

美债收益率倒挂，市场降息预期增加

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第66期 (2019.05.27-2019.05.31)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 美债收益率倒挂，市场降息预期增加

5月31日，10年期美债收益率一周内大幅下滑18BP至2.14%，为2017年6月以来最低水平。长端美债收益率的加速下行，令美债收益率曲线愈发平坦化，美国10年期与3个月期美债收益率自5月23日开始倒挂，且倒挂程度持续加深。5月31日，10年期美债收益率低于3个月期美债收益率21BP，令市场对美国经济或将步入衰退的忧虑升温。

此次美债收益率曲线倒挂主要受避险情绪和市场对经济衰退担忧共同作用的结果。首先，5月以来中美贸易局势再度趋紧，此外，美国和墨西哥、印度等国的贸易摩擦也在加剧，市场避险情绪显著升温，投资者倾向于将资金从风险较高的资产中抽离，转而投向美债等风险相对较低的资产，进而导致美债收益率降低。

其次，长端美债收益率受名义经济增速的影响较大，虽然美国一季度经济数据整体上超预期，但是结构上并没那么好。部分美国经济数据的疲弱也预示着美国经济不那么乐观，美国5月制造业和服务业PMI数据均不及市场预期，制造业PMI更是下跌至2009年9月以来，4月零售销售也再度转跌。美国经济动能有所放缓，长期美债收益率下行较快，而短期美债收益率下行幅度较小，进而导致美债收益率出现倒挂。

事实上，从长期角度来看，自1980年代以来，美债收益率呈现持续下降的趋势，美国长期国债收益率一直在走低，至少有以下几个方面因素。第一，美国债券收益率在经济增速波动，而美国经济增速不断下滑，远不及次贷危机之前的水平，美债收益率自然也就呈现下滑趋势。第二，次贷危机之后，美国整体储蓄率有所上升，进而压低美债收益率。第三，2000年之后，海外资金对美债需求大幅增加。由于美国国债尤其是十年期国债被视为“无风险”资产，加上缺乏大的科技进步引致全球经济增速不断下滑，外国投资者出于对安全资产的配置需求，提升对美债的购买。此外，次贷危机之后，美国本土的金融机构对安全资产的需求在增加，这体现在不断上升的美股风险溢价上。

从历史经验看，美债收益率倒挂与美国经济衰退高度相关，并且收益率倒挂的出现往往早于经济衰退。美债收益率倒挂领先经济衰退的机制尚不清楚，一个可能的解释是，金融机构往往借短放长，倒挂之后，金融机构盈利下降，收缩信用，从而引起经济衰退。当然，也有观点认为两者之间不存在因果关系，有可能是第三方因素导致两者同趋势变动，比如贸易摩擦。

这次倒挂并不一定意味着经济衰退。美债收益率倒挂不是经济衰退的充分条件，近年来较低的期限溢价水平，一定程度上是因为全球金融机构风险偏好下降，美债需求增加。经济衰退是否跟随美债收益率倒挂归根结底要看美国经济基本面。尽管当前市场对美联储降息预期飙升，但美国产出缺口仍为正，如果贸易摩擦等原因没有使美国经济大幅衰退，近期降息的可能性不大。

● 美国一季度GDP增速下修，通胀温和上涨

美国一季度GDP增速较初值有所下调，一季度环比修正值录得3.1%，较初值下调0.1个百分点。其中，个人消费支出、出口、州和地方政府支出上修，并对美国一季度GDP产生积极贡献，然而非住宅固定投资和私人库存投资的下修则形成拖累。虽然美国一季度个人消费支出增速有所上调，但受贸易局势趋紧和减税政策刺激效果减弱等因素的拖累，非住宅类固定资产投资增幅被下修，根据企业获利数据显示，企业盈利能力也有所减弱，或给美国二季度经济前景蒙上阴影。美国4月核心PCE物价指数同比增速符合预期，这符合近期美联储对于美国通胀疲软只是暂时的观点，美联储将对加息保持耐心。

● 避险情绪继续支撑美元指数走高

美元指数上周上行至97.774。美国消费者信心指数等经济数据表现良好，避险情绪依旧对美元形成支撑，美元指数走强。此外，欧元在近期表现较为疲弱，也有助于提振美元指数。中国央行持续稳定汇率，人民币汇率企稳回升。截至5月31日，美元兑人民币即期汇率收至6.9020，美元兑人民币汇率中间价收至6.8992，较前一周下行1BP。

