

长债收益率开启上行周期

中美德三国长债收益率均已见底

核心结论

全球主要经济体（中国、美国和德国）的长债利率已经见到了这个周期的底部。在中美贸易不出现大幅恶化的前提下，中国和美国的长债的收益率目前正在开启一个上行的周期。4月底以来，我们注意到长债收益率上行的风险。近期市场的走势不断验证我们的判断。我们将从经济冲击、债市周期、通胀预期三个角度来阐述长债收益率上行的原因。

首先，疫情对经济带来的负面冲击已经经历了最坏的时期。主要是三个原因：第一是欧美疫情已经出现拐点，目前处于下行期。第二是市场已经对糟糕的经济数据打足了预期。第三是欧美各国已经开始重启经济。4月的冰封状态成为过去式。虽然我们认为欧美疫情可能会由于重启经济出现第二波反弹，但我们判断疫情也很难比4月更差。

其次，从周期的角度，我们目前正在重复2008年四季度到2009年一季度的债市情况，全球债市已经完成了定价全球经济衰退，目前逐渐开始定价经济复苏。1) 德债：2-3月，10年期德债收益率快速下行至-0.86%，随着欧洲疫情开始不断被控制住，德债收益率开始触底反弹，在3月一度反弹至-0.19%。考虑到德国的疫情逐步得到控制，出现好转迹象，同时已经开始推动经济重启，我们认为德债收益率已经见底。2) 美债：美国10年与2年期国债收益率倒挂通常意味着美国经济即将陷入衰退。在步入衰退之后，美债期限利差反而开始快速走阔。我们认为，目前美国的短债利率已经降无可降，美联储明确表达不希望实行负利率。因此在未来长短期利差走阔的情况下，美国长债利率将会逐渐上行，开始定价经济复苏。3) 中债：虽然目前中债短端利率确实对长端利率有一定的保护作用，但是长端收益率仍然有上行的压力。当前情况和2008年Q4到2009年Q1类似，经济处于底部企稳等待复苏，市场悲观预期兑现。2009年Q1中国GDP同比增长6.4%，Q2GDP增速开始反弹。2009年1月，中国2年和10年国债收益率最低下降至1.17%和2.7%，当时长短期利差为150个基点左右。但是之后10年期国债收益率在2009年开始大幅拉升，长短期利差在2019年三季度最高达到200个基点。

最后，在油价发难以及全球央行史无前例的宽松刺激下，我们认为通货膨胀率会在下半年需求回暖之后开始上行（在中国体现为非食品项价格上升）。另外各国为了实行经济刺激不断增加长债供给，也会压低长债价格，推高长债收益率。中长期来看，低油价不可持续，黄金原油比未来会逐渐回归均值。另外，全球央行史无前例的宽松会在未来推高物价，我们判断这也不利于长债。当然，如果中美贸易超预期恶化，则会推动长债收益率下行。

风险提示：全球经济超预期下行，中美贸易争端再起。

分析师

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

联系人

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

相关研究

全球新冠疫情研究系列之四：沉舟侧畔千帆过，疫情冲击下的全球
财政政策 2020年4月21日
全球新冠疫情研究系列之三：全面解读欧洲疫情 2020年4月14日
全球新冠疫情研究系列之二：预测美国的疫情和股市拐点 2020年4月12日
全球新冠疫情研究系列之一：意大利新冠疫情的拐点出现了吗？
2020年4月1日
美国经济衰退研究系列之七：美股为向绝地反击 2020年4月17日
美国经济衰退研究系列之六：美国申请失业金人数再创历史新高
2020年4月2日
美国经济衰退研究系列之五：美国经济衰退对中国经济的影响
2020年3月31日
美国经济衰退研究系列之四：失业数据确认美国经济3月开始衰退
2020年3月27日
美国经济衰退研究系列之三：美联储成为黄金价格的催化剂 2020年3月26日
美国经济衰退研究系列之二：美国就业市场的快速恶化推动经济衰退 2020年3月23日
美国经济衰退研究系列之一：美国经济大概率在2020年陷入衰退，

