

## 美债收益率大幅攀升 中美利差 收窄下人民币债券走势如何

作者：刁倩 郭 桢

电话：13488659604

邮箱：diaoqian@xinhua.org

编辑：刘 琼

审核：范珊珊

官方网站：[cnfic.com.cn](http://cnfic.com.cn)

客服热线：400-6123115



3月19日美联储表示，补充杠杆率（SLR）的减免措施于3月31日到期后将不获延期。随着SLR豁免政策宣布不再延期，商业银行持债需求下降。短期内美债对金融机构吸引力的下降或推动美债收益率进一步上升。

去年因疫情影响，全球避险情绪攀升，美债收益率快速下跌，中美利差走阔。近期随着美国10年期国债收益率的不断上升，中美利差正不断收窄。随着市场对于美联储提前加息的政策预期有所升高，美债收益率有进一步上行可能。

在我国“不转急弯”的货币政策定调下，流动性充足为国债配置提供了一定支撑；另一方面，即使中美利差有所收窄，但中国国债收益率优势依然突出。从近两个月数据看，人民币债券仍然具有吸引力。但若美债收益率上升到2%-2.5%时，境外机构投资者加仓人民币债券将会比较谨慎。

## 目录

一、美联储不续 SLR 到期，美债收益率大幅攀升 .....	3
二、受去年疫情影响中美利差走阔，今年初以来利差逐渐收窄 .....	4
三、我国货币政策保持正常空间，人民币债券仍具吸引力 .....	5

## 图表目录

图表 1：近年中美 10 年期国债到期收益率走势（%） .....	4
-----------------------------------	---

## 美债收益率大幅攀升 中美利差收窄下人民币债券走势如何

3月19日美联储表示，补充杠杆率（SLR）的减免措施于3月31日到期后将不获延期。随着SLR豁免政策宣布不再延期，商业银行持债需求下降。短期内美债对金融机构吸引力的下降或推动美债收益率进一步上升。

受去年疫情影响，全球避险情绪攀升，美债收益率快速下跌，中美利差走阔。近期随着美国10年期国债收益率的不断上升，中美利差正不断收窄。随着市场对于美联储提前加息的政策预期升高，美债收益率存进一步上行可能。

在我国“不急转弯”的货币政策定调下，流动性充足为国债配置提供了一定支撑；另一方面，即使中美利差有所收窄，但中国国债收益率优势依然突出。从近两个月数据看，人民币债券仍然具有吸引力。但若美债收益率上升到2%-2.5%时，境外机构投资者加仓人民币债券将会比较谨慎。

### 一、美联储不续SLR到期，美债收益率大幅攀升

3月19日美联储表示，补充杠杆率（SLR）的减免措施于3月31日到期后将不获延期。美联储指出，补充杠杆率的减免措施后，计划重新评估SLR，以确保它在高储备环境下仍能发挥作用，相信运行规则到期不会削弱美国国债市场的流动性或造成市场混乱。

该减免措施允许存款机构在计算SLR时不包括美债和准备金，从而增加银行资产负债表的灵活性，银行可以通过购买美国政府债券来扩大资产负债表。2020年4月，美联储宣布暂时修改SLR规定，允许存款机构在计算SLR时不包括美国国债和准备金，从而减轻银行在疫情来袭、客户存款增加时所面临的压力。美国的银行考核压力缓解，信贷发放增加，美债持有规模大幅攀升。

随着SLR豁免政策宣布不再延期，商业银行持债需求下降。而短期内美债对金融机构吸引力的下降或正推动美债收益率进一步上升。目前，美国10年期国债收益率今年以来已经上涨了超80个基点，截至3月19日，10年期美债收益率为1.74%，今年1月14日10年期美债收益率为0.93%。

去年3月初，美国新冠肺炎疫情有蔓延之势。为防止经济衰退，美联储在一个月内祭出金融危机期间的全部工具，并针对性地创造了多项流动性支持工具。资产价格率先作出反应，作为全球风险资产定价之锚，美债国债收益率曲线全面下沉，10年期美国国债收益率一度低至0.5%。零利率和无限宽松助力美股实现“V”型反弹。如今，经济复苏形成一致预期，通胀压力预期明显抬头，政策退出预期已被摆上台面。

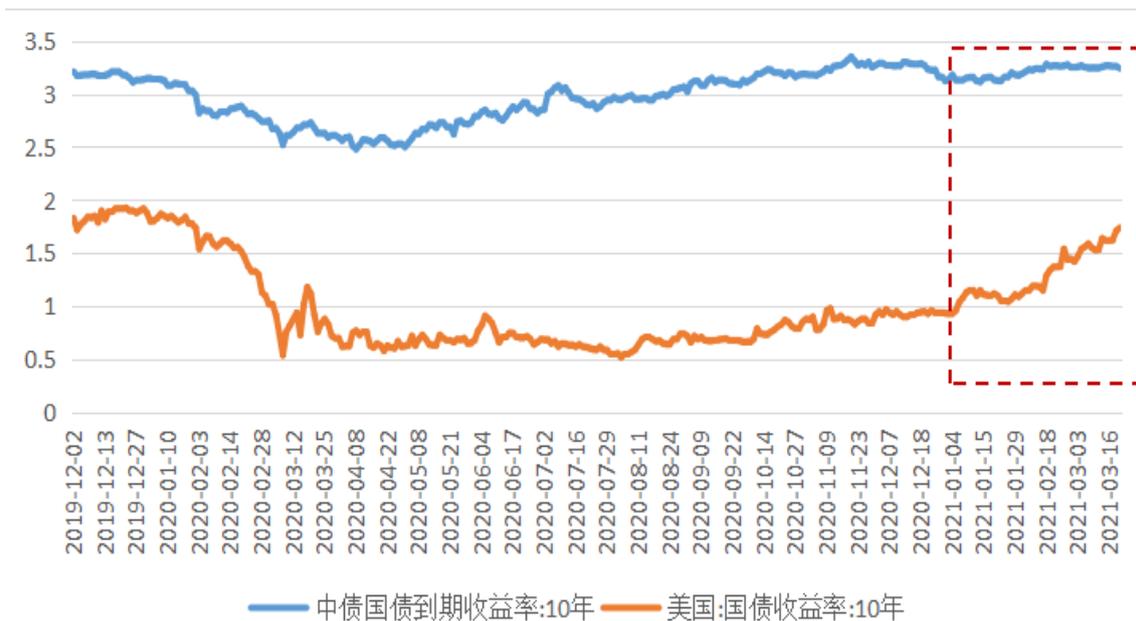
目前，美债收益率的大幅攀升也是美联储默许和可容忍的。美联储票委、里奇蒙德联储主席

