

### 美联储加息周期临近能否推动长期利率走高？

自 1990 年以来，美国共经历了三次加息周期（1994 年、1999 年、2004 年）。通过三次加息周期中美国 10 年期国债收益率表现可以看出：1）国债收益率在美联储宣布加息之前已提前有所反应，但三次周期中反应提前时间有所变化；2）首次加息对于国债收益率提升作用逐次减弱；3）进入加息周期后，加息对于国债收益率影响力逐次减弱。4）期限利差在加息周期中收窄。

在最近一轮（2004 年）加息周期中，长端利率在整个周期的大部分时间不升反降，这被称之为“美国长期利率低水平之谜”。我们认为“美国长期利率低水平之谜”的出现是个渐变的过程，三次加息周期中美国国债的表现即向我们展示了美国货币政策传导机制逐步失效，短端利率无法有效传导到长端利率的完整演变图景。

本轮加息周期与 1999 年和 2004 年情形更具相似之处。1）宏观数据方面，美国经济均处于增速稳定，下行风险降低；2）产业政策方面，美国政策再次强化“制造业复兴”战略；3）货币政策方面，美国均经历了长时间的超低利率环境。这些所共有的且较之程度更深的共同点可能意味着当前美国货币政策传导机制失效更为严重。

从以下四个维度判断，美联储货币政策转向难以大幅提振美债收益率：1）短期数据显示，自 2014 年初美联储启动退出 QE 开始，10 年期国债到期收益率持续走低；2）长周期来看，美国国债收益率处于三十年下行通道中；3）从需求端看，美国经济复苏的强大内生动力将使美国市场流动性更多地获得外部资金支持；4）从供给端看，美国财政赤字正在接近十年最低水平，国债发行压力减弱。我们认为，本轮加息周期中，美国国债收益率可能难现陡升，

第一轮加息美国国债收益率目标值指向 3.5%，后期走势将取决于美联储加息的幅度与节奏。市场所普遍押注的加息带来美债长期大熊市将面临极大证伪风险。

美联储 6 月份会议纪要表示，在当前的经济复苏节奏下，美联储将在今年 10 月份结束 QE。由此市场议论的焦点转向“何时加息”以及“如何加息”。8 月 6 日，美国达拉斯联储主席费舍尔（Richard Fisher）表示，如果经济持续改善，美联储未来加息时点有望比他本人和其他美联储成员估计的 2015 年 6 月份更早。

在美国加息周期启动之前，美国国债收益率将会率先发生变化，大类资产价格会发生显著变化。本篇报告首先回顾 1990 年代以来历次美联储首次上调联邦基金利率的情景，然后分析三次加息周期中美国国债的表现以及其后的逻辑，接着比较当前与此前三次加息周期中美国宏观环境的异同，最后判断此轮加息后美国国债可能的走势。

## 一、1990 年以来美国三次加息周期国债表现回顾

自 1990 年以来，美国共经历了三次加息周期，三次加息周期中美联储首次上调联邦基金利率时间分别为 1994 年 2 月、1999 年 6 月、2004 年 6 月：

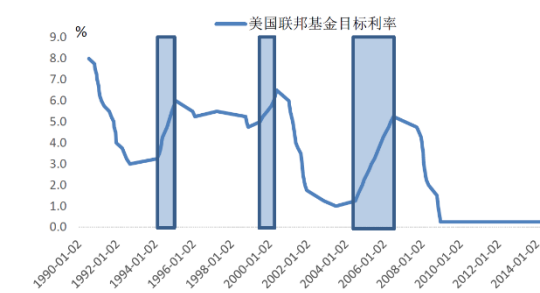
1、1994 年 2 月：1994 年 2 月，FOMC 委员担忧未来通胀率的上升以及接近零的短期实际利率，委员会希望通过加息释放“反通胀决心”信号以此抑制通胀预期。在美联储的压力下，联邦基金目标利率首次上升由 3% 上升到 3.25%，升幅为 25 个基点。经过连续 7 次加息，在 2005 年 2 月联储基金目标利率到达此轮升息周期峰值 6%，累计加息 300 基点。