索引

内容目录

1、疫情对经济带来的负面冲击已经经历了最坏的时期	3
2、债市周期	4
德债	4
美债	5
中债	7
3、通胀预期再起	9

图表目录

图 1：中国 3 月经济数据小幅修复	3
图 2：美国首次申请失业金人数连续五周下降	4
图 3：全球主要国家餐饮活动量同比下降（%）	4
图 4：2018 年至今德国 10 年期国债收益率持续下行	4
图 5：2019 年 8-9 月美国 10 年与 2 年国债收益率倒挂	4
图 6：德国疫情逐渐好转	5
图 7：美债 10 年与 2 年收益率之差（基点）	6
图 8：美国经济在 1990 年陷入衰退	6
图 9：美国经济在 2001 年陷入衰退	6
图 10：美国经济在 2008 年-2009 年陷入衰退	6
图 11：美国基准利率已下调至 0-0.25%	7
图 12：美国 10 年期与 2 年期国债收益率	7
图 13：中国 10 年与 2 年国债收益率之差	8
图 14：中国 10 年国债收益率与 2 年国债收益率	8
图 15：中国 GDP 季度同比（%）	8
图 16：市场对中国 2009 年 GDP 增速的预测值（%）	8
图 17：4 月原油现价大跌	9
图 18：4-5 月黄金原油比处于历史极值	9
图 19：美国各年期 TIPS 盈亏平衡通胀率（%）	10

从4月底以来，我们开始注意到中美长债收益率上行的风险。近期市场的走势不断验证我们的判断。我们认为，全球主要经济体（中国、美国和德国）的长债利率已经见到了这个周期的底部。在中美贸易不出现大幅恶化的前提下，中国和美国的长债的收益率目前正在开启一个上行的周期。我们将从疫情对经济的冲击、债市周期、通胀预期这三个角度来阐述长债收益率上行的原因。

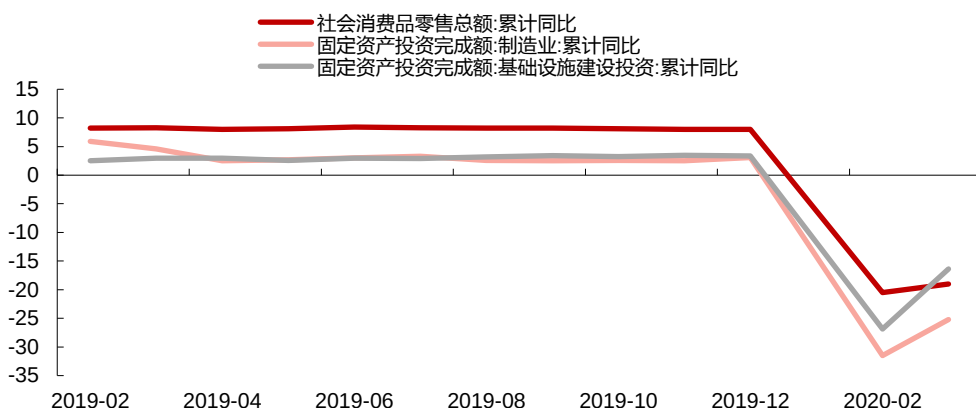
1、疫情对经济带来的负面冲击已经经历了最坏的时期

首先，疫情对经济带来的负面冲击已经经历了最坏的时期。主要是三个原因：第一是欧美疫情已经出现拐点，目前处于下行期。第二是市场已经对糟糕的经济数据打足了预期，这体现在3月全球权益市场的大跌上。因此在近期多个历史最差的经济数据公布之后，权益市场不跌反涨。第三是欧美各国已经开始重启经济。4月的冰封状态成为过去式。虽然我们认为欧美疫情可能会由于重启经济出现第二波反弹，但我们判断疫情也很难比4月更差。

目前全球主要国家已公布的2020年一季度GDP均为负增长。2020Q1，中国实际GDP同比下滑6.8%，1992年以来首次单季度录得负增长。美国实际GDP环比下滑4.8%，是2008年四季度以来的最大下降幅度。欧元区2020年一季度GDP环比下滑3.8%，是1995年有记录以来的最低水平。

