

美联储收益率曲线控制的影响

美联储研究系列之一

核心结论

收益率曲线控制 (yield curve control)，是一种非常规的货币政策工具。即央行通过购买债券，将特定期限的债券的收益率控制在一定水平。例如，假设美联储宣布一定期限的国债收益率的目标水平，那么未来美联储将会购买该期限的所有高于此目标利率水平的债券。收益率曲线控制和量化宽松两个政策工具都涉及购买债券，但区别是前者重在控制价格，后者重在控制购买数量。

美国、日本和澳大利亚都采用过收益率曲线控制。1) 美国：二战时期财政部大量发行国债以筹集军费，同时美联储开始对美国国债的收益率曲线进行控制。美联储成为最后信用担保人，市场风险偏好提升，投资者追逐风险资产，美国股市在1942年至1951年之间累计上涨超过150%，同时美股的市盈率也从1942年的7.7倍上升到了1946年的22.8倍。2) 日本：2016年9月宣布开始对10年期日本国债实行收益率曲线控制。一方面，日本央行通过QE放缓扩表速度，另一方面日本债券收益率的波动性明显下降。3) 澳大利亚：今年3月开始实行收益率曲线控制，把3年期澳大利亚政府债券收益率目标水平定在0.25%左右；而经济条件相似的新西兰选择了量化宽松QE。但澳大利亚通过收益率曲线控制也达到了政策宽松的目的，同时提振了市场风险偏好。2020Q2澳大利亚和新西兰股指均上涨16%。

我们认为，美联储很有可能会在下半年实施收益率曲线控制。我们判断收益率曲线控制主要有五个影响。1) 收益率曲线控制可以部分代替量化宽松，稳定市场利率的同时又减轻了美联储大幅扩表的负担。2) 美债的波动性将会大幅下降，同时由于央行设定了目标利率水平，因此长债收益率有了天花板，也就钉住了中美利差。目前中美长债利差超过200个基点，居于历史高位，因此减弱了未来中债收益率的上行风险，与低波动的美债相比，中债更加受到债券投资者的青睐。3) 提高美股估值，有利于美股的表现，考虑到A股与美股的市盈率的差距，低估值的A股将会更具吸引力。4) 收益率曲线控制将会引导长端利率下行，稳定利率的预期传导至私人信贷部门，企业融资成本下降，因此有助于刺激实体经济的恢复。5) 收益率曲线控制的潜在风险是通胀大幅上行，但在今年经济衰退的背景下通缩压力大于通胀，因此目前高通胀不会成为制约美联储采取收益率曲线控制的关键因素。

风险提示：政策不及预期。

分析师

熊雅梅 S0800518080002
luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

张育浩
13391178978
zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
陶冷
15000831636
taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

美联储今年使用收益率曲线控制的概率上升

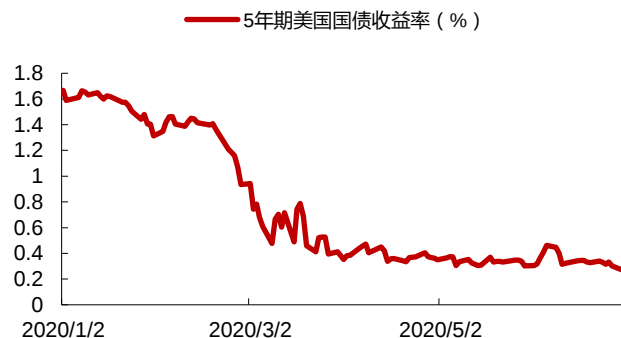
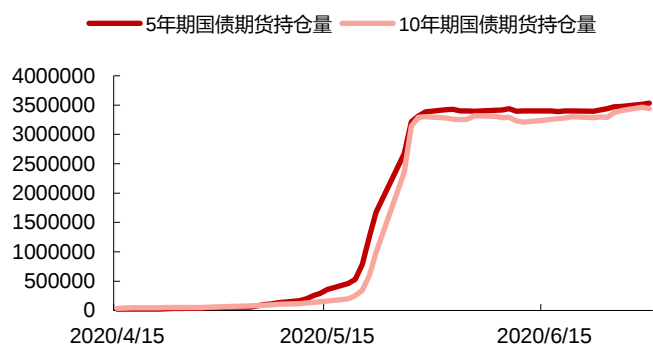
收益率曲线控制 (yield curve control)，即央行通过购买债券，将特定期限的债券的收益率操控在一定水平。例如，假设美联储宣布一定期限的国债收益率的目标水平(例如 50 个基点)，那么未来美联储将会购买该期限的所有高于此目标利率水平的债券。