2、1999 年 6 月：1997-1998 年这段时期强劲的无通胀增长被解释为新技术的应用提

高了生产力，并加速资本投资的“新范式”，尽管美联储对经济增长采取了极度容忍的态度，但 1999 年 6 月美联储开始提高联邦基金利率，由 4.75% 升至 5%，升幅 25 个基点。美联储对此解释为为应对早前金融市场失灵而减息后，随着市场的复苏回调至正常水平的举动。经过连续 6 次加息，在 2000 年 5 月达到了 6.5% 峰值，累计加息 175 个基点。

3、2004 年 6 月：2004 年年中，联邦基金利率已降至 1%。在 2002 年和 2003 年两年，扣除通胀因素后美元基准利率实际上已经连续两年为负了。美联储认为这一利率将会对经济状况产生不恰当刺激，而 2003 年全年产出和就业处于持续增长状态，这促使美联储在 2004 年 6 月将联邦目标利率由 1% 上调到 1.25%，幅度 25 个基点，此后连续 17 次每次 25 个基点利率上调，到 2006 年 6 月达到 5.25%，累计加息 425 个基点。

【图 1】1990 年以来美国经历三次加息周期



数据来源：WIND、壹财研究

我们选取了 1 年期和 10 年期国债在加息周期中的表现作为考察对象，如图 2 所示，可以看出 1990 年以来，美国短期国债收益率的走势与联邦基金目标利率保持高度一致，而长期国债收益率在历次加息周期中的表现有所不同

【图 2】三次加息周期中美国国债到期收益率表现



如图 3 所示，以美联储历次加息周期中首次加息为原点，考察 10 年期国债到期收益率在加息前后的变化，根据 3 次加息周期历时为 1-2 年，我们选取了 3 次加息周期首次加息时点前 12 个月和之后 24 个月作为观察区间，可以看出：

1) 10 年期国债收益率在美联储宣布加息之前已提前有所反应，但三次加息国债反应提前时间有所变化。1994 年国债收益率提前 4 个月开始上升，至首次加息时已上升了约 64 个基点；1999 年国债收益率提前 8 个月开始上升，至首次加息时已上升约 137 个基点；2004 年国债收益率提前 3 个月开始上升，至首次加息时已上升约 90 个基点。

【表 1】10 年期国债收益率对加息提前反应时间

加息周期	提前时间	国债收益率上升幅度（基点）
1994 年	4 个月	64
1999 年	8 个月	137
2004 年	3 个月	90

数据来源：壹财研究

2) 首次加息对于国债收益率提升作用逐次减弱。三次加息周期中，首次加息距离下次加息时间跨度均接近 2 个月，每次升息的幅度均为 25 个基点。我们考察了每次升息周期中，美联储首次宣布升息至下次升息之间时间段 10 年期国债收益率的表现。

1994 年 2 月首次加息后，10 年期国债收益率上升 50 个基点；1999 年 6 月首次加息后，10 年期国债收益率仅上升 4 个基点；2004 年 6 月首次加息后，10 年期国债收益率下降 30 个

基点。

【表 2】首次升息后 10 年期国债收益率上升幅度

加息周期	首次升息幅度（基点）	国债收益率上升幅度（基点）
1994 年	25	50
1999 年	25	4
2004 年	25	-30

数据来源：壹财研究

3) 进入加息周期后，加息对于国债收益率影响力逐次减弱。这种影响力的减弱表现在两个方面：一是加息周期中国债收益率最大上升幅度逐次减小，二是加息发力而国债收益率上升的时点逐次延后。