● 商品指数涨跌互现

近期贸易局势、美债收益率倒挂等风险事件引发避险情绪再度升温，纽约联储公布缩表结束后的初步债券购买计划，释放宽松信号，令贵金属价格走高。螺纹钢供给端较为宽松，而需求有所走弱，利空螺纹钢价格。市场担忧全球经济增速下滑或拖累原油需求，美国原油库存降幅不及预期，利空油价。美国降雨和洪水造成天气极度潮湿、龙卷风等自然灾害频发，影响种子萌发，或将导致美国多个地区的作物明显减产，美国大豆播种进度远不及预期，利空豆价。

● 风险提示：美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：政府汇率管理工具箱里有什么？

2019-05-26

国际经济及大宗商品：央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式

2019-05-19

国际经济及大宗商品：美联储利率调控体系未来可能的演化方向

2019-05-12

国际经济及大宗商品：美联储短期内加息降息可能性都不大

2019-05-05

国际经济及大宗商品：超预期的美国经济可能没那么好

2019-04-28

国际经济及大宗商品：美联储货币政策对美股的影响

2019-04-21

国际经济及大宗商品：美联储前瞻指引面临困境

2019-04-14

国际经济及大宗商品：为何美国薪资增长乏力？

2019-04-07

国际经济及大宗商品：为什么长端美债收益率那么低？

2019-03-31

国际经济及大宗商品：中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

2019-03-24

国际经济及大宗商品：为什么中国国债收益率远低于经济增速？

2019-03-17

国际经济及大宗商品：货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

2019-03-10

目 录

1、 美债收益率倒挂，市场降息预期增加.....	4
2、 国外经济形势一周综述.....	5
3、 汇率走势一周综述.....	7
4、 商品价格走势一周综述.....	8
4.1、 商品指数涨跌互现.....	8
4.2、 黄金价格走高.....	9
4.3、 金属价格多数下跌.....	9
4.4、 能源化工产品价格多数回落.....	11
4.5、 农产品价格涨跌互现.....	13

图表目录

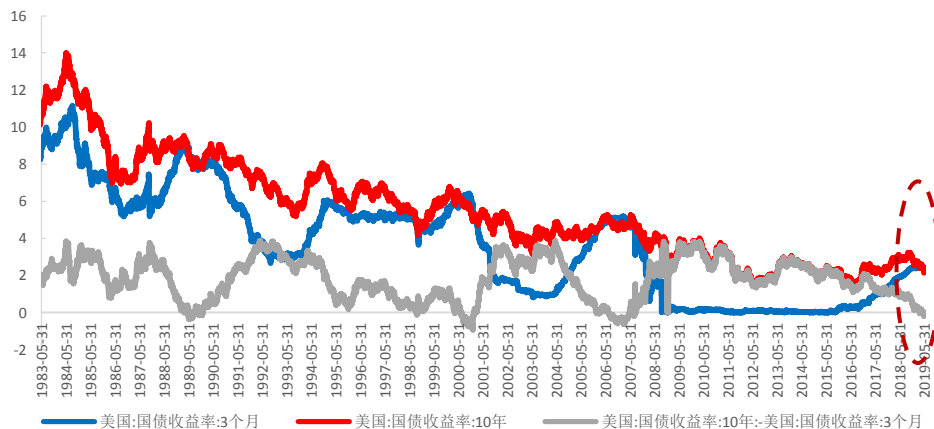
图 1: 美国 10 年期与 3 个月期美债收益率倒挂 (%).....	4
图 2: 美国家庭储蓄率 (%).....	5
图 3: 外国投资者持有美国国债 (十亿美元).....	5
图 4: 美国 GDP 增速 (%).....	6
图 5: 美国 PCE 物价指数同比增速 (%).....	6
图 6: 欧元区消费者信心指数.....	6
图 7: 欧元区经济景气指数.....	6
图 8: 南华商品指数近期走势.....	8
图 9: 南华商品指数周度涨跌幅.....	8
图 10: 上周黄金价格走势.....	9
图 11: 美元指数走势.....	9
图 12: 高炉开工率 (%).....	10
图 13: 当周螺纹钢库存 (万吨).....	10
图 14: 全国主要钢材品种库存 (万吨).....	10
图 15: 铁矿石港口库存 (万吨).....	10
图 16: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨).....	10
图 17: 上期所阴极铜库存(吨).....	10
图 18: 焦化企业开工率 (%).....	11
图 19: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨).....	11
图 20: 港口焦炭库存 (万吨).....	12
图 21: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	12
图 22: 下游发电集团煤炭库存 (万吨).....	12
图 23: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨).....	12
图 24: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	12
图 25: 港口煤炭库存 (万吨).....	12
图 26: 国际原油期货价格走势 (美元/桶).....	13
图 27: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶).....	13
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.05.27-2019.05.31).....	7
表 2: 商品指数总览 (2019.05.27-2019.05.31).....	8
表 3: 黄金价格走高 (2019.05.27-2019.05.31).....	9
表 4: 金属价格多数下跌 (2019.05.27-2019.05.31).....	9
表 5: 能源化工产品价格多数回落 (2019.05.27-2019.05.31).....	11

