

## 多因素共振致利差倒挂

### ——2019年3月美债利率倒挂点评

宏观简报

- ◆ 近期美债收益率曲线倒挂，美股下跌，引发市场关注。我们认为，当前利差倒挂主要是欧美央行政策大幅转向与德国 PMI “爆雷”相互强化所致，短期内增添市场的悲观情绪。中期来看，倒挂意味着长端美债的期限溢价仍在下降，表明市场对全球经济前景心存焦虑。由于中欧经济企稳仍需时日，美国经济二季度反弹还需更多数据验证，这意味着美债利差仍将在短期内保持低位。
- ◆ 历史上，利差收窄会侵蚀银行利润，影响银行放贷能力，往往带来衰退，但在分析倒挂的含义时也要看其他指标。当前美国经济基本面仍然稳固，金融条件在美联储政策转向后趋于宽松；欧元区外需虽困难重重，但劳动力市场改善仍支撑内需。短期来看，欧美陷入经济衰退的概率或不大，但也需警惕欧元区面临的一些挑战。
- ◆ 本届联储非常关注收益率曲线的信号，如果收益率曲线持续倒挂，不排除联储将对货币政策做进一步调整。另外后续还需关注美联储资产结构变化对利率市场的影响，降低资产端久期有助于收益率曲线陡峭化。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebscn.com](mailto:zhangwenlang@ebscn.com)

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)  
010-56513039  
[huangwenjing@ebscn.com](mailto:huangwenjing@ebscn.com)

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)  
021-52523803  
[zhouzipeng@ebscn.com](mailto:zhouzipeng@ebscn.com)

#### 联系人

刘政宁  
021-52523806  
[liuzn@ebscn.com](mailto:liuzn@ebscn.com)

3月22日，美债10年-3个月期收益率曲线倒挂，美股三大股指下跌，引发市场关注。利率曲线为何倒挂？我们认为有三方面的因素。

**基本面：德国 PMI 不及预期是“导火索”。**周五公布的德国3月制造业 PMI 指数降至 44.7，大幅不及预期，且连续三个月低于 50 的枯荣线。德国是欧洲的“火车头”，且以出口为经济主要驱动力，德国 PMI 下滑增加了市场对欧元区以及全球贸易萎缩的担忧。与此同时，美国3月 Markit 制造业降至 52.5，为两年来新低。之后公布的2月成屋销售虽大幅好于预期，但这一好消息基本被市场忽略。

**情绪面：市场对美股后市存在巨大分歧，对全球经济心存焦虑，“坏消息”的到来增添悲观情绪，令长端利率债受到追逐。**去年圣诞节以来美股持续反弹，标普 500 指数较去年 12 月的低点已反弹近 20%，在短短数月内完成了从“技术熊市”到“技术性牛市”的切换。站在当下，市场对美股后市有巨大分歧，多空博弈激烈，而突如其来的“坏消息”增添了空头势力，美股下挫，长端利率债受到追捧。

**政策面：欧美央行大幅转鸽与德国 PMI “共振”，强化了悲观预期。**3月21日美联储 FOMC 将年内加息预期从 2 次下调至 0 次，超市场预期，同时宣布提前结束缩表。此前欧央行也宣布重启 TLTRO，并推迟加息。欧美央行政府大幅转向本就会压低长端利率，再叠加德国 PMI “爆雷”，形成“基本面差、政策转向”的情形，更增加了市场的担忧。

综上，当前利差倒挂主要是货币政策大幅转向与“坏消息”相互强化所致，短期内带来负面冲击。中期来看，倒挂意味着长端美债的期限溢价仍在下降，表明市场对全球经济前景心存焦虑。

值得注意的是，2017 年 10 月美联储缩表以来，10 年期美债期限溢价不但没有上升，反而进一步下降，表明最近一年长端美债利率的上升主要来自于加息预期，而并非美联储缩表的影响（图 1）。一个可能的原因是，2018 年中国、欧元区经济下滑导致全球利率走低，进而压制了美债期限溢价。而在此基础上美联储连续加息、缩表收缩流动性，最终也导致风险溢价抬升，进一步压低期限溢价。展望未来，中、欧经济企稳仍需时日，美国经济二季度反弹还需更多数据支持，这意味着短期内美债利差仍将保持低位。

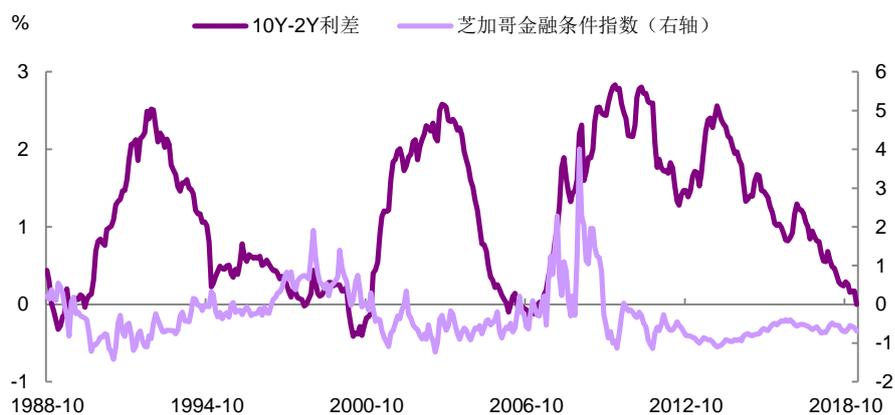
图 1：缩表后美债期限溢价不但没有上升，反而下降



资料来源：美联储，数据截至 2019 年 3 月

**利率倒挂是否会带来经济衰退?** 我们在之前的报告中有过论述,基本结论是:从历史经验看,利差收窄会侵蚀银行利润,影响银行放贷能力,往往带来衰退,但在分析倒挂的含义时也要看其他指标。当前美国经济基本面指标还比较健康,劳动力市场稳固,房地产市场也有企稳迹象。另外企业单位劳动力成本温和,金融条件在联储暂停加息后也转向宽松(图2)。欧元区方面,虽然外需不振对德国等出口国影响较大,但随着劳动力市场不断改善,内需有支撑。**短期来看,欧美出现经济衰退的概率并不大,但也需警惕欧元区面临的一些挑战。**如英国脱欧、德国汽车工业受贸易摩擦影响、法国“黄马甲”事件带来的冲击。

**图2: 联储政策调整后, 金融调整转向宽松**



资料来源: Wind, 数据截至 2019 年 3 月

**利率倒挂是否会影影响美联储的决策?** 我们在之前的报告中指出,本届联储对收益率曲线的关注度较高,多为官员曾提到在加息过程中不希望看到收益率曲线倒挂。如果利率曲线在短暂倒挂后重新陡峭,预计不会影响联储决策;但如果利率曲线持续倒挂(比如 1-2 个月),不排除联储将对货币政策做进一步调整。另外,3 月 23 日亚特兰大联储主席博斯蒂克提及联储正在研究其资产负债表构成对市场的含义,这表明美联储希望通过改变资产久期来影响收益率曲线的斜率,以避免出现利率倒挂的现象(请参考报告《去长补短,一箭双雕》)。

## 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、也将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

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\\_13555](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13555)

