划，财政赤字缺口压力仍然较大，未来中长期美债发行规模可能会进一步扩大。从需求角度看，一是 4 月初美联储议息会议继续释放“鸽派”信号，重申要看到经济复苏和就业出现实际的进展才会开始缩减 QE 规模。美联储并未因近期美债利率快速上行而加大购债规模进行干预，如果美联储短期内维持当前的购债计划，其对市场需求端超预期的扰动相对较低。二是如果后续美国疫情得到进一步的好转、美债供给超预期调整、就业数据和通胀数据有明显起色后美联储货币政策表态出现微调，美债实际利率可能会接棒通胀预期，成为助推美债利上行的主要力量。整体看，美债供求两端有望继续保持稳定扩张，对长期美债的影响相对温和。而美债的真正上涨压力来自于美国经济面和美联储货币政策的调整，会促使通胀预期和实际利率的上行。因此，预计二、三季度美债主要受供求影响，收益率可能会在 1.6%-1.8% 区间波动；四季度以及 2022 年存在再通胀压力上升以及货币政策调整压力，长期美债收益率可能会进一步上升至 2% 以上，甚至突破 2.2%。

#### （二） 未来长期美债收益率上涨可能产生的影响

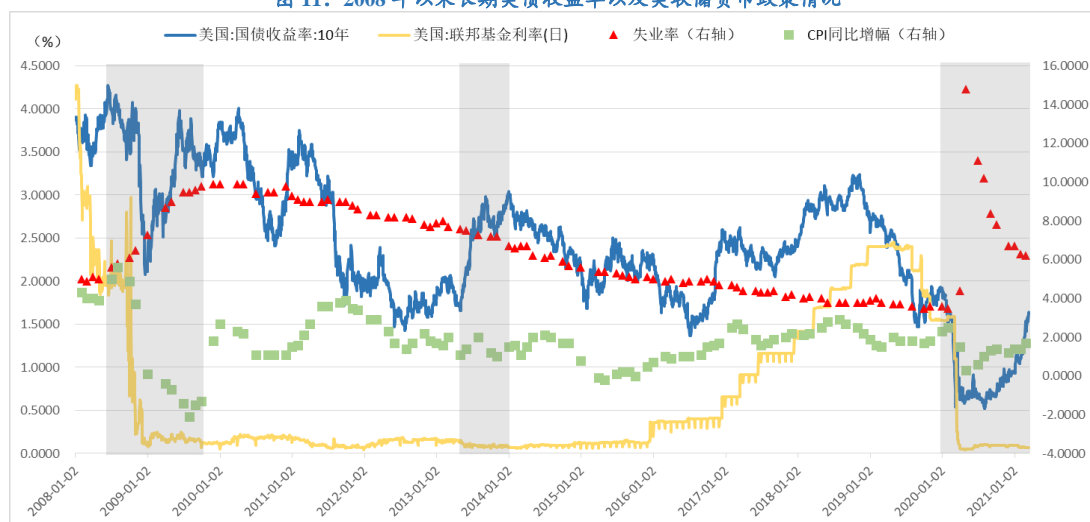
##### 1. 本轮长期美债收益率上涨有望带动美联储进行货币政策调整，美联储主席鲍威尔暗示美联储将在经济逐步复苏后考虑缩减购债

从 2008 年以来的历史数据来看，美国发生过两次长期美债收益率陡然攀升的情况，分别为 2009-2010 年以及 2013-2014 年（见图 11），这两次美债收益率陡然攀升引发了截然不同的货币政策调整。具体来看：一是 2008 年美国金融危机后，美联储为挽救经济而大幅调降美联储基准利率 225 个 bp，同时美国财政部公布 7,000 亿美元的财政救助计划。在大规模的货币和财政政策配合下，2009 年四季度美国经济增速出现小幅回升，实际 GDP 增速由负转正至 0.2%。经济形势好转带动长期美债收益率大幅上行约 175 个 bp，但与此同时美国通胀水平却处于负值区间，核心通胀也持续位于 2% 的目标以下，随后受消费动力不足