收益率曲线控制和量化宽松两个政策工具都涉及购买债券，但区别是前者重在控制价格，后者重在控制购买数量。一旦美联储宣布以某个利率水平控制利率，相当于宣布给市场一个利率看跌期权。如果市场投资者相信央行在实施收益率曲线控制后可以盯住汇率，那么在实际操作中，央行就不需要像量化宽松一样购买大量的债券。收益率曲线控制不会像完全量化宽松那样提供更多的增量刺激，但是它将有效地限制长期利率的上升，并有助于确保前瞻性指导向市场有效传递，还可以限制货币供应的增长。此外，利率的稳定也将有助于降低抵押贷款利率和公司债券收益率。

目前市场投资者对美联储采用收益率曲线控制的预期不断上升。由于巨量的货币和财政政策刺激，美联储扩表速度逐渐放缓，大量国债供给可能会推高长期利率，市场投资者对美联储实施收益率曲线控制的期望越来越高。根据彭博对部分经济学家的调查，受访者中超过一半的人认为美联储将会实施收益率曲线控制，多数人预计美联储将在 9 月议息会议宣布。美国 5 年和 10 年期国债期货 (2020 年 9 月交割) 的持仓量从 5 月 20 日开始快速上升，目前达到了 350 万份左右，依旧保持高位。根据彭博数据显示，美国 5 年期国债收益率在 2020/6/29 达到了历史最低点 0.2736%。

图 1：美国国债期货持仓量 (份)

图 2：美国 5 年期国债收益率



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

除此之外，6 月美国疫情的二次爆发拖累了美国经济复苏的速度。目前已至少有 18 个州的州长宣布了相应的暂停措施，推迟了进一步的重启计划。虽然美国 6 月失业率已经连续两个月下降至 11.1%，但仍然是历史高位。

表 1：美国各州暂停计划梳理

时间	宣布暂停的地区	措施
2020/6/11	犹他州	暂停目前重启计划
2020/6/11	俄勒冈州	暂停重启计划 7 天
2020/6/15	内华达州	暂缓进入该州第三阶段的计划
2020/6/22	路易斯安那州	延长该州第二阶段 28 天

2020/6/23	密歇根州	暂缓进入该州第五阶段的计划
2020/6/24	北卡罗来纳州	暂停目前重启计划 3 周
2020/6/25	新墨西哥州	暂停重启计划至少一周
2020/6/25	特拉华州	暂缓进入该州第三阶段的计划
2020/6/25	佛罗里达州	暂缓进入该州第三阶段的计划
2020/6/25	德克萨斯州	暂停目前重启计划
2020/6/26	阿肯色州	暂停目前重启计划
2020/6/27	华盛顿州	暂缓进入该州第四阶段的计划
2020/6/29	新泽西州	推迟开放餐厅室内用餐的计划
2020/6/29	纽约州	推迟开放餐厅室内用餐的计划
2020/6/29	怀俄明州	暂停目前重启计划
2020/6/29	加利福尼亚州	关闭部分疫情比较严重的县的酒吧
2020/6/30	亚利桑那州	宣布酒吧, 体育馆, 水上乐园和电影院关闭 30 天, 同时暂停进一步开放计划
2020/6/30	阿拉巴马州	延长建议居民待在家的行政命令至 7 月底

