

经济预测分析

第 9 期

国家信息中心

2021年03月15日

美债收益率飙升—经济周期驱动下的资产价格轮动

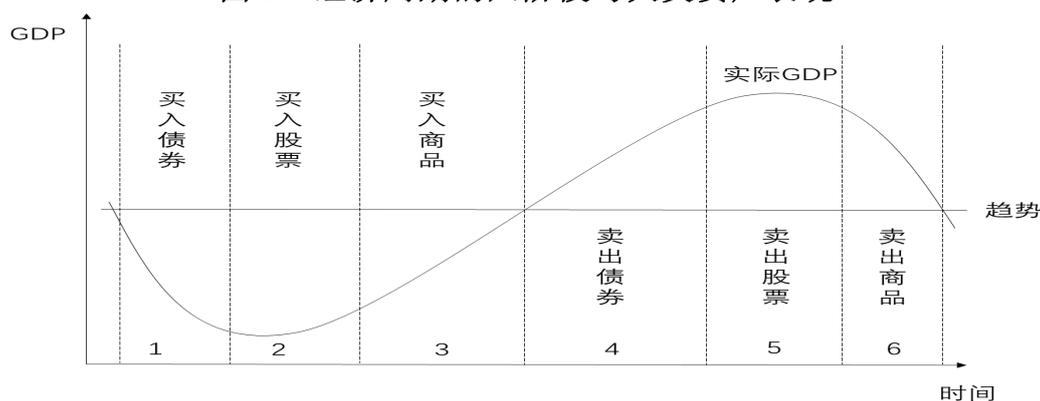
内容摘要：近期，美国国债收益率飙升，引发国际金融市场剧烈波动，这反映出在美国经济从衰退转向复苏的过程中，通胀上升和经济前景改善的预期在不断增强。随着新冠疫情拐点显现，新一轮财政刺激法案落地，美国经济增长有望进一步提速。未来通胀预期将进一步升温，美国国债收益率仍会继续攀升。在美国经济加速复苏、货币政策结束边际放松的情况下，美元未来很可能进入筑底上行阶段，由此将造成一定的人民币贬值和资本外流压力。

近一段时间以来，国际金融市场出现剧烈波动，美欧日等发达国家国债债券收益率集体大幅走高，引发各国股市、大宗商品价格回调，金融市场紧张情绪陡然升温。尤其在2月25日，十年期美国国债收益率从上一日的1.38%飙升至1.54%，盘中更是突破1.6%关口，创2020年2月以来的新高。当日道琼斯工业平均价格指数和纳斯达克指数分别下跌1.75%和3.52%，COMEX黄金期货价格下跌1.6%，衡量市场恐慌程度的VIX指数跳升至28.9。作为全球金融市场的风向标，美国金融市场的变化对研判此轮金融动荡发展趋势具有重要参考意义。

一、经济周期与资产价格轮动

股票、大宗商品以及债券等资产价格的变化与所处的经济周期阶段密切相关。根据“经济周期六阶段”模型¹，伴随经济周期阶段转换，债券、股票、商品依次上涨。其中，债券牛市启动于经济萧条阶段；进入复苏阶段后股票市场开始回暖；当处于繁荣阶段时，商品市场迎来牛市，而债券跌入熊市，股票市场随后也因经济接近拐点开始调整下跌。当进入衰退阶段后，三种资产都陷入熊市。

图1 经济周期的六阶段与大类资产表现



与“经济周期六阶段”模型的阶段划分不尽相同，美国美林证券根据经济周期的四个阶段，将债券、股票、商品、现金等大类资产的

¹ 马丁 J. 普林格，积极型资产配置指南：经济周期分析与六阶段投资时钟，机械工业出版社，2019。

轮动规律进行了总结，提出了美林时钟投资（The Investment Clock）模型。模型一般采用产出缺口和通胀率作为周期阶段转换的划分指标：

在**经济萧条**阶段，经济持续下行，市场需求不足，企业利润下降乃至亏损，股票和商品价格均处于下跌趋势。同时，物价下跌，中央银行为刺激经济放松货币政策，利率走低，有利于推动债券价格上涨。