影响经济数据再度恶化，导致失业率进一步攀升，进而美联储重启量化宽松货币政策，继续加码购买中长期美国国债，进一步打压美债长端利率，有效缓解长期美债收益率的上行趋势。整体看，2009-2010 年长期美债收益率上行后，美联储考虑到通货紧缩以及失业高企问题而重启量化宽松货币政策。二是欧债危机后，发达经济体自 2013 年二季度后迎来了经济共振复苏，有效提振市场风险情绪回升，推动美债长短利率上涨，涨幅将近 150 个 bp。随着经济走向稳步复苏，市场普遍预期美联储宽松的货币政策有望进行调整，2013 年 5 月时任美联储主席伯南克释放削减量化宽松的信号，引发市场对美联储“缩减购债”的恐慌，进一步加剧长期美债收益率上涨。虽然长期美债收益率对美联储货币政策转向构成实质性压力，但考虑到新兴发展中经济体的经济基本面存在较大增长压力，美联储最终推迟至 2015 年 12 月才进行首次加息回调。整体看，2013-2014 年欧债危机后欧美经济基本面趋于好转，市场预期美联储宽松政策转向，进而引发“缩减购债”恐慌以及美联储货币政策收缩。

本轮长期美债收益率上涨与 2013-2014 年具有一定相似性，都是在经济基本面明显复苏的背景下而引发对美联储货币政策调整的担忧。但与 2013 年不同的是，在新冠疫情的特殊背景之下，全球央行均采取创纪录的货币宽松政策，2020 年共有 70 个经济体合计降息 121 次，累计降息幅度达到 11,208 个 bp，平均单次降息超过 120 个 bp；全球有 27 个经济体采取低利率货币政策（基准利率小于等于 1%），23 个经济体采取零利率货币政策，3 个经济体采取负利率货币政策，并且低/负利率主要以发达经济体为主。在全球再通胀压力飙升的背景下，美联储货币政策调整压力更大，因此美联储主席鲍威尔在 3 月 25 日接受媒体采访时表示，当下经济复苏速度超出了预期，未来“某个时候”美联储将开始逐步缩减购债。鲍威尔此次缩减购债的暗示具有较大转折意义，暗示美联储提前货币政策转向的可能性进一步增加。