1994 年周期中随着首次加息开始，国债收益率便开始加速上升，到 2004 年 11 月随着升

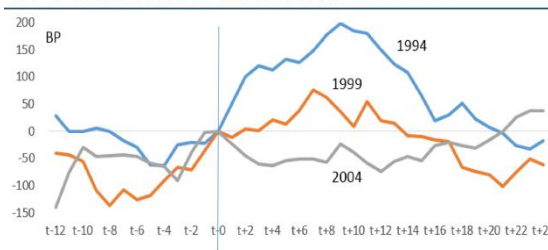
【表 3】加息对于国债收益率影响逐次减弱

加息周期	加息发力时点	加息幅度（基点）	国债收益率最高升幅（基点）	峰值时点
1994 年	首次加息	300	198	周期后期
1999 年	5 个月	175	76	周期中期
2004 年	12 个月	425	40	周期终点

数据来源：壹财研究

息周期接近尾声，国债收益率上升 198 个基点达到该次加息周期的最高点；1999 年周期中直到首次加息 5 个月后国债收益率才开始加速上升，到升息周期中期即 2000 年 1 月，国债收益率上升约 76 个基点达到该加息周期最高点；2004 年升值周期中，国债收益率一直下行，到 2005 年 6 月国债收益率下降 73 个基点达到最

【图 3】三次加息周期中美国 10 年期国债收益率变化



数据来源：WIND，壹财研究

低值，此后开始缓慢上升，06 年 6 月在升值周期结束时，10 年期国债收益率达到高点，此时比首次升息时上升了约 40 个基点。

4) 期限利差在加息周期中收窄。我们选取 10 年期国债和 1 年期国债利差作为考察对

象，其中 1994 年加息周期中美联储加息 300 基点，利差收窄 134 个基点；1999 年加息周期中美联储加息 175 个基点，利差收窄 69 个基点；2004 年加息周期中美联储加息 425 个基点，利差收窄 267 个基点。实际上利差收窄在首次加息宣布之前就已经发生，例如 1994 年与 2004 年加息周期的情况。

【图 4】期限利差在加息周期中收窄



数据来源：WTND，奇财研究

## 二、美国货币政策传导机制失效：短端利率无法有效传导到长端利率

在格林斯潘年代，联储基准利率工具效应对全球经济活动起着举足轻重的作用，美联储每轮加息周期均引发了新兴市场危机，联邦基金目标利率对世界经济影响力可见一斑。然而，对比美联储以上三个加息周期，我们发现政策利率对于市场利率的影响逐步减弱。

尤其在最近一轮 2004 年加息周期中，美联储基准利率经历了 13 次升息，但是长期利率在整个周期的大部分时间处于下降的态势，这给人留下了深刻印象，这被时任美联储主席的格林斯潘称之为“美国长期利率低水平之谜（conundrum）”。根据三次加息周期中加息对于国债收益率影响的逐次减弱，我们认为“美国长期利率低水平之谜”的出现背后是一个渐变的过程，即美国货币政策传导机制逐步失效，短端利率无法有效传导到长端利率。

2004 年 6 月发生的长期国债收益率与基准利率的背离表明作为货币政策操作中介目标的长期利率没有与操作目标之间发生联动

关系，操作目标和中介目标传导链条的断开使得央行无法通过采取货币政策达到目标，或者说以往的其他层次和种类的市场利率与联邦基金利率之间的比价关系、作用链条已经钝化甚至断裂，由此即可理解为美国货币政策传导机制的失效。

时任美联储主席的伯南克在 2006 年指出，导致“美国长期利率低水平之谜”的原因包括美国长期债券供应不足、美国养老基金对长期债券需求强劲，还包括全球储蓄大量过剩，而这又是很多国家储蓄偏高和投资需求疲软共同作用结果，此外，美国经济增长率和通胀率波动性降低，投资者可能并不需要为利率可能发生的意外变动做过多缓冲准备。

总体来看，伯南克所指出的种种原因均表明，“美国长期利率水平之谜”是一个长期演化出来的结果，并非是偶然现象。我们认为其所反映的美国货币政策传导机制失效在一段时期内将继续存在并可能进一步恶化，实际上 1999 年加息周期中美国国债收益率变化较 1994 年周期中反应更为温和，直至 2004 年“美国长期利率低水平之谜”的出现，这已经向我们揭示了美国货币政策由弱化走向失效的演变图景。

