



美债收益率上行的逻辑解析

联系人 李婷
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点

本轮10年期美债收益率的上行，实际上经历了两阶段。在2月之前，基本是由通胀预期的上涨所驱动；而2月至今主要是由实际利率迅速上涨所驱动的。

当前美债名义收益率仍有较大的上涨空间。预计实际利率仍将是推动美债名义利率上行的主要因素，主要逻辑一是在新一轮刺激和大规模基建计划的推动下，今明两年美国经济增长将明显加速，实际利率水平会继续抬升；二是通胀预期也已经较多计入预期、并且处于高位。

在实际利率水平的抬升推动美债收益上涨的预期下，贵金属价格将继续震荡下行。

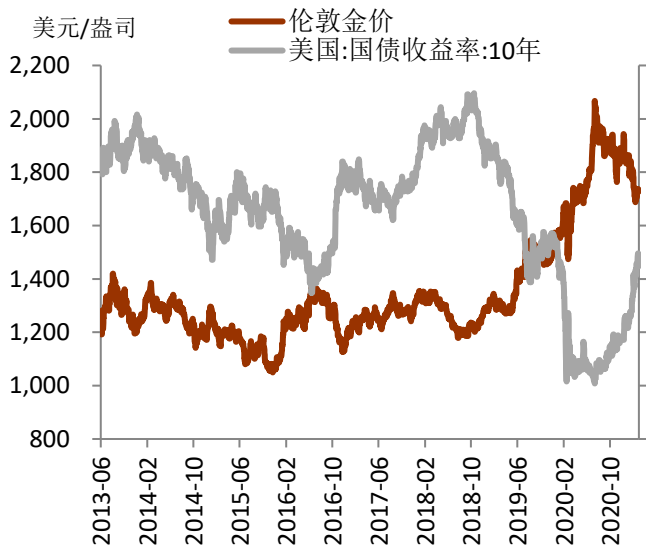
从2020年8月份开始，美国10年期的国债收益率开始止跌回升，于此相对应的是黄金价格的见顶回调。美国国债收益率的持续上涨，是压制贵金属价格的最直接的原因。在此，我们分析试图分析美债收益率上涨的逻辑及其背后的驱动因素，并对其后期走势作出预判。

一、美债收益率上涨的主要原因是通胀预期抬升

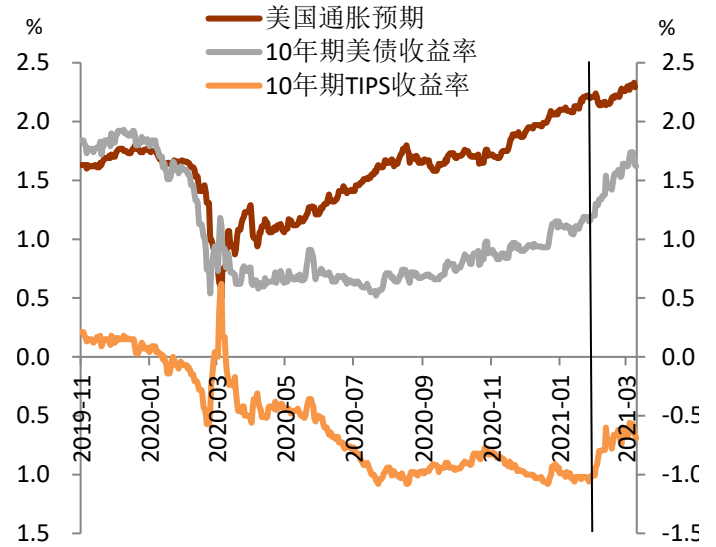
10年期美国国债和10年期的通胀保值债券（TIPS）都是可以在市场自由交易的债券，其对应的到期收益率分别为10年期美债收益率和10年期TIPS收益率，都市场真实交易的债券价格中隐含的收益率。10年期美债收益率被视为名义收益率，是世界上无风险借贷成本最重要的基准之一。而10年期的通胀保值债券（TIPS）是剔除调通胀膨胀因素的10年期国债的收益率，可以理解为美国国债的实际收益率，等同于市场的实际利率水平。10年期国债的名义收益率-10年期TIPS收益率=市场的通胀预期。市场的通胀预期是市场隐含对未来通胀的预判而不是通胀本身。