中国3月经济数据小幅修复。中国1-3月社会消费品零售总额累计同比下降19.0%，较1-2月份回升1.5个百分点。1-3月制造业投资增速累计同比下降25.2%，较1-2月回升6.3个百分点。1-3月基建投资增速累计同比下滑16.36%，较1-2月上升10.5个百分点。基建增速3月大幅反弹，但海外疫情的蔓延对国内3-4月消费和制造业投资的复苏形成压制，虽然回暖幅度较小，但2月已经是国内经济数据最差的时候，预计后续将加速改善。

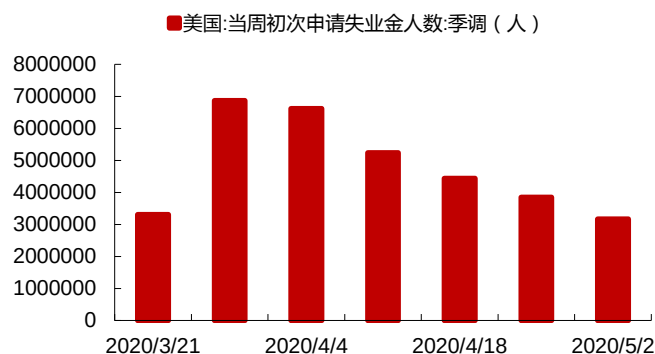
图1：中国3月经济数据小幅修复



资料来源：WIND，西部证券研发中心

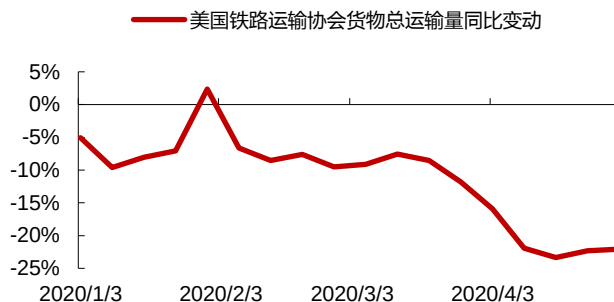
从高频经济数据来看，美国底部逐渐企稳。就业方面，美国失业人数已经连续五周下降。美国首次申请失业金人数在截至3月28日那一周达到最高值686.7万人，随后连续五周下降，截至5月2日的当周失业人数下降到316.9万人。生产方面，截至5月1日，当周美国铁路运输协会货物总运输量指数同比下降22.08%，同比降幅较之前一周收窄0.25个百分点。

图 2：美国首次申请失业金人数连续五周下降



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 3：美国铁路货运量同比降幅略有收窄



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

2、债市周期

从周期的角度，我们正处于 2008 年四季度到 2009 年一季度的债市情况，全球债市之前已经完全定价了经济衰退和经济下行，目前逐渐开始定价经济复苏。

德债

首先看德国的 10 年期国债收益率走势。自从 2018 年初美国开启中美贸易争端之后，依赖于全球汽车需求以及全球贸易的德国经济就开始步入下行周期。德国的 10 年期国债收益率从 2018 年的 0.77% 一路下行至 2019 年 9 月的 -0.71%，下行的幅度接近 150 个基点。在 2019 年 8 月到 9 月，中美贸易争端以及美债 10 年和 2 年收益率倒挂，使得投资者担心全球经济陷入衰退，也推低了德国的长债收益率。

图 4：2018 年至今德国 10 年期国债收益率持续下行



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 5：2019 年 8-9 月美国 10 年与 2 年国债收益率倒挂



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

从 2019 年 9 月之后，由于中美贸易争端缓和，叠加美国股市的强劲表现以及美联储的降息宽松，使得投资者认为全球经济衰退的可能性下降，德债 10 年期收益率也从 -0.71% 反弹 50 个基点到 -0.2% 左右。