## 三、本轮加息周期与 1999 年和 2004 年情形更具相似之处

当前市场最为关注的焦点问题是本轮加息后市场利率如何变化。通过考察以上三次加息周期中首次加息时主要宏观指标以及基本面整体情况，我们认为目前的情况与 1999 年和 2004 年的情形更具相似之处，主要表现在以下三个方面：

1、宏观数据方面，美国经济均处于增速稳定，下行风险降低。自 11 年 3 季度以来美国经济增长呈现加速态势，最近发布的 2 季度各项经济数据一扫 1 季度的颓势，进一步确认



了美国经济向好形势，此外美股自 09 年以来表现强劲，这与 1999 年加息周期有相似之处。

【表 4】三次加息周期前与当前宏观经济指标

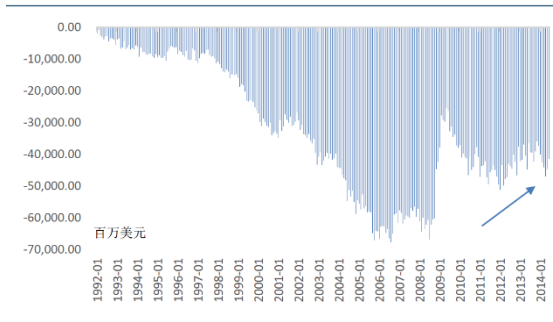
	1994 年 2 月	1999 年 6 月	2004 年 6 月	目前
基准利率初值(%)	3.00	4.75	1.00	0.09
GDP 增速(%)	3.44	4.65	4.21	2.43
CPI(%)	2.74	2.03	3.00	2.10
核心 CPI(%)	2.90	2.00	1.76	1.90
PCE(%)	2.18	1.29	2.54	1.60
核心 PCE(%)	2.46	1.23	1.64	1.50
失业率(%)	6.70	4.20	5.60	6.20

数据来源：壹财研究

2、产业政策方面，美国政府再次强化“制造业复兴”战略。美国政府在 2010 年

公布了“国家出口倡议”，核心是振兴美国制造业，此外还实施了独立能源政策以减弱对外部经济依赖性。这些战略措施的实行卓有成效，美国外贸赤字自 12 年开始收窄，制造业企业“回巢”现象一时不断。这与 2004 年美国出台“美国制造就业法案”促使海外资金回流极为相似，但当前战略调整产生的效果更为显著。

【图 5】美国外贸赤字自 2008 年至今已大幅收窄 30%



数据来源：WIND，壹财研究

3、货币政策方面，美国均经历了长时间的超低利率环境。自美联储在 2008 年 12 月 16 日将联邦基金利率降到 0-0.25% 区间，到目前为止，这一历史最低利率维持时间已逾 5 年。而 2004 年首次加息之前 1% 的低利率已维持 1 年。加息周期之前维持相当长时间低利率环境方面，两者有一定相似性，但此轮显然要比 2004 年利率低的多，持续时间也长的多。

1999 年和 2004 年加息周期正处于美国货币政策传导机制走向失效的时间段，而本轮与前两轮加息周期所共有的经济金融特征可能

意味着当前美国货币政策传导机制的失效将更为严重。首先是美国经济的向好和产业政策调整将吸引外部资金进入美国市场，由此将抵消美联储紧缩政策效果；其次是较之 2004 年周期中更宽松更持久的低利率水平环境，可能对经济产生的扭曲作用将更为深刻。实际上美联储实施连续的货币量化宽松政策 QE1、QE2、QE3，而美国信贷投放量自 2008 年以来一直在收缩。