资料来源: 公开资料整理, 西部证券研发中心

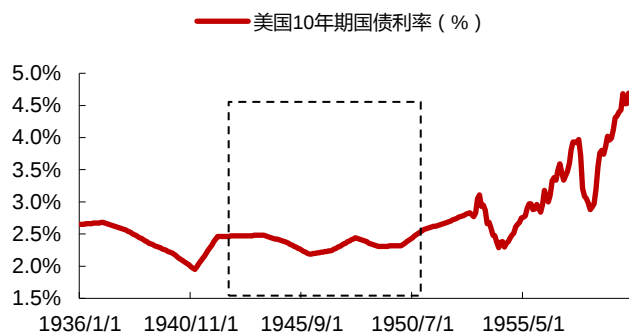
历史经验

美国在 1942 年-1951 年曾采用过收益率曲线控制。二战时期, 美国财政部大量发行国债以筹集军费, 同时美联储开始对美国国债的收益率曲线进行控制, 短债利率在 0.375% 以内, 长债利率在 2.5% 以内。

由于美联储采取了收益率曲线控制, 无限量地购买所有超过目标利率水平的债券, 美联储成为了最后信用担保人, 市场风险偏好提升, 投资者追逐风险资产, 美国股市在 1942 年至 1951 年之间大幅上涨。在实施收益率曲线控制的前期, 也就是 1942 年-1946 年, 美股的市盈率从 7.7 倍上升到了 22.8 倍。

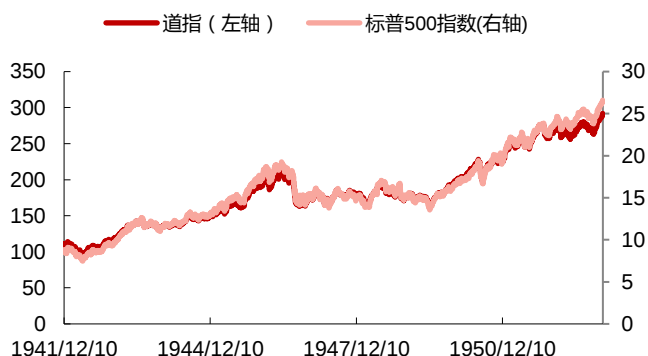
在收益率曲线控制下, 美联储通过大量购买债券, 从而向市场投放了大量货币。1945 年战争结束, 经济迅速恢复, 同时由于价格管制被解除、马歇尔计划带来的欧洲需求攀升, 通胀上行, 美国 CPI 从 1946 年开始上升, 最高到 1947 年 3 月达到了 19.7%。

图 3: 1942-1951 年美债 10 年期收益率稳定在 2.5% 以内



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

图 4: 1942-1951 年美国股市大涨



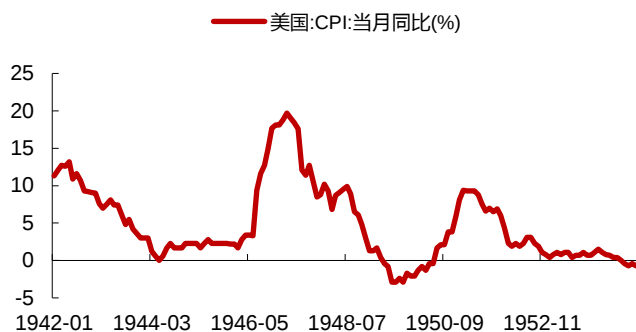
资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