从 2020 年 2 月开始，由于欧洲疫情快速蔓延和爆发，投资者再度开始追逐避险资产，并且开

始定价德国经济衰退的预期。德债 10 年期收益率快速从-0.2%下行至-0.86%。但需要注意的是，随着欧洲疫情开始不断被控制住，德债收益率开始触底反弹，在 3 月一度反弹至-0.19%。

由于德国的疫情逐步得到控制，出现好转迹象，同时已经开始推动经济重启，我们认为德债收益率已经见底。也就是说，资本市场在去年 9 月以及今年的 3 月已经定价了非常悲观的预期。即使短期经济数据还会很糟糕，但已经几乎都在市场的预期中了。

图 6：德国疫情逐渐好转



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

美债

一般情况下，长端利率会高于短端利率，因为需要对风险溢价进行补偿。央行通过货币政策调节基准利率，从而影响短端利率，市场对未来经济增长和通胀的预期变动则会影响长端利率。当长端利率下行速度快于短端利率下行速度，或者短端利率上行速度快于长端利率，都会导致长短期利差变成负值，从而导致美债长短期收益率倒挂。

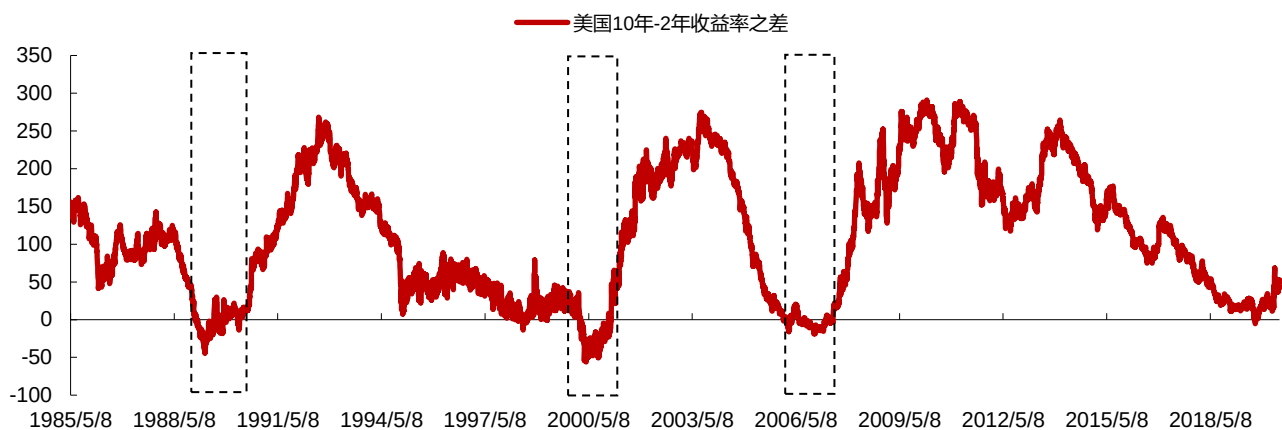
美国 10 年与 2 年期国债收益率倒挂通常意味着美国经济即将陷入衰退。在步入衰退之后，美债期限利差反而开始走阔，而且速度往往会非常快。回顾历史，除了上文提到的 2019 年倒挂，1985 年至今美债 10 年与 2 年收益率还出现过三次明显的倒挂。

1988 年底美债期限利差转为负值，1989 年 3 月最低达到-44 个基点，随后一直到 1990 年上半年仍出现负值，随后期限利差走阔，在 1992 年 7 月最高达到 268 个基点。而美国经济由于经济疲软和石油价格震荡在 1990 年-1991 年陷入了衰退，1990Q4 和 1991Q1 的 GDP 分别环比下降 3.6%和 1.9%。

2000 年 2 月美债期限利差转为负值，2000 年 4 月最低达到-56 个基点，直到 2001 年转正，随后期限利差上升，在 2003 年 8 月最高达到 274 个基点。而美国经济由于互联网泡沫破裂在 2001 年陷入衰退，2001 年 Q1 和 Q3 的 GDP 分别环比下滑 1.1%和 1.7%。