图 11：2008 年以来长期美债收益率以及美联储货币政策情况

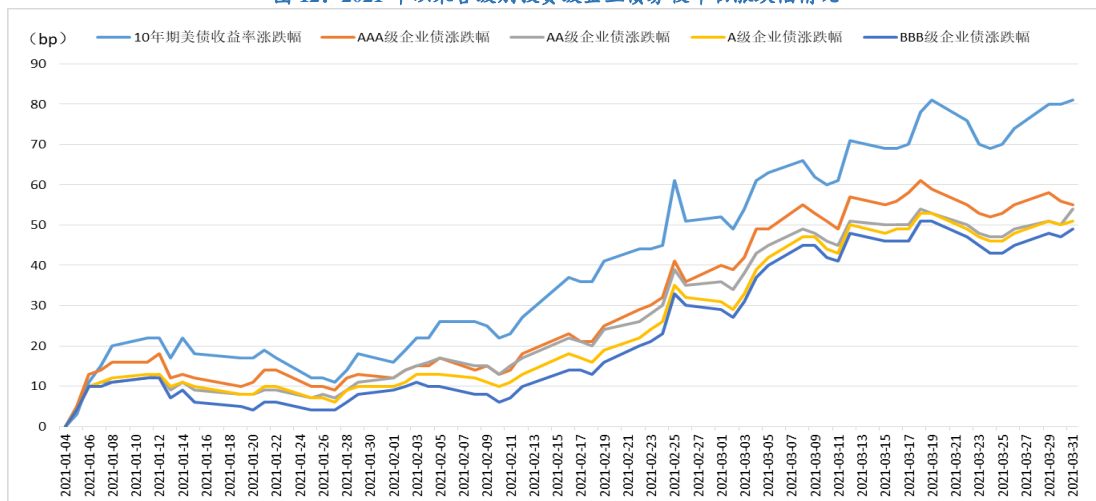


数据来源：Wind，联合资信整理

## 2. 长期美债收益率上行会直接影响美国的融资环境，企业和政府融资成本将明显升高

由于长期美债收益率是长期资金的定价基础，本轮长期美债收益率上行会直接影响美国的融资环境，对实体经济复苏进程产生一定拖累。一方面，政府债券在金融体系中不仅仅是级别最高的安全资产，也是众多其它资产的定价基准。长期美债收益率是名义利率，在剔除通货膨胀后被当作衡量企业融资成本的指标，美国长端国债收益率抬升将带动各期限利率水平提高，从而导致企业的金融条件收紧以及融资环境恶化。尤其是中小企业、低评级企业的再融资成本增加，信用违约与破产风险加大，进而抑制投资与经济增长。长期美债收益率的上升已经在 30 年期固定利率抵押贷款利率的攀升中得到了反映，3 月底抵押贷款平均利率达到 3.02%，为 2020 年 7 月以来的最高水平。此外，2021 年以来 AAA、AA、A 以及 BBB 级等投资级别企业债利率涨幅分别达到 55 个 bp、54 个 bp、51 个 bp 以及 49 个 bp，企业融资成本明显升高（见图 12）。