图 5：收益率曲线控制初期提升了股市的估值水平



资料来源：Macrotrends，西部证券研发中心

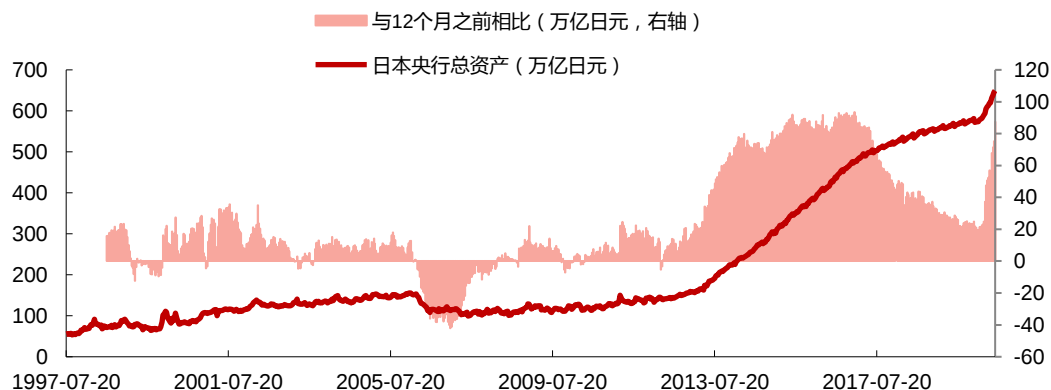
图 6：战后美国通胀大幅上行



资料来源：WIND，西部证券研发中心

日本央行在 2016 年 9 月宣布开始对 10 年期日本国债实行收益率曲线控制，并扩大货币基础供应直至 CPI 超过 2% 的价格稳定目标。同时，日本央行宣布仍然维持每年 80 万亿日元国债购买速度不变。但实际上，由于收益率曲线控制已经达到了稳定利率的目标，因此日本央行在 2019 年中仅购买了 20 万亿日元资产，与 2016 年相比大幅下降。

图 7：日本央行总资产



资料来源：WIND，西部证券研发中心

收益率曲线控制降低了债券收益率的波动性。2016 年 9 月日本央行最初设定 10 年期日本国债收益率接近于 0%（ ± 10 个基点）。随后 10 年国债收益率并未超过 0.1%，但波动性与以前相比明显下降，在接下来的两年都维持在 0-0.1% 之间。2018 年 7 月日本央行将 10 年期国债收益率波动区间扩大至 ± 20 个基点，波动性有所回升，但仍不及实施收益率曲线控制之前的波动性。

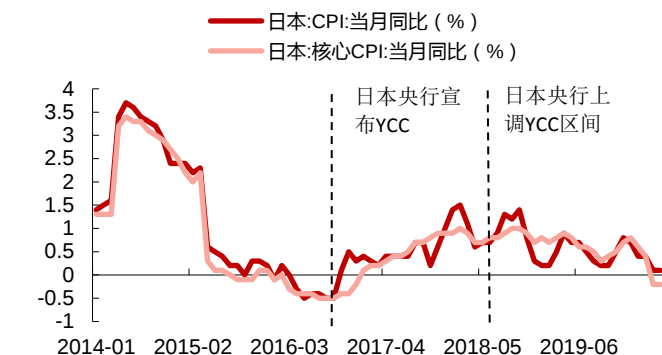
日本在 2016 年实施收益率曲线控制后，物价水平由通缩转向通胀，CPI 上行，但日本一直没有达到 2% 的通胀目标，因此收益率曲线控制作为一个货币政策工具，并不能从根本上改变日本低通胀的困境。近几个月来，核心通胀率一直在接近 0.5% 的水平，一直没有达到日本央行最初设定的 2% 的目标。

图 8：日本 10 年期国债收益率



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 9：日本通胀水平



资料来源：WIND，西部证券研发中心

2020年3月澳大利亚宣布实行降息与收益率曲线控制，把3年期澳大利亚政府债券收益率目标水平定在0.25%左右；而同样降息至0.25%的新西兰选择了量化宽松QE。钉住了三年期国债利率后，澳大利亚的10年长债利率波动性明显下降。2020Q2澳大利亚的10年期国债收益率累计上行8.9个基点，而新西兰的10年期国债收益率下行18.1个基点。

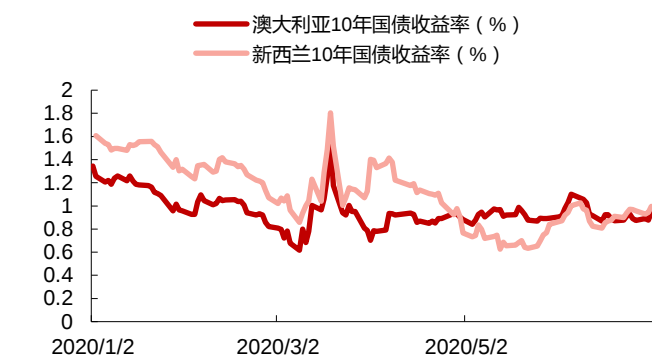
收益率曲线控制部分代替了量化宽松的购债，也达到了宽松目的，提振了市场风偏。2020Q2，澳大利亚和新西兰股指分别上涨16.17%、16.89%。在宽松政策刺激下，两国股市均有不错的回报。