在**经济复苏**阶段，经济开始企稳反弹，但由于需求仍未完全恢复，通货膨胀率依然较低，企业生产和盈利逐步改善，股票成为最有吸引力的投资选择。

在**经济繁荣**阶段，需求高涨并超过潜在生产能力，导致通货膨胀率上升，现金持有成本增加，而且中央银行加息以平抑过热的经济，债券吸引力降低，股票的配置价值相对较强，大宗商品因旺盛的需求表现最好。

在**经济滞涨（衰退）**阶段，经济增长放缓使企业盈利和股票估值高位回落，股票投资吸引力下降。通胀率变化相对滞后，依然维持在较高水平，中央银行仍难以放松货币政策，债券表现较差。此时，现金成为相对最好的投资资产。

以美国为例，在经济收缩期初期，股票和大宗商品价格往往会出现大幅下跌，债券价格受到避险需求及货币政策宽松预期的支撑，表现要好于股票和商品。比如在 2008 年次贷危机期间，股票和大宗商品价格跌幅均超过 30%，而债券（债券价格与收益率反向变动，因此以国债收益率同比涨幅的相反数代表债券价格变化）反而上涨超过 40%。随着经济逐步自萎缩低谷回升以及进入扩张阶段前期，股票和商品价格随着企业盈利和市场需求的恢复反弹，而且股票牛市先于商品启动，涨幅更大，而债券吸引力下降，因而股票、商品表现要优于债券。比如在本次新冠疫情引发的经济衰退中，伴随美国经济自 2020 年 5 月份重启，道指及大宗商品价格止跌反弹，下半年主要股指均创

出历史新高。同期美国十年期国债价格下跌，收益率上升。所以美国国债收益率的上升自去年下半年后便已经开始，近期飙升只是这一趋势的延续。而且，尽管债券价格在经济走出衰退后通常会出现较为明显的回调，但持续的价格下跌一般出现在经济进入稳定扩张阶段之后。当经济扩张期接近尾声时，长期国债收益率往往走低，长短债券收益率出现“倒挂”（即短期国债收益率超过长期国债），这被视为将发生经济危机的前兆。股票和商品价格的上升趋势也迎来拐点。

图 2 美国经济周期与各类资产表现



数据来源：万得资讯

二、美国经济仍处于周期复苏阶段

2020年，美国经济在疫情的冲击下，结束了二战后最长的扩张周期，出现连续两个季度衰退，一、二季度GDP环比折年分别萎缩5%和31.4%。5月份之后，随着经济活动逐步重启，财政货币政策叠加助力，多项经济指标出现改善，美国经济自衰退谷底逐步反弹，三、四季度GDP环比折年增速达到33.4%和4.1%。但以不变价衡量，截至去年四季度，美国经济仍未恢复到2019年底的水平，依然存在较大的产出缺口。2021年以来美国公布的一系列数据显示，在新冠肺炎疫情阴影的笼罩下，经济出现较为明显的起色，复苏的动能在增强。

一是零售销售大幅增加。消费占美国经济七成以上。在去年12月底美国国会通过约9000亿美元经济纾困法案的刺激下，消费者支

出在继去年 11 月和 12 月疲软后强劲反弹。美国商务部数据显示，1 月份美国零售销售额环比增长 5.3%，远高于市场普遍预期的增长 1.2%。其中，电子产品和家电零售销售额增幅最大，环比增长了 14.7%。家具和家居商店零售销售额也环比攀升了 12%。同时，在线零售销售额环比上涨 11%，受疫情影响最为严重的餐饮业零售销售额也增长了 6.9%。随着美国经济继续摆脱疫情导致的增长放缓，消费者支出有望继续攀升。