图 12：2021 年以来各级别投资级企业债券较年初涨跌幅情况



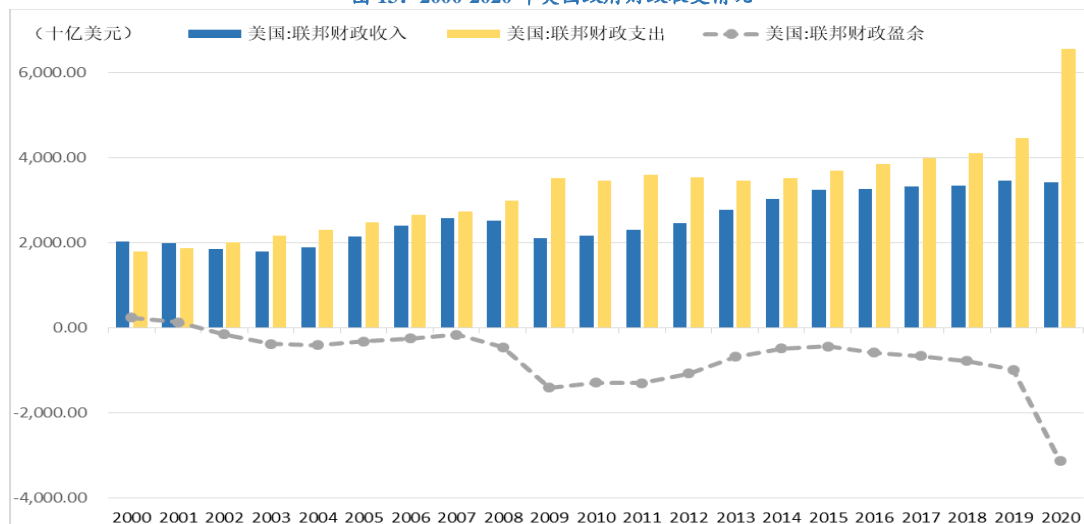
数据来源：Wind，联合资信整理

另一方面，政府财政赤字融资将面临较大压力，扩张性财政政策受到掣肘。受新冠疫情影响，2020 年美国财政救助资金规模合计约 8.2 万亿美元，超负荷的财政救助对政府财政收支平衡造成严重冲击。根据 IMF 数据显示，2020 年美国财政支出规模上升至 6.6 万亿美元，财政赤字规模攀升至 3.1 万亿美元，创 1962 年有数据统计以来新高（见图 13）。再加上 2021 年 3 月拜登政府上台后通过的 1.9 万亿财政刺激方案，美国财政支出规模已经超过 10 万亿美元，相当于 2020 年 GDP 总量的 50% 左右。债券收益率的上涨也就意味着政府借贷成本的攀升。在经济向好时这样的借贷成本无可厚非，但是在全球债务飙升的背景下，长债收益率的飙升意味着政府的融资压力进一步加大。根据 IMF 预测，预计今后 10 年联邦政府预算中将需要为其债务支付总额高达 10 万亿美元的利息，其中联邦政府利息支出



占 GDP 比重将提升至 24%，若没有疫情联邦政府将在 2035 年无力支付居民社保费用。财政赤字的扩张和债务的攀升可能通过更高的利息、通胀或者税收来偿还。当前低利率环境为政府还债和借贷创造了良好环境，但却对未来经济形势和债务可持续性埋下隐患，加剧了市场对美国政府财政压力和债务的持续性问题担忧。如果未来美联储转向紧缩，将进一步加剧美国政府债务的偿付压力。

图 13：2000-2020 年美国联邦财政收支情况



数据来源：IMF，联合资信整理

### 3. 美股泡沫化风险显著上升，长端国债收益率短期内快速攀升，可能引发美股大幅度调整

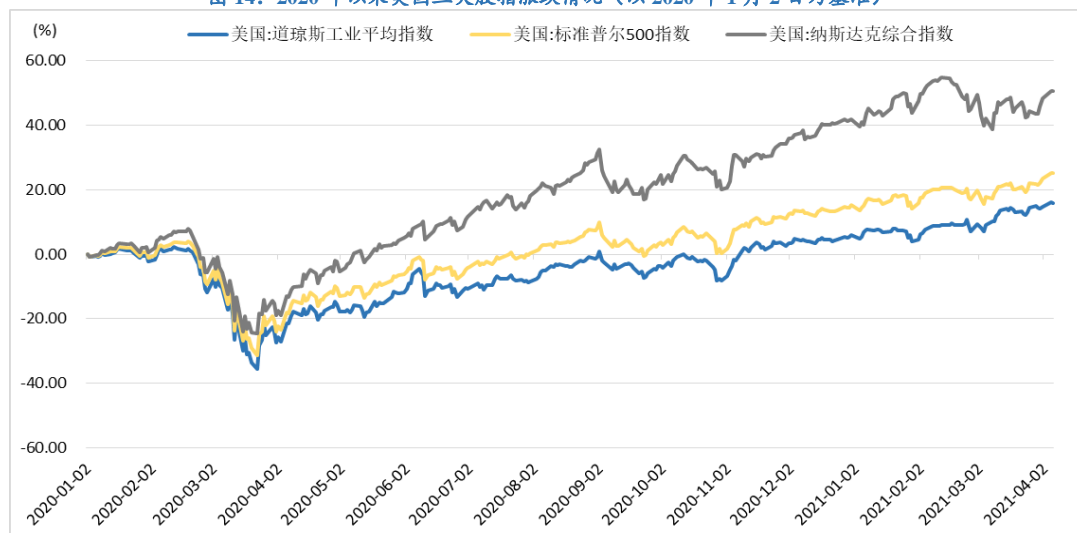
由于长期美债收益率是全球风险资产定价的经验锚，美债收益率的上行对美国股票市场会产生重要影响。美国股市在经历 2020 年 3 月的多次熔断后，美联储出台组合拳救市以缓解资本市场危机，在超低利率与无限流动性支撑下，美股表现与实体经济相背离，快速反弹至历史纪录高位，截至 2021 年 3 月 29 日，道琼斯工业指数、标准普尔 500 指数以及纳斯达克综合指数分别达到 33,117 点、3,971 点以及 13,059 点，较 2020 年初分别上涨将近 15%、22% 以及 44%，美股泡沫化风险显著上升（见图 14）。

