

为何美债期限溢价显著为负？

报告摘要

● 主题评论：为何美债期限溢价显著为负？

- 4月11日凌晨，美联储公布3月议息会议纪要，特别强调了近期美债收益率曲线倒挂的现象。美联储认为，本次收益率曲线倒挂主要原因是长期利率的期限溢价水平格外低，因此以过往经历来评估近期收益率曲线变化预示的结果就不那么可靠。本次利差倒挂的期限溢价显著为负，而历史上的倒挂的期限溢价均为正值。
 - 10年期美债收益率=未来实际短期利率+通胀预期+期限溢价，因此期限利差大致等于通胀预期+期限溢价，其中**影响期限溢价的因素主要包括：短期利率变动风险、债券供需情况**。短期利率的波动性可以用MOVE指数来衡量，目前MOVE指数已经下降到了历史上的最低点，意味着目前短期利率的变动风险并不高，这对期限溢价构成向下的拉动力。
 - 本次倒挂的特殊性主要在于长期国债的供需关系，集中体现在美联储的QE上。根据美联储测算，QE1降低期限溢价34个BP；QE2降低期限溢价12个BP；QE3降低期限溢价28个BP；QE4降低期限溢价31个BP。截至2019年3月底，缩表共提高了期限溢价35个BP左右；如果缩表到2019年9月结束，那将合计提高期限溢价42个BP。
 - 我们按照历次QE和缩表的时间表，把QE和缩表对期限溢价和10年期国债收益率的影响剔除。剔除掉QE和缩表后，目前的美债期限利差并没有出现倒挂的现象，对美国经济衰退自然也不具有指示作用。截至2019年9月底停止缩表，QE和缩表共减少期限溢价63个BP，换句话说，未来只有当10年期与3个月期限利差倒挂幅度大于63个BP的时候，才可能会对经济衰退具有较强的指示性作用。
- ### ● 大类资产走势回顾：
- **汇率：欧元、英镑明显上涨。**欧元、英镑本周汇率分别上涨0.74%和0.26%，原因包括欧央行议息会议落地，以及英国脱欧被延迟到10月份。受此影响，美元指数下行至96.95。
 - **商品：原油价格继续上涨。**受OPEC限产、美国制裁伊朗与委内瑞拉等因素的影响，本周布伦特原油上涨1.58%，至69.36美元/桶，WTI原油上涨1.49%，至64.02美元/桶。
 - **股债：全球股指齐涨。**受益于美股反弹，全球股指均出现上涨。债券市场方面，10年期美债收益率先跌后涨，主要受到美股财报超预期的影响。截至4月11日，10年期美日利差上升5BP至2.55%，10年期美德利差上升4BP至2.57%。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、主题评论：为何美债期限溢价显著为负？	3
二、海外重点事件追踪	5
1、欧盟美国之间的贸易紧张情绪升级	5
2、欧央行召开议息会议，美联储发布会议纪要	6
3、美股财报季即将开始	6
三、大类资产走势回顾	7
1、汇率：欧元、英镑明显上涨	7
2、商品：原油价格继续上涨	7
3、股债：全球股指齐涨	8

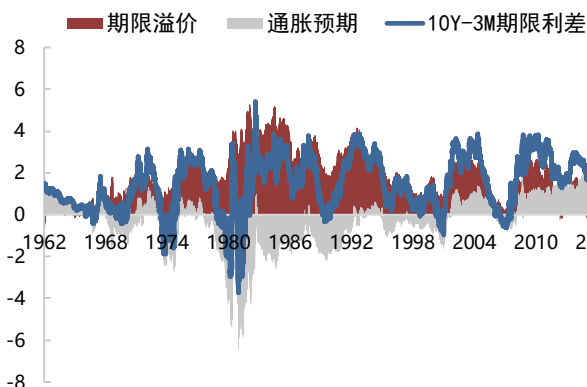
图表目录

图表 1：本次美债利差倒挂时期限溢价为负数	3
图表 2：MOVE 指数处于历史上最低点	3
图表 3：短期利率变动风险是美债收益率曲线倒挂的必要但非充分条件	4
图表 4：QE 政策对美债期限溢价影响的测算	4
图表 5：美联储缩表对期限溢价影响的测算	5
图表 6：剔除 QE 和缩表后的 10 年期美债收益率	5
图表 7：剔除 QE 和缩表后的美债期限利差	5
图表 8：上周美元指数略微下跌	7
图表 9：上周欧元、澳元汇率表现较好	7
图表 10：上周原油价格出现上涨	8
图表 11：上周黄金价格小幅反弹	8
图表 12：上周全球股指普涨	8
图表 13：上周美日、美德利差均小幅走廊	8