我们可以看到，10年期美国国债从2010年8月份开始止跌回升，并在今年出现加速上涨，而10年期的TIPS收益率直到今年2月中旬才开始止跌回升。可见，在2020年下半年大部分时间和今年2月份之前，10年期美债的名义收益率主要是受到通胀预期的驱动。即投资者预期通胀会走高，而实际投资回报率不会走高，所以会卖出10年期美国国债而持有10年期的通胀保值债券。

图表1 金价与美国10年期国债收益率负相关



图表2 美国名义利率、实际利率、通胀预期变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

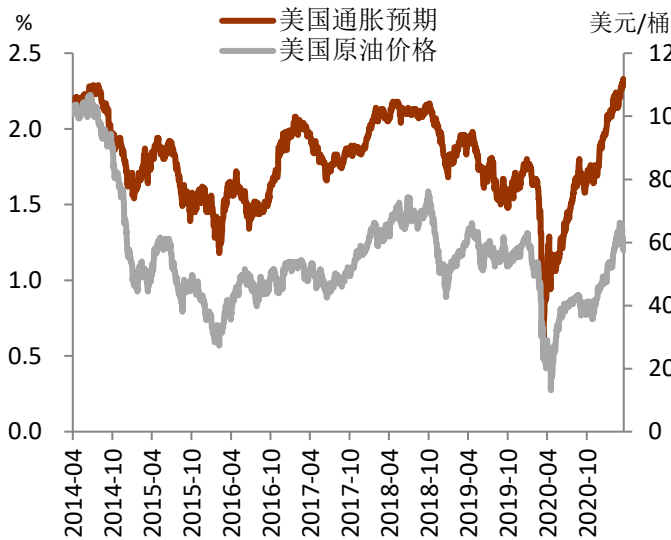
二、通胀预期的抬升主要收受原油价格的影响

那通胀预期主要是受到什么影响呢？我们拟合了多种大宗商品的价格和通胀预期的走势，长期来看，与通胀预期相关性最高的还是原油价格的走势。美国原油期货价格与美国通胀预期走势的相关系数达到0.77。大部分情况下，通胀预期都受到原油价格波动的影响。但油价与实际发生的通胀并不完全匹配，如最新公布的美国2月CPI同比增长1.7%，CPI稳

敬请参阅最后一页免责声明

固上升增速创 13 个月新高，但上升幅度小于预期；但剔除调能源和食品的美国 2 月核心 CPI 同比为增速 1.3%，较 1 月份下降 0.1 个百分点。可见，原油价格的上涨对通胀的传导并不及预期。美联储也一再表示通胀预期的上升是暂时的，并不会因此而过早收紧货币政策。市场的逻辑普遍高估了油价对于实际通胀的影响，但通胀预期与通胀本身并不是很匹配。