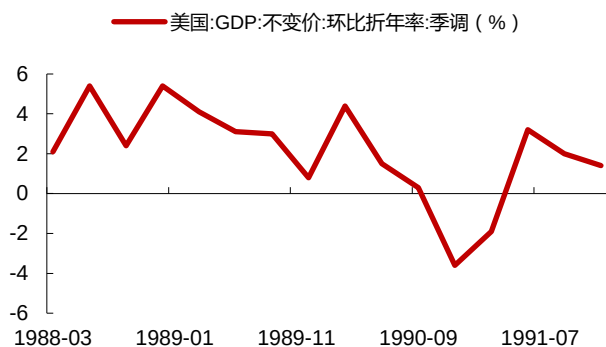
2005 年末 2006 年初美债期限利差转为负值，在 2006 年 11 月最低达到-19 个基点，倒挂现象直到 2007 年 6 月，随后期限利差一路上行，在 2009 年末最高达到 284 个基点。而众所周知的金融危机从 2007 年下半年开始爆发，并蔓延至全球。

图 7：美债 10 年与 2 年收益率之差（基点）



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 8：美国经济在 1990 年陷入衰退



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 9：美国经济在 2001 年陷入衰退



资料来源：WIND，西部证券研发中心

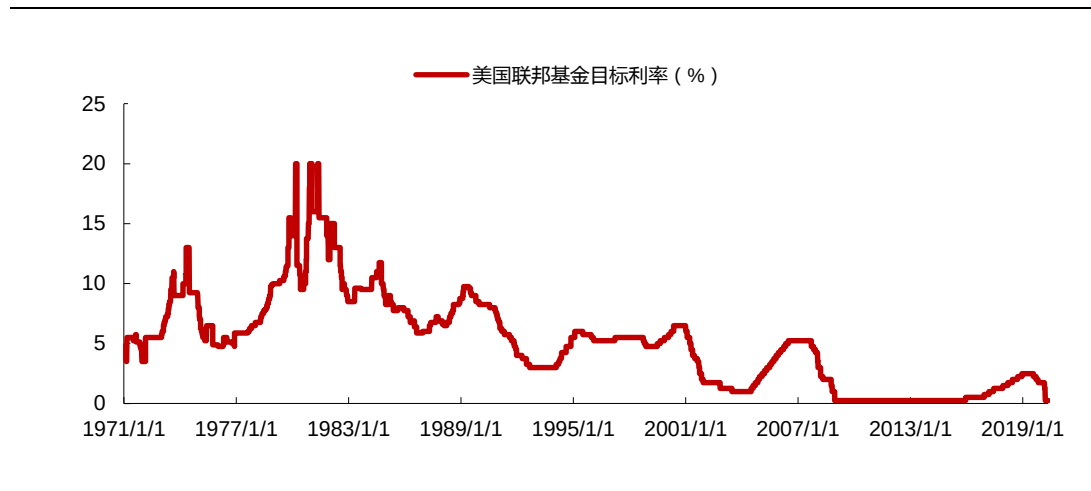
图 10：美国经济在 2008 年-2009 年陷入衰退



资料来源：WIND，西部证券研发中心

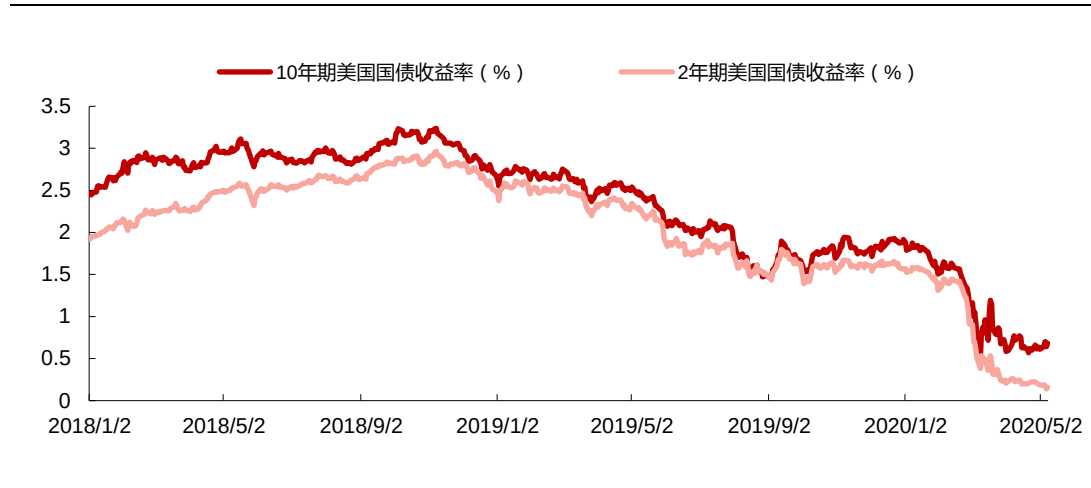
美国的短债已经降无可降，目前来看实行负利率的概率非常低，因此在未来长短期期限利差走阔的情况下，美国长债将会逐渐上行。截至2020年5月8日，美债10年与2年收益率利差为52个基点，处于周期低位。2020年3月美联储快速降息，将基准利率下降至0-0.25%。考虑到早已实施负利率的日本和欧元区国家至今仍未走出负利率，也没有挽救经济长期疲软的趋势，美联储官员多次声明不倾向于在当前使用负利率政策，因此美国短端利率目前已经到达底部，长端利率也处于底部，未来在期限利差上行的情况下，长债利率有上行压力。

图 11：美国基准利率已下调至 0-0.25%