一、主题评论：为何美债期限溢价显著为负？

4月11日凌晨，美联储公布3月议息会议纪要，重申了今年不加息以及9月份结束缩表，另外特别强调了近期美债收益率曲线倒挂的现象。美联储认为，本次收益率曲线倒挂主要原因是，长期利率的期限溢价水平格外低。因此，以过往经历来评估近期收益率曲线变化预示的结果就不那么可靠。本次美债利差倒挂的期限溢价显著为负，而历史上倒挂时的期限溢价均为正值（图表1）。

图表 1：本次美债利差倒挂时期限溢价为负数



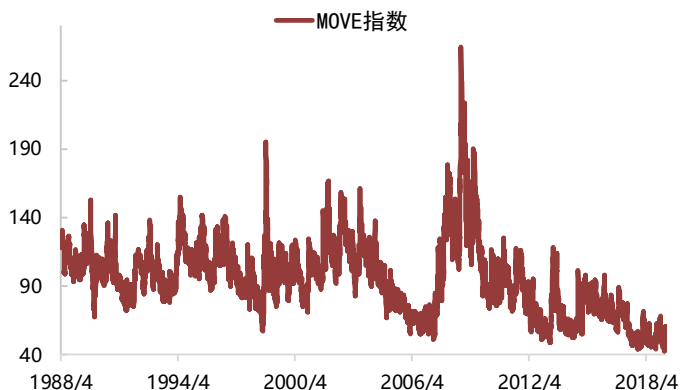
来源：Bloomberg，莫尼塔研究

按照前美联储主席伯南克对于10年期美债的分析框架，**10年期美债收益率=未来实际短期利率+通胀预期+期限溢价**，因此期限利差大致等于通胀预期+期限溢价。其中影响期限溢价的因素主要包括：（1）短期利率变动风险；（2）债券的供需情况。

（1）短期利率变动风险

短期利率的波动性提高，意味着机构负债端的不确定性加大，相对便会更加偏好长期债券融资，使得期限溢价被拉大。短期利率的波动性可以用MOVE指数（Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index）来衡量，该指数由美林公司发布，用来衡量1个月期限的标准化国债期权的隐含波动率，有些类似于VIX的概念。可以发现，目前MOVE指数已经下降到了历史上的最低点，意味着目前短期利率的变动风险并不高，这对期限溢价构成向下的拉动力（图表2）。

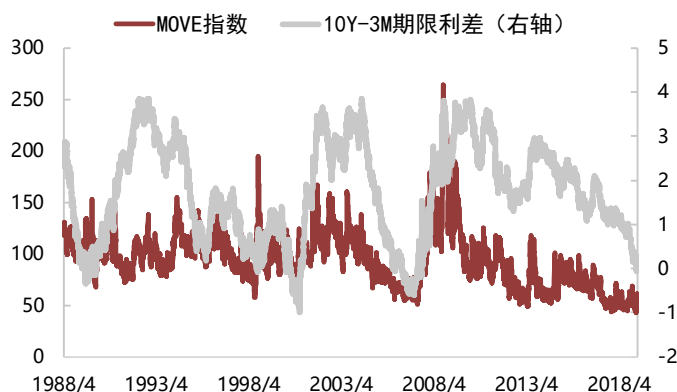
图表 2：MOVE 指数处于历史上最低点



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

但是，短期利率波动率降低并不是这次美债收益率曲线倒挂的特有现象。从历史数据看，短期利率变动风险是收益率曲线倒挂的必要但非充分条件，即每次倒挂必然会存在短期利率变动风险降低，但短期利率变动风险降低不一定会带来倒挂（图表3）。

图表 3：短期利率变动风险是美债收益率曲线倒挂的必要但非充分条件



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

2) 债券的供需情况

本次倒挂的特殊性主要在于长期国债的供需关系，集中体现在美联储的QE上。根据美联储2017年4月发布的工作论文¹，QE1（即LSAP1，Large-scale Asset Purchases，第一轮大规模资产购买计划）降低了期限溢价34个BP；QE2降低了期限溢价12个BP；QE3（即MEP，Maturity Extension Program，期限延伸计划）降低了期限溢价28个BP；QE4降低了期限溢价31个BP（图表4）。