图表 3 美国通胀预期与原油价格正相关



图表 4 美国 CPI、核心 CPI 变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

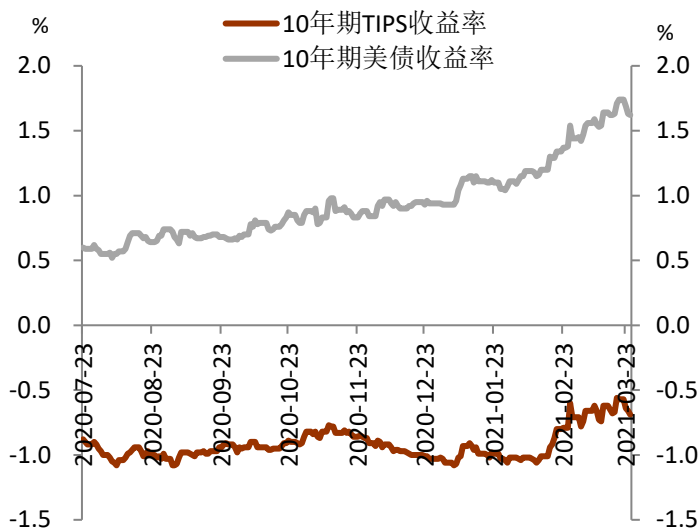
三、近期 10 年期美债收益率抬升受到实际利率走高的影响

在某些时候，美国 10 年期国债收益率并不是受到通胀预期的影响，而是受到其他因素的影响更大。比如，在今年 2 月份之后，10 年期美国国债收益率不断创新高伴随这美国 10 年期 TIPS 收益率的明显抬升，说明是市场的实际利率走高在推升名义利率不断创新高。实际利率的核心驱动力在于扣掉通胀因素后，对于未来实际投资回报率的预期。

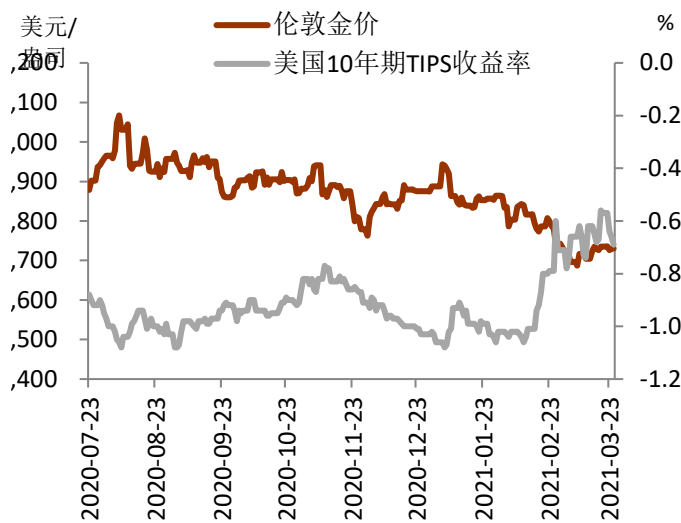
以近期为例，3 月 19 日，10 年期美国国债收益率达到到了 1.74%，为近 14 个月的最高水平。10 年美债利率较 1 月末大幅抬升 45 个基点，其中实际利率抬升 43 个基点，通胀预期则基本维持不变。这说明，投资者在抛售名义债券的同时，也在抛售通胀保值债券，结果呈现为实际利率以与名义利率同样甚至阶段性更快的速度上行，这意味着投资者认为未来实际投资回报率走高使得通胀保值债券也不再具有吸引力。美债实际收益率上涨的驱动因素是市场预期拜登总统的 1.9 万亿财政刺激方案会顺利通过，疫苗接种进展加速，投资者对经济增长的信心进一步加强。

而 10 年期 TIPS 收益率代表的美国实际利率作为全球资产定价的锚，其收益率被用来定价其他数以万亿美元的其他证券。所以，10 年期 TIPS 收益率的反弹也导致了美股和大宗商品市场出现调整和波动。

图表 5 10 年期美债价名义利率与实际利率变化



图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

四、美债收益率仍有上行空间，实际利率抬升将是主因

从历史来看，10 年期美国国债收益率的波动区间的上限在 3% 一线，如此来看，目前处于 1.7% 一线的美债名义收益率仍有较大的上涨空间。

我们预计接下来实际利率将是推动美债名义利率上行的主要因素，主要逻辑是在新一轮刺激和大规模基建计划的推动下，今明两年美国经济增长将明显加速，而通胀预期也已经较多计入预期、并且处于高位。

在实际利率水平的抬升推动美债收益上涨的预期下，贵金属价格将继续震荡下行。

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。