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 12：美国 10 年期与 2 年期国债收益率



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

中债

截至 5 月 8 日，中债 10 年与 2 年收益率之差为 121 个基点。我们认为，虽然目前中债短端利率确实对长端利率有一定的保护作用，但是长端收益率仍然有上行的压力。

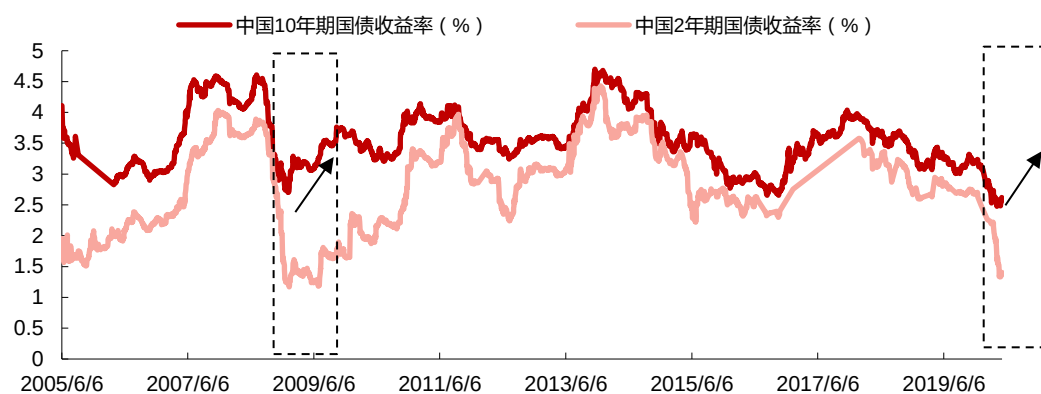
当前情况和 2008 年 Q4 到 2009 年 Q1 类似，经济处于底部企稳等待复苏，市场悲观预期兑现。2009 年 Q1 中国 GDP 同比增长 6.4%，Q2 增速就开始反弹。2009 年 1 月，中国 2 年期国债收益率最低下降至 1.17%，10 年期国债收益率为最低下行至 2.7%，当时长短期期限利差为 150 个基点左右。但是之后 10 年期国债收益率在 2009 年开始绝地反击，主要的原因就是市场对经济基本面触底回升逐渐形成了共识，而长短期期限利差在 2019 年三季度最高达到 200 个基点。

图 13: 中国 10 年与 2 年国债收益率之差



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

图 14: 中国 10 年国债收益率与 2 年国债收益率



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

图 15: 中国 GDP 季度同比 (%)

图 16: 市场对中国 2009 年 GDP 增速的预测值 (%)

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_5258

