

财经评论 20004：2020 年 3 月 17 日

栾稀

luanxi@cass.org.cn

## 美国国债收益率大幅波动的背后<sup>1</sup>

近期，国际金融市场充满波动。其中，美国国债收益率走势大幅震荡，引发市场高度关注。以 10 年期美国国债收益率为例。3 月初，10 年期美债收益率加速下行，在 6 个交易日内下跌约 60bp 至 0.54%，创历史新低；但进入 3 月的第二周，10 年期美债收益率又出现强劲反弹，3 月 13 日升至 0.94%，较 3 月 9 日的 0.54% 上升了 40bp。本文就近期美债收益率大幅波动的原因和未来走势进行了简要分析。

### 一、美债收益率反映全球经济基本面与金融市场的风险状况

经济基本面是资产价格走势的基础。近期，新冠肺炎疫情在全球多国加速蔓延，增加了全球经济衰退的风险，美国也难独善其身。不过，美国经济基本面的形势并不足以解释近期美债收益率的大幅波动。事实上，2019 年 12 月起，10 年期美债收益率就开始呈现快速的趋势性下行。但从前一段时间的经济数据看，美国就业数据表现强劲，通胀和 PMI 在去年美联储降息后均已反弹。2020 年 2 月，美国失业率仅 3.5%，CPI 同比连续 4 个月在 2% 以上，核心 CPI 同比连续 24 个月在 2% 以上，制造业 PMI 也回升至 50 以上。

本文认为，相对于美国经济基本面，2008 年金融危机以后的美国国债收益率，更多反映的是全球经济基本面和经济金融风险的情况。这在今年 3 月以来的美债收益率走势上体现得较为明显。

<sup>1</sup> 原文发表于《中国外汇》2020 年第 6 期



图 1 10 年期美国国债收益率走势 (单位: %)

## 二、近期美债收益率波动的原因

### (一) 美债收益率为何快速下跌

3 月初, 美国国债收益率快速下行, 刷新历史新低。其原因主要有以下几个方面。

一是日欧经济增速放缓, 且新冠肺炎疫情的冲击加重了其衰退的预期, 使得美债持有需求上升。美国国债有 40% 以上被外国投资者持有, 其中, 日本、中国、欧洲是美国国债最主要的外国投资者。日本和欧元区实行负利率政策, 其国债收益率长期在零利率上下波动, 倒逼日欧金融机构备有大量的汇率敞口以增持美债。每当日欧国债收益率下行至负利率区间时, 日欧持有的美债规模就会大幅上升。2019 年以来, 日欧经济衰退迹象明显、通胀远不及预期, 国债收益率再次跌入零以下。而进入 2020 年 2 月, 欧洲、日本成为新冠疫情的重点地区, 经济衰退的预期随之进一步升温, 令债券市场负利率程度加深。这使得外国金融机构持有美债的需求上升, 带动美债收益率加速下行。

二是疫情冲击和油价暴跌导致债务风险、流动性风险上升, 促使市场避险情绪不断发酵。目前, 制造业产业链全球化分工, 同时又与当地的配套企业相互关联支持。如果疫情冲击使得产业链中的某个企业严重受损, 可能会导致其上下游企业出现资金链问题, 企业债务违约风险上升。同时, 油价暴跌直接打击了成本较高的美国页岩油企业, 页岩油企业因此面临债务风险, 乃至破产预期。在这种情况下, 金融机构作为主要债权人和大宗商品市场的参与者, 面临资产质量恶化、

金融产品亏损的风险。因此，机构出于流动性风险管理的考虑，大量抛售美股等风险资产，增持现金和安全资产，加速了美债收益率下行。

三是通胀预期大幅下降。疫情冲击或对服务消费、非必需品消费以及服务贸易造成负面影响，而消费和贸易需求的下滑又会传导至终端消费品和大宗商品价格上，压低通胀预期。同时，油价持续大跌也进一步压低了美国通胀预期。从数据上看，自1月20日疫情爆发至3月13日，美国通胀保值国债（TIPS）隐含通胀预期由1.74%以上持续下滑至0.9%。起初下滑还较为缓慢，但2月中下旬海外疫情爆发和3月初油价大跌，则加快了隐含通胀预期的下降（见图2）。