图 10：澳大利亚 3 年期国债收益率



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 11：澳大利亚和新西兰 10 年期国债收益率



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

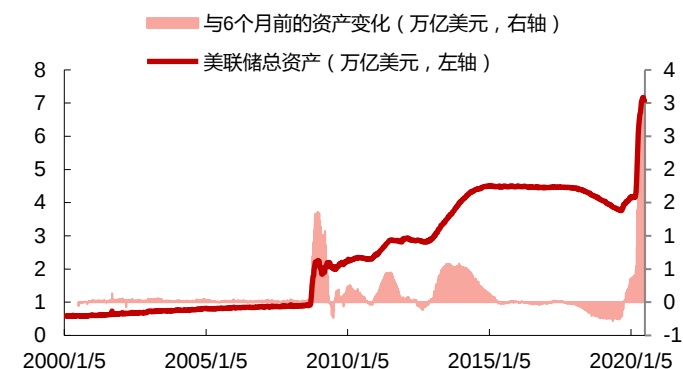
核心结论

我们认为，美联储很有可能会在下半年实施收益率曲线控制。我们判断收益率曲线控制主要有五个影响。

1) 收益率曲线控制可以部分代替量化宽松，稳定市场利率的同时又减轻了美联储大幅扩表的

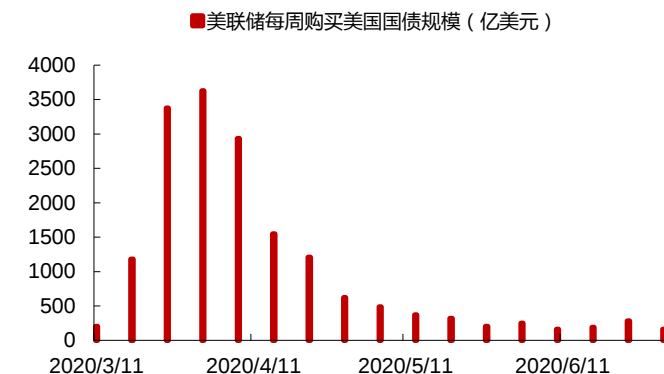
负担。目前美联储的总资产已扩大至 7 万亿美元，较 3 月 18 日当周增加了 2.34 万亿美元，其中美联储从 3 月底至今购买了 1.57 万亿美元的美国国债，但每周的购债速度已经从千亿规模下降至百亿规模。

图 12：美联储总资产变化



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

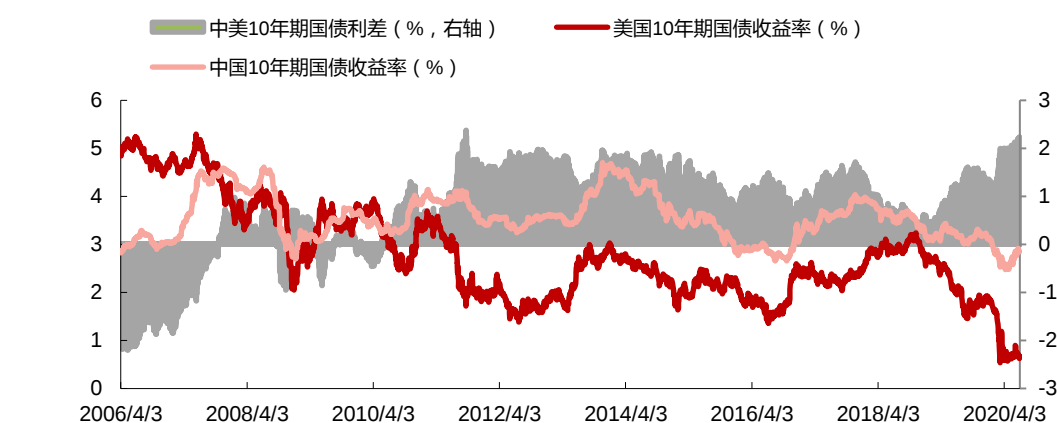
图 13：美联储每周购买美国国债规模



资料来源：WIND，西部证券研发中心

2) 美债的波动性将会大幅下降，同时由于央行设定了目标利率水平，因此长债收益率有了天花板，也就钉住了中美利差。目前中美长债利差超过 200 个基点，居于历史高位，因此减弱了未来中债收益率的上行风险，与低波动的美债相比，中债更加受到债券投资者的青睐。