图表 4：QE 政策对美债期限溢价影响的测算

LSAP Policies	Estimated Decline in 10-Year Treasury Yield (basis points) at onset of the program	Other Studies
LSAP 1	34	91 - (Event Studies); 36 to 82 (Regressions) - Gagnon et al. (2011) 100 - Krishnamurthy and Vissing-Jørgensen (2011) 20 to 30 - (Treasury security purchases only) - D'Amico and King (2013) 35 - (Treasury security purchases only) - D'Amico et al. (2012)
LSAP 2	12	25 - Krishnamurthy and Vissing-Jørgensen (2011) 55 - D'Amico et al. (2012) 21 - Meaning and Zhu (2011) 15 - Swanson (2011)
MEP	28	22 - Hamilton and Wu (2012) 17 - Meaning and Zhu (2012)
LSAP 3	31	60 - Engen, Laubach, and Reifschneider (2015) ¹

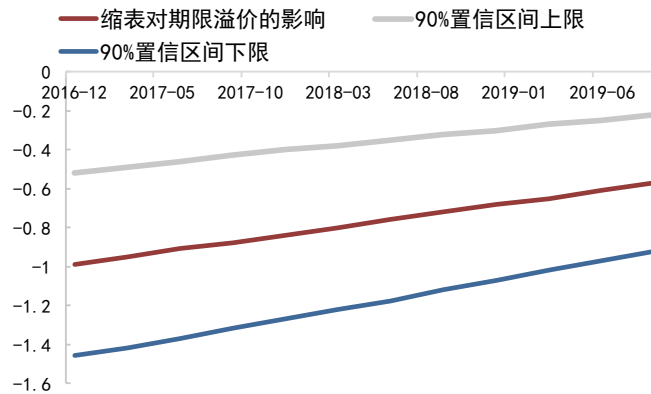
来源：美联储，莫尼塔研究，注：美联储原文中的表述为：results in a reduction in the 10-year Treasury yield term premium of about 100 basis points，因此表格中的测算值应该为对期限溢价的影响，而并非对10年期国债收益率的影响。

¹ Bonis B, Ihrig J E, Wei M. The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates[J]. Feds Notes, 2017, 2017(1977).

同时美联储还测算了缩表对期限溢价的影响。截至2019年3月底，缩表共提高了期限溢价35个BP左右；如果缩表到2019年9月结束，那将合计提高期限溢价42个BP（图表5）。

综合来看，截至今年3月底，美联储的QE和缩表共减少期限溢价70个BP；截至9月底缩表结束，美联储的QE和缩表共减少期限溢价63个BP。

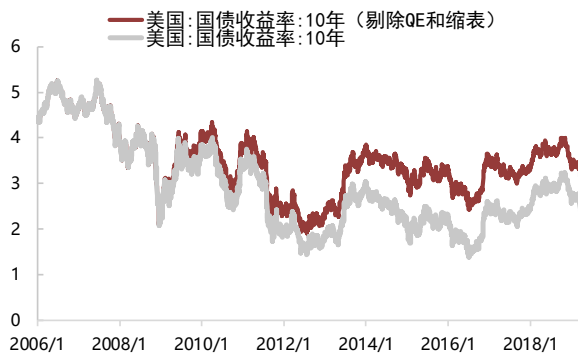
图表 5：美联储缩表对期限溢价影响的测算



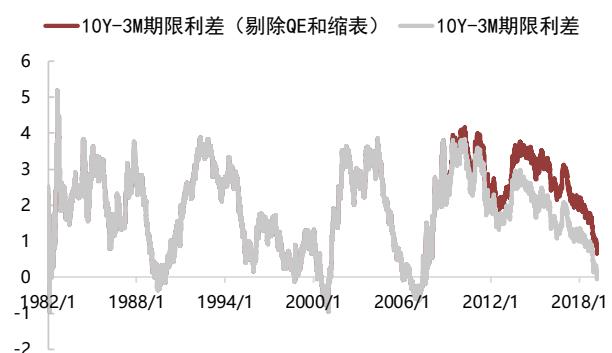
来源：美联储，莫尼塔研究

我们按照历次美联储QE和缩表的时间表，把QE和缩表对期限溢价和10年期国债收益率的影响剔除。剔除掉QE和缩表后，目前美债的期限利差并没有出现倒挂，对美国经济衰退自然也不具有指示作用（图表6、图表7）。截至2019年9月底，QE和缩表共减少期限溢价63个BP，换句话说，只有当10年期与3个月期限利差倒挂幅度大于63个BP的时候，才可能会对美国经济衰退具有较强的指示性作用。