二是制造业产出连续四个月增长。美联储数据显示，制造业产出继去年 12 月环比增长 0.9% 后，1 月继续增长 1%。尽管芯片短缺给汽车生产带来压力，但制造业产出仍实现连续第四个月环比增长。同时，ISM 制造业 PMI 指数 2 月升至 60.8，创 2018 年 8 月以来的新高。

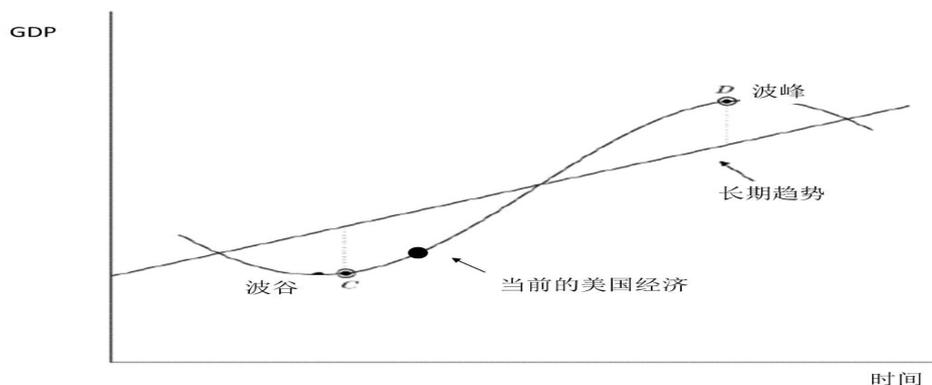
三是通胀预期抬升。由于新冠疫苗大规模接种和拜登政府 1.9 万亿美元财政刺激计划提振了经济前景，美国通胀预期明显升温。纽约联储调查显示，2 月消费者对未来一年的通胀预期中值上升至 3.1%，为 2014 年 7 月以来最高。此次美国国债收益率飙升也反映出了市场对通胀上升的预期。ISM 制造业 PMI 中的物价分项指数 2 月升至 86，创 2008 年次贷危机以来的历史新高。美联储公布的 2 月份会议纪要显示，与会者普遍认为，随着时间推进，通胀将会上升。

四是就业市场复苏滞后。失业率是判断美国经济周期的重要依据。美国劳工部公布的数据显示，2 月份美国失业率为 6.2%，较最高峰时的 14.8%（2020 年 4 月）降幅明显，但仍高于疫情前 3.5% 的水平。而且，截至 2 月 20 日，美国持续申请失业救济人数为 43 万人，仍明显高于疫情前的 17 万人左右。在其他迹象表明经济复苏提速的情况下，就业市场改善相对缓慢。

因此，无论是从需求、供给还是价格、就业看，美国经济仍处于经济周期中的复苏阶段，正朝着潜在经济增长水平回归。所以，此次金融市场波动，反映了在美国经济复苏趋势逐步确认的情况下，投资

者在不同资产之间的再配置。根据历史经验，随着经济从衰退谷底逐步恢复，通货膨胀以及央行货币政策边际收紧的预期上升，债券对投资者的吸引力降低，引发了对债券的抛售，进而导致国债收益率的飙升。同时，债券收益率和通胀上升还将增加企业融资和生产成本，估值偏高、对利率上行敏感的股票面临的回调压力加大。此次以高估值科技股为主的纳斯达克指数下跌幅度显著大于道琼斯工业指数和标普 500 指数跌幅。

图 3 美国经济在本轮经济周期中所处的位置



三、美国经济复苏提速支撑风险资产价格继续走高

随着新冠疫情拐点显现，新一轮财政刺激法案落地，美国经济增长有望进一步提速。

一是新冠肺炎疫情拐点显现。2月以来，美国新增新冠肺炎确诊病例数明显下降，疫苗接种效率也有所提高，冬季疫情的拐点已经出现。美国单日新增病例数已从年初最高时的32万例以上降至5万例以下。根据美国疾控预防中心的数据，截止3月4日，美国已有5400万人接种了至少一剂新冠肺炎疫苗。受新增病例数减少和病毒检测阳性率下降影响，美国部分州已放松封锁限制，例如加州已经解除居家令，纽约市开始有限度地开放室内用餐。