巴尔金本周一指出，债券收益率的小幅上升是件好事，市场应该会根据消息进行调整。事实上，美国经济正在变得更加强劲，而且将会更加强劲。巴尔金预计随着经济形势好转，债券收益率将上升。

## 二、受去年疫情影响中美利差走阔，今年初以来利差逐渐收窄

受去年疫情影响，全球避险情绪攀升，美债收益率快速下跌，中美利差走阔。随着中美国债利差不断扩大，中国国债收益率优势突出，人民币债券、新兴市场等股债以及金银成为全球大类资产配置的重点。在2020年间，中美利差多次攀升至240基点以上，最高达到249基点的历史高位。同时，美元指数在2020年末也跌破90，创下近三年以来新低。

图表 1：近年中美 10 年期国债到期收益率走势（%）



来源：新华财经

近期随着美国10年期国债收益率的不断上升，中美利差正不断收窄。自2021年2月以来，美债收益率大幅上升。2月1日，该指标尚在1.09%左右。随着美联储3月议息、以及宣布中止SLR豁免，美国10年期国债收益率目前已经上行突破1.7%，中美利差逐渐收窄。

一般来说，债券价格与流动性较为相关。在经济下行阶段，市场预期央行采取宽松的货币政策，债券牛市开启，债券价格上涨，债券到期收益率下行。而随着经济逐渐复苏，市场预期货币政策收紧，债券牛市结束，债券价格下降，到期收益率上行。

近期市场对于美联储提前加息的政策预期有所升高，美债收益率有进一步上行可能。尽管美联储在3月议息决议宣布维持当前0%-0.25%的利率水平与购债规模不变，但表示了对美国经济强劲复苏的预期。其预计美国2021年国内生产总值将升至6.5%，这高于去年12月预测的4.2%。尽管美

联储目前仍然强调要维持宽松，但将收紧政策的预期有所升高。

在经历过前一轮金融危机的经验教训后，新兴市场的多个主要央行包括巴西、土耳其、俄罗斯已提前收紧货币政策，上周相继宣布加息。在全球经济共振复苏的情况下，尤其是目前欧美数据都显示两者在超预期复苏，各国央行的反应显示了市场并不相信美联储能坚持宽松政策。

### 三、我国货币政策保持正常空间，人民币债券仍具吸引力

目前我国货币政策始终保持在正常区间，工具手段充足，利率水平适中。央行行长易纲3月20日在中国发展高层论坛圆桌会上如是说，并表示，我们需要珍惜和用好正常的货币政策空间，保持政策的连续性、稳定性和可持续性。

央行在2020年四季度货币政策执行报告中称，2020年以来，我国坚持正常货币政策，是少数实施正常货币政策的主要经济体，正常货币政策主要体现在三个方面：一是利率保持在合理区间，没有采取零利率甚至负利率；二是央行资产负债表规模基本稳定，银行货币创造的市场化功能正常有效发挥；三是宏观杠杆率和货币信贷增速远低于2009年应对国际金融危机时期。此前，为应对疫情引发的金融动荡，提振市场信心，美欧等发达经济体推出超宽松的货币政策，我国相对克制。

未来，在“不急转弯”的货币政策定调下，流动性充足为国债配置提供了一定支撑；另一方面，即使中美利差有所收窄，但中国国债收益率优势依然突出。根据瑞银的研究显示，2003年以来，中美利差历史中位数为65基点。剔除美国量化宽松前时期，过去10年，中美利差中位数为133基点。而目前中美利差仍在150基点以上，远高于历史均值。

从近两个月数据看，人民币债券仍然具有吸引力。根据中债登数据显示，境外机构投资者2月债券托管量增加957亿元，截止到2月底，境外机构持有国债总额20,605亿元，首破2万亿元，创纪录新高，持有国债和政策性银行债总额30,475亿元，首破3万亿。但是整体来看，类似去年外资大规模加仓中国债券的浪潮或难再现。中美利差缩窄后，进入中国国债市场的资金可能不会像去年那样汹涌。

业内人士表示，目前美国10年期国债收益率仍在2%以下，若上升到2%-2.5%时，境外机构投资者加仓人民币债券将会比较谨慎。考虑到美国经济复苏尚不稳固、政府债务压力疫情后飙升以及下一步美联储为政府扩张性财政政策融资等问题，2021年美国10年期国债收益率上升幅度将是比较有限的。如果说突破2.0%的概率不能排除的话，该指标在2021年突破2.5%的可能性将是微乎其微。

## 重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。