在此背景下，长端国债收益率短期内快速攀升可能引发美股大幅度调整。一方面，长期美债收益率走高意味着股价折现率上升，美国股市面临股票价值重估与价格下跌的风险。以 2013 年“缩债恐慌”为例，美国 10 年期国债收益率从 1.97% 快速攀升至 2.57%，相应标准普尔 500 指数随之下挫 5.6%。考虑到当前美股处于历史高位，被动投资、抱团投资现象严重，如果股价出现大幅度调整，则有可能进一步催化踩踏抛售的风险。

另一方面，本轮美债收益率走高还伴随着长短期期限结构陡峭化的特点，可能会加剧股票板块表现分化，高成长高估值的科技板块面临更严重的沽空压力。科技股对长期美债收益率的上升较为敏感，因为科技股的价值在很大程度上取决于未来的收益，当美债回报

率上升时，收益的折价幅度会更大。在过去一年引领华尔街股市连续触及纪录高位的大型科技股下跌，以科技股为主的纳指进入回调区间，即从近期高点下跌至少 10%。主要权重股几乎全线崩溃，截至 3 月中旬特斯拉、苹果等科技巨头月内分别下跌 13.3% 和 8.4%。

图 14：2020 年以来美国三大股指涨跌情况（以 2020 年 1 月 2 日为基准）



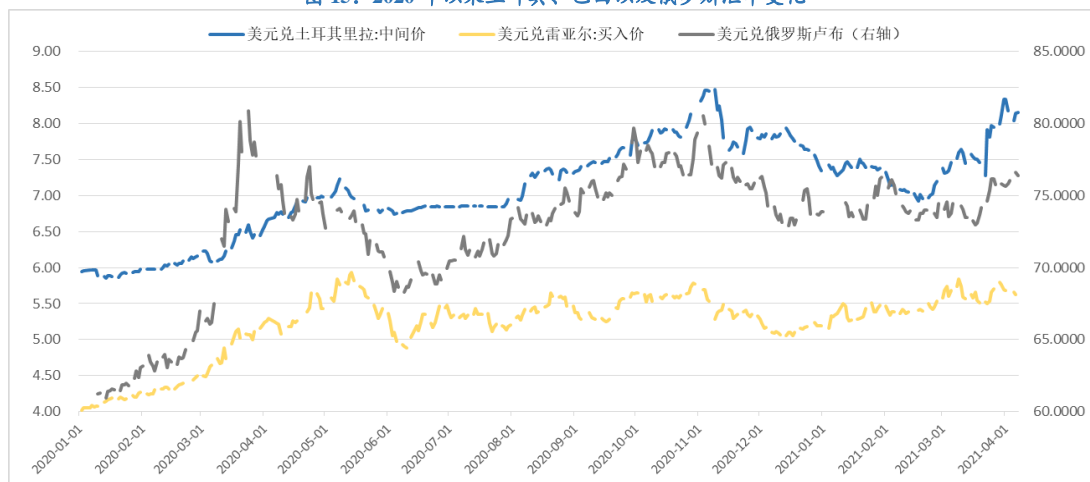
数据来源：Wind，联合资信整理

#### 4. 长期美债收益率的上升直接影响新兴发展中经济体与美债收益率之间的信用利差，存在外资大规模流出和汇率危机风险，如果美联储货币政策转向可能加大新兴发展中经济体的债务违约风险

一方面，长期美债收益率的上升直接影响新兴发展中经济体与美债收益率之间的信用利差，利差缩小令发展中经济体面临外资大规模流出的风险。2020 年 5 月以来，在风险情绪回升与逐利动机下，国际资金加速流向新兴市场。但这一局面将伴随美国利率水平回升而逆转，新兴市场货币将出现一定程度贬值，资产短期内遭到抛售。新兴发展中经济体对外资的流动非常敏感，主要是因为这些国家为资本积累而高度依赖美元投资，在本国实体经济的发展进程中过早地进行金融自由化，将自身经济的快速增长建立在流动性较强的国际金融资本之上。随着美元指数上涨促使避险资金回流，导致多种非美货币出现大幅下跌，截至 2021 年 3 月末，土耳其里拉、巴西雷亚尔以及俄罗斯卢布已经就 2020 年初分别贬值 28.7%、29.4% 以及 18.2%（见图 15）。正如 2013 年“缩减恐慌”时期，新兴市场 6 月证券组合资金净流出规模达 246 亿美元。可以预见，在全球流动性空前充裕背景下，本轮跨境资本流出规模可能更大，可能会进一步放大发展中经济体的汇率风险。