二是新一轮财政刺激法案落地。美国政府此前已出台多轮经济救

助计划应对疫情影响。3月11日，美国总统拜登签署了1.9万亿美元规模的经济纾困法案，其中包含了向符合规定的美国民众发放每人1400美元补助，为新冠疫苗接种计划注资140亿美元，为各州和地方政府提供3500亿美元的预算补贴等内容。随着法案落地，将对美国经济复苏起到进一步的刺激作用。

三是美联储货币政策年内将继续保持宽松。尽管通胀预期上升，但美国通胀率依然较为温和。美联储关注的核心个人消费支出(PCE)物价指数1月环比增长0.3%，同比增长1.5%，同比增幅仍低于2%的目标。同时，美联储主席鲍威尔在国会证词中也强调，目前美国经济还没有步入正轨，美联储的债券购买计划将会维持现在的速度，直到实际数据显示美国经济接近通胀、就业目标数据。因此，在美国经济出现实质性改善（即通胀持续超过2%）或者失业率显著降低的情况之前，美联储仍将维持当前的货币政策宽松力度。

因此，年内美国经济复苏将步入提速阶段。路透社的一项调查显示，基于拜登政府拟议的财政一揽子计划有助于提振经济活动，预计美国经济将在一年内恢复到疫情前的水平，但失业率可能需要一年多的时间才能降至2020年初的水平。《华尔街日报》最新调查显示，受调查经济学家平均预计今年美国GDP将增长近4.9%，年底的平均失业率为5.3%。

根据经济周期与资产价格间的关系，由于通胀预期上升，固定收益资产吸引力降低，未来美国国债收益率在经历一定回调后将继续攀升。同时，伴随着经济向潜在增长水平回归，通胀率反弹，美联储收紧货币政策的预期也将增强，高估值资产价格将面临更大调整压力，下半年金融市场或将出现更大波动。

四、未来我国将面临一定人民币贬值及资本外流压力

美债收益率波动将通过改变中美利差进而对人民币汇率及跨境

资本流动产生影响。根据历史经验，美债收益率上升将使内外利差缩小，促使资本回流美国并引发美元升值。美元指数今年年初最低降至90点以下，近期反弹至92点以上。在美国经济加速复苏、货币政策结束边际放松的情况下，美元未来很可能进入筑底上行的阶段，由此将给全球尤其是新兴市场国家货币汇率和资本流动造成压力。

对我国来说，美元升值一是加大人民币对美元的贬值压力。比如2014年下半年美元走强后，人民币对美元贬值预期明显提升，美元兑人民币汇率从接近6:1上升至近7:1。二是加剧资本外流风险。我国近年来跨境资金流动的双向波动与美元走势具有较强的相关性。2015—2016年人民币对美元贬值期间，我国证券投资账户出现连续5个季度资本外流。三是加重企业美元债务成本。受益于美联储量化宽松政策带来融资成本下滑以及美元持续贬值，我国企业在美元市场融资的规模较快攀升。据花旗银行统计，2020年中国发行人海外发债创历史新高，占亚洲发行量的比例提升到65%，到达2200亿美元。如果美元走强及人民币贬值压力提升，我国企业的海外偿债负担也将明显加重。

综合来看，美元走强除加大人民币汇率波动和资本外流压力外，还可能造成国际金融市场动荡和部分国家风险上升，将通过贸易、资本和市场信心等途径对国内经济造成一定不利影响。对此，应加强对国际金融市场及跨境资本流动的跟踪监测，保持货币政策灵活性，稳定人民币汇率预期。引导企业有序降低美元债务，合理利用外汇市场工具规避汇率波动风险。

（执笔：赵硕刚）

编辑部地址：北京三里河路58号国家信息中心预测部
联系电话：68557142, 68557122
电子邮箱：gxfx@sic.gov.cn

邮编：100045
传真：68558210