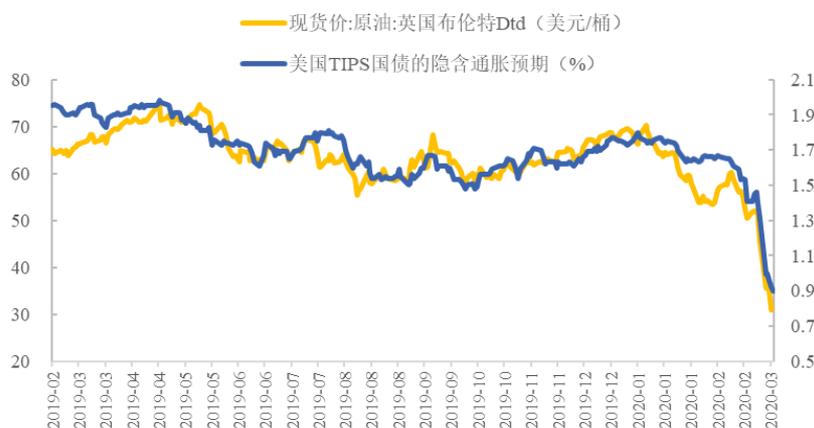


图2 原油价格和 TIPS 国债隐含通胀预期

## （二）美债收益率为何会出现强劲反弹

2020年3月10日起，10年期美债收益率出现了一波较为强势的反弹，周内反弹40bp。促使其反弹的主要因素有以下几个方面：

一是10年期美债收益率过低，部分投资者获利抛售。一方面，考虑到本国货币汇率的变动，外国机构继续增持到期收益率仅为0.5%的10年期美债未必能获得收益；另一方面，当时的Libor隔夜尚在1%以上，10年期美债收益率已明显低于资金成本，投资者选择抛售美债以获得资本利得。

二是部分机构流动性风险上升，避险资产也面临抛售。从3月9日和12日美股两次熔断可以看出，仍有机构面临流动性危机。抛售行为也由风险资产逐步蔓延至避险资产。现货黄金在一周内大幅下跌逾100美元，美债收益率也快速回调。而在美联储累计进行1.5万亿美元逆回购向市场注入流动性以稳定市场之后，

美债收益率上行幅度略有收窄。

三是政策刺激预期上升，部分资金回流风险资产。3月10日，美国总统特朗普发表国会演讲，提出0%的工资税税率，并提到援助页岩油企业等想法。12日，G20协调人会议释放出团结合作信号，以增强市场信心。此外，“美联储观察”显示，美联储3月降息100bp的概率超过80%以上。在上述政策刺激等消息的影响下，市场风险偏好略有修复，部分资金选择回流至风险资产。

### 三、美债收益率中长期或维持低利率水平

展望后市，笔者认为，短期来看，虽然受以上反弹因素的影响，美债收益率出现了大幅反弹，但是，美债收益率不可能长时间趋势性上升。其主要原因在于，利率持续上升会影响股票估值，导致股价下跌，或引发美国经济金融体系一系列负反馈问题。其一，股价下跌会恶化金融机构利润。如果金融机构选择抛售风险资产，将加速美股下跌。其二，股价下跌又会通过财富效应、抵押品价值等渠道影响实体经济，导致企业的风险溢价上升，进一步影响股票估值，同时增加企业的债务风险。当前，美国非金融企业部门杠杆率已处在历史最高水平，已超过危机期间的高点。上市公司借债回购股票，使得公司债务与股票等风险资产价格紧密联系起来，股价下跌会导致企业债务风险上升；也不排除陷入债务风险的企业可能选择抛售风险资产来换取流动性，从而进一步导致风险资产价格下跌、风险溢价上升。

因此，从中长期看，美债收益率大概率会维持在低利率水平，且不排除进入负利率的可能。一方面，新冠肺炎疫情对全球经济的冲击还将持续一段时间，需求短期难以迅速恢复，全球经济衰退风险上升；与此同时，实际利率也面临下行风险，油价大跌切实拉低了通胀预期，美债收益率具有下行动力。另一方面，长期的货币宽松、复杂的杠杆交易、同质化的量化交易和上升的企业债务，使得金融危机后的全球经济金融体系更加脆弱。当前，出于稳定金融市场的需要，美联储会通过降息、逆回购、资产购买计划等多种方式向市场注入流动性，以化解债务风险和流动性风险，引导美债收益率保持在低利率水平，并稳定美股。美联储目前仍不能直接购买企业债和股票，只能通过购买政府债券和MBS来压低利率，

因此，不排除美国将来进入负利率的可能性。然而，如果美债收益率与日本、欧洲等地的国债收益率的利差收窄至较低水平，美元的世界霸主地位又可能会受到影响。北京时间 3 月 16 日，美联储宣布将联邦基准利率降至 0.00%-0.25% 的水平，并宣布将重启量化宽松政策。接下来美联储还会推出何种政策措施，市场各界将保持高度关注。

中国社会科学院世界经济与政治研究所 栾稀

**声明：**本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究组所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。