

利率倒挂，主要还是信心问题

——2019年8月美债利率倒挂点评

宏观简报

10年-2年期美债利率发生倒挂，引发市场关注。此次倒挂主要源于长端利率快速下行，但直接原因似乎不是基本面因素。倒挂或与各国宏观刺激政策不及预期有关，显示市场对经济信心不足。一方面，美联储政策表态偏鹰，未来即便进一步降息，也不一定激进。另一方面，7月中国政治局会议未释放强烈的刺激增长信号，近期社融、投资数据走弱也增加市场担忧。往前看，利率倒挂不必然意味着经济衰退。但在各国政策没有显著改善、中美贸易摩擦没有缓和之前，风险资产或将承受压力。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

8月14日，10年-2年期美债利率发生倒挂。从历史经验来看，这一关键利率倒挂往往领先于经济衰退，因此引发市场的关注。

利率倒挂的直接原因似乎不是基本面因素。此次倒挂主要源于长端利率快速下行，但昨日公布的7月美国CPI通胀好于预期，其中核心CPI通胀同比增长2.2%，连续两个月反弹上行，并不支持长端利率下行。另一方面，美方宣布将部分关税征收从9月推迟至12月，我们的计算显示，被推迟的部分占比59%，也算给资本市场带来利好，有助于降低恐慌情绪。即便如此，利率曲线仍然倒挂，说明背后还有其他因素。

倒挂或与各国宏观刺激政策不及预期有关。不久前特朗普再次“掀桌”，中美贸易关系再起波澜。对美国而言，额外的关税带来供给冲击，支撑美元升值。对中国而言，关税是需求冲击，带来汇率贬值，美元兑人民币汇率也已突破7的心理关口。受之影响，市场预期各国宏观政策也将相应调整。对美国而言，最佳的措施是松货币，对中国来说则是宽财政（图1）¹。

图1：关税带来汇率变化，宏观政策也将相应调整



资料来源：光大证券研究所

然而，7月美联储货币政策表述偏鹰，在特朗普“掀桌”后，没有任何联储官员释放鸽派信号。我们之前提到，由于经济基本面还未显著恶化，再加上资产价格和企业债务高企，美联储在降息的议题上难有激进的表现。

中国方面，7月政治局会议并未释放强烈的刺激增长信号，会议还强调不会通过房地产刺激经济，近期房地产信托融资也有所收紧。再加上7月社融、固定资产投资等经济数据不及预期，市场对经济前景的担忧还在。

再看欧洲，欧央行政策利率已经处于“零下限”，进一步松货币的空间不大。意大利受限于欧元区财政约束，难以进行财政刺激，而财政空间充足的德国却不认为有宽财政的必要。显然，欧洲也缺乏任何实质性的逆周期政策，与之对应的是，欧元区主要国家的长期国债利率大都已坠入负区间。

未来怎么看？利率倒挂不必然意味着经济衰退，具体还要看导致倒挂的原因，以及倒挂持续的时间。但可以预见的是，在各国政策没有显著改善、中美贸易摩擦没有缓和之前，风险资产将承受压力。

¹参考彭文生博士在光大证券中期策略会上的演讲《贸易不确定下的宏观新平衡》。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10699