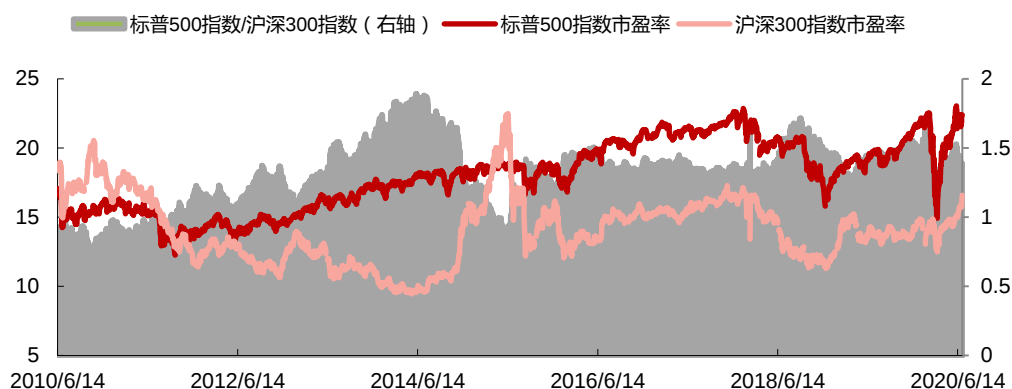
图 14：当前中美 10 年期国债利差处于历史高位



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

3) 提高美股估值，有利于美股的表现，考虑到 A 股与美股的市盈率的差距，低估值的 A 股将会更具吸引力。根据 Bloomberg，标普 500 指数的当前市盈率为 22.4 倍，大约是沪深 300 指数的 1.5 倍，并且比值处于最近十年的高位。

图 15: A 股估值明显低于美股

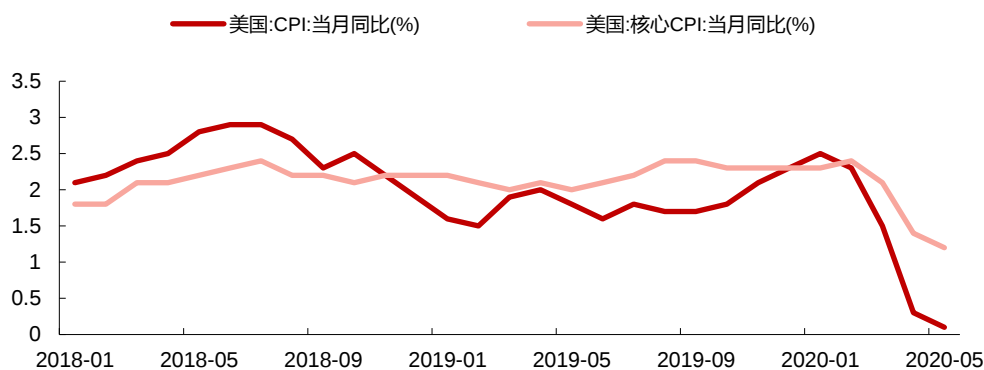


资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

4) 收益率曲线控制将会引导长端利率下行，稳定利率的预期传导至私人信贷部门，企业融资成本下降，因此有助于刺激实体经济的恢复。

5) 收益率曲线控制的潜在风险是通胀大幅上行，但在今年经济衰退的背景下，目前通缩压力大于通胀，因此目前高通胀不会成为制约美联储采取收益率曲线控制的因素。

图 16: 美国通货膨胀水平



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐 青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李 佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷 蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李 思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈 妙	上海	高级机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱 丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪 欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎 越	上海	机构销售	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程 琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
张 帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓 洁	深圳	机构销售	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
李 文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高 飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
魏 彤	北京	机构销售	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。