受此影响，部分新兴市场国家已提前作出政策反应，以土耳其为例，考虑到土耳其里拉具有一定脆弱性，在历史上多次爆发汇率危机，而本轮 10 年期美债收益率上升预示着美联储货币政策回调速度加快，届时新兴市场将面临资本外流、汇率贬值的巨大压力。为了对冲短期内资本回流美国的压力，3 月 18 日土耳其央行宣布加息 200 个 bp。除土耳其之外，仅 3 月 18-

19 日短短两天，另外巴西央行和俄罗斯央行分别加息 75 个 bp 和 25 个 bp。国际市场对印度、马来西亚、泰国等国加息的预期正在上升，新兴市场国家新一轮加息浪潮山雨欲来。

图 15：2020 年以来土耳其、巴西以及俄罗斯汇率变化



数据来源：Wind，联合资信整理

另一方面，如果美联储货币政策转向可能加大新兴发展中经济体的债务违约风险。以 20 世纪 70 年代的拉美债务危机为例，1970-1989 年布雷顿森林体系解体以及欧美陷入经济“滞胀”，拉美地区以及低收入国家在欧美低利率环境下通过举借外债来发展本国经济，拉美地区债务总额相当于 GDP 的比重由 20.8% 上升至 62.4%，其中短期债务相当于 GDP 的比重上升至 11.1%，存在外债杠杆率过高且短期债务偿付压力快速上升的问题。两次石油危机爆发促使美联储货币政策由宽松转为紧缩，由于拉美国家的借贷利率是以 3 个月或 6 个月 LIBOR 为基础调整，当利率陡然上升后利息偿付压力大幅提高，从 70 亿美元（1972 年）上升至 1,330 亿美元（1981 年）。美联储收紧货币政策导致美元逐步走强，国际资金流动方向逆转和大宗商品价格下跌使拉美国家国际收支入不敷出，经常账户收入减少和外汇储备缩水使拉美地区国家的外债偿付实力大幅削弱，最终爆发拉美债务危机。

当下情况与拉美债务危机具有一定相似性，叠加新冠疫情的特殊背景，新兴发展中经济体的脆弱性进一步显现。新兴发展中经济体的国内资本市场发展程度不高，对外部融资渠道（尤其是美元融资）更为依赖，疫情以来全球主要经济体保持在低/负利率水平，低廉的外部融资成本促使新兴发展中经济体加大了外部融资力度，截至 2020 年末新兴发展中经济体的平均外债水平（即外债相当于 GDP 的比值）已达 46.3%，较上年增长 6 个百分点。如果长期美债收益率继续攀升并导致美联储货币政策转向，有可能会引起发展中经济体的债务偿付压力骤增。此外，考虑到新兴发展中经济体存在一定汇兑风险，汇率波动会影响其外汇储备对外债偿付的稳定性。一旦美联储发生货币政策转向将直接削弱这些国家的债务偿付实力，导致其债务违约风险进一步升高。