图表 6：剔除 QE 和缩表后的 10 年期美债收益率 图表 7：剔除 QE 和缩表后的美债期限利差



来源：Wind、美联储，莫尼塔研究



来源：Wind、美联储，莫尼塔研究

二、海外重点事件追踪

1、欧盟美国之间的贸易紧张情绪升级

本周一，美国贸易代表办公室发布公开声明，称特朗普政府正筹划对多项欧盟产品加征高额关税，涉及商品包括商用飞机、多种奶酪和酒、滑雪服、摩托车等。声明称，此举是为了应对“因欧盟补贴空客公司而对美国造成的经济伤害”。特朗普在推特上表示，美国将对欧盟110亿美元的产品征收关税。针对美国的关税威胁，欧盟周二回应称，准备对美国补贴波音实施报复性关税。欧盟

委员会表示，欧盟将要求WTO任命的仲裁人来确定欧盟的报复权；委员会正在开始准备，以便欧盟能够根据仲裁人在本案中关于报复权的决定，迅速采取行动。受此影响，波音股价大跌4.44%，空客股价下跌近2%。

欧盟与美国在波音空客补贴方面的积怨由来已久。2018年5月，WTO宣判欧盟及法、德、西、英四国非法补贴空客旗下的A380和A350客机，金额达220亿美元，并表示此举损害了波音公司利益；而在今年3月28日，WTO又对“空客诉美国政府补贴波音案”做出终裁，认定美国以税收减免形式向波音公司提供补贴非法，认定波音接受了最少50亿美元的非法补贴，并要求美方撤销对波音的补贴。这意味着双方都存在补贴行为，根据WTO规则，欧盟和美国理论上都可以参考相关数额对对方征收报复性征税。

就目前情况而言，美欧之间贸易争端的可能性并不高。主要原因包括：一是，美国经济大概率出现放缓，与欧盟贸易争端面临着国内压力；二是，2020年要进行美国总统大选，下半年两党开始推举候选人，政策重心将转移回美国国内；三是，上半年特朗普需要集中精力解决与中国的贸易问题，也无暇顾及太多欧洲。目前，正值欧盟与美国之间进行“三零”（零关税、零非关税壁垒和零补贴）自贸谈判的准备工作期间，因此威胁征收关税可能只是为贸易谈判争夺更多的筹码。

2、欧央行召开议息会议，美联储发布会议纪要

4月10日下午，欧洲央行发布最新利率决议，维持各主要利率不变，符合市场预期，声明中没有提到定向长期再融资操作（TLTRO），决议公布后德拉吉举行了新闻发布会。本次会议和发布会的主要内容包括：1）维持利率水平至少到2019年年末，对已购买的到期证券的全部本金进行再投资，并持续到欧洲央行开始加息后；2）一些抑制增长的特殊因素正在消退，但与地缘政治因素、保护主义威胁和新兴市场脆弱性有关的不确定性仍然存在，承认欧洲经济正在走弱，但预计经济衰退的可能性仍然较低；3）预计英国脱欧不会对实体经济造成太大影响，但英国脱欧谈判增加了经济的不确定性；4）市场此前关心会议是否会给出TLTRO的具体操作细节，以及是否会实行分层利率以降低负利率带来的副作用，但德拉吉表示将在未来沟通TLTRO的具体细节，现在判断是否要对负利率实行“分层”为时尚早。

4月11日凌晨，美联储公布3月会议纪要。主要内容包括：1）重申了今年不加息以及9月份结束缩表的计划，多数委员预计美国经济有望在年内有所改善，利率区间可能在今年内保持不变；2）经济前景存在相当高的不确定性，基于这些不确定性，以及通胀压力温和的持续，与会者总体一致认为，仍然适合在判断未来利率调整时持耐心态度；（3）长期利率的期限溢价水平格外低，因此，以过往经历来评估近期收益率曲线变化可能预示的结果就不那么可靠；（4）多位官员表示，在结束缩表后不久就应该恢复购买美国国债，以此稳定准备金的平均水平。但不论何时恢复购买证券，都是为了与联储债务增长的需求保持一致，都属于保持充裕准备金的货币政策推行的正常操作，不代表货

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_13088