因此，本轮加息周期中与前两轮加息周期所共有且较之程度更深的共同点，使得我们对于美国货币政策传导机制在本轮加息周期中的表现并不乐观。

#### 四、本轮加息周期难见国债收益率大幅攀升的四个理由

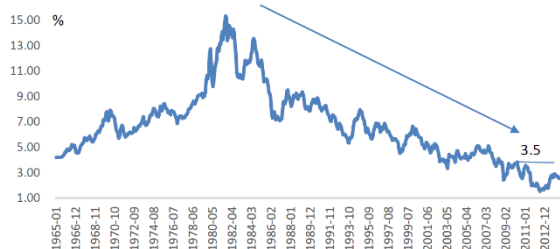
结合对历史上三轮加息周期中美国国债收益率的表现分析，以及当前与三次加息周期宏观经济环境的对比，我们认为在此轮加息周期中，美国国债到期收益率可能难见大幅攀升：

1、短期数据显示，自 2014 年初美联储启动退出 QE 开始，10 年期国债到期收益率持续走低。2014 年 1 月之后美联储持续以每月减少 100 亿美元资产购买规模，但不同于 2013 年 5 月伯南克讲话释放退出 QE 信号国债到期收益率大幅攀升，国债收益率已由年初 3% 水平下降到目前 2.5% 水平。尽管持续削减资产购买规模已释放出明确的紧缩信号，但国债到期收益率的表现显然弱于市场预期。国债收益率的下降一定程度上受 1 季度美国恶劣天气导致经济数据不及预期的影响，但在 2 季度美国经济逐步走出恶劣天气影响背景下，国债收益率仍旧没有走出下行趋势。我们倾向认为这实际上也是美国货币政策传导机制走向失效的一种表现。

2、长周期来看，美国国债收益率处于三十年下行通道中。美国 10 年期国债收益率自

1981年10月以来持续走低，而且从其走势来看，每一轮国债收益率上升周期所达到的峰值都要低于前一周期。如果这一规律保持不变，而国债收益率重新进入上行周期，那么可能无法超过上一峰值3.58%。而实际上从1999年周期中加息175个基点，而国债收益率最高上行76个基点；2004年周期加息幅度上升到425个基点，而国债收益率仅上行40个基点来看。我们认为国债收益率在此轮升息周期中达到上一峰值水平（即由目前2.5%上升125个基点，考虑到10月才完全退出QE，国债可能继续保持下行趋势，这将意味着国债收益率上升幅度将要比125个基点更大）的可能性不大。

【图6】10年期国债到期收益率长期走势



数据来源：WIND，壹财研究

3、从需求端看，美国经济复苏的强大内生动力将使美国市场流动性更多地获得外部资金支持。美国成为当前全球经济复苏领头羊，同时以人工智能、能源革命、云计算等新技术为先驱的“第四次产业革命”率先在美国萌芽，经济金融周期和产业周期的领先优势吸引国际资本流入及本国海外资金回流，这将为美国

金融市场提供充足资金供给，从而削弱美联储紧缩政策效应。此外，美联储加息对新兴市场脆弱经济体的冲击作用也将突出美债的避险属性，从而一定程度上抑制美国国债收益率上行。

4、从供给端看，美国财政赤字正在接近十年最低水平，国债发行压力减弱。2013年美国财政经历了最严厉的“去杠杆”阶段，美国财政赤字将在未来一年内下滑至10年来新低水平，这将大大减轻美国国债发行压力。实际上2014年上半年美债发行规模显著收缩，短期和中长期国债共发行3.46万亿，较去年同期下降10%。美债边际增量的减少将使得供需关系改善，进而对国债收益率上行产生一定抑制作用。

综上所述，在即将到来的美联储加息周期中，美国国债收益率将不可避免逆势回升。然而，考虑到美国国债收益率三十年的超长下行周期、以及美国经济金融周期和技术周期的领先优势对资本的吸引力，美国国债收益率可能难现陡升。第一轮加息我们认为国债收益率目标值将指向3.5%，后期走势将取决于美联储进一步加息的幅度和节奏。市场所普遍押注的加息带来美债长期大熊市将面临极大证伪风险。