表 6: 农产品价格涨跌互现 (2019.05.27-2019.05.31) 13

1、美债收益率倒挂，市场降息预期增加

近期美国国债收益率下滑、长短端美债收益率倒挂再度引发市场关注。截至5月31日，10年期美债收益率一周内大幅下滑18BP至2.14%，为2017年6月以来最低水平。长端美债收益率的加速下行，令美债收益率曲线愈发平坦化，美国10年期与3个月期美债收益率自3月倒挂后再度在5月23日开始倒挂，且倒挂程度持续加深。5月31日，10年期美债收益率低于3个月期美债收益率21BP，令市场对美国经济或将步入衰退的忧虑升温。与此同时，市场预期的美联储降息概率也在增加，5月31日CME FedWatch显示的年内至少降息一次的概率高达95%。

图1：美国10年期与3个月期美债收益率倒挂（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

此次美债收益率曲线倒挂主要受避险情绪和市场对经济衰退担忧共同作用的结果。首先，5月以来中美贸易局势再度趋紧，此外，美国和墨西哥、印度等国的贸易摩擦也在加剧，市场避险情绪显著升温，投资者倾向于将资金从风险较高的资产中抽离，转而投向美债等风险相对较低的资产，进而导致美债收益率降低。

其次，长端美债收益率受名义经济增速的影响较大，虽然美国一季度经济数据整体上超预期，但是结构上并没那么好。美国一季度经济增速超预期主要是由净出口好转以及私人被动补库存拉动的，但是这些指标的不确定性都比较大，更为重要的内需，私人消费、私人投资增速都在走弱。部分美国经济数据的疲弱也预示着美国经济不那么乐观，美国5月制造业和服务业PMI数据均不及市场预期，制造业PMI更是下跌至2009年9月以来新低；美国4月零售销售也再度转跌，表明占美国经济约70%的消费在二季度初表现疲弱。美国经济动能有所放缓，长期美债收益率下行较快，而短期美债收益率下行幅度较小，进而导致美债收益率出现倒挂。

事实上，从长期角度来看，自1980年代以来，美债收益率呈现持续下降的趋势，美国长期国债收益率一直在走低，至少有以下几个方面因素。

第一，美国债券收益率在经济增速周围波动，我们在此前的报告中也根据OLS检验结果表明，美国十年期国债收益率和实际GDP增速存在正相关关系，而美国经济增速不断下滑，2008-2018年美国年均经济增速只有约1.5%，远不及次贷危机之前的水平，美债收益率自然也就呈现下滑趋势。

第二，从图2可以看出，自20世纪70年代以来，美国的家庭储蓄率（household saving rate）长期处于下降趋势，但该趋势自次贷危机以来开始出现逆转。次贷危机之后，美国整体储蓄率有所上升，进而压低美债收益率。截至2019年4月，美国家庭储蓄率为6.2%，高于次贷危机前3%左右的水平。此外，全球化环境下，中

国等高储蓄国家对美贸易顺差扩大，然后再购买美债，这相当于其他国家将储蓄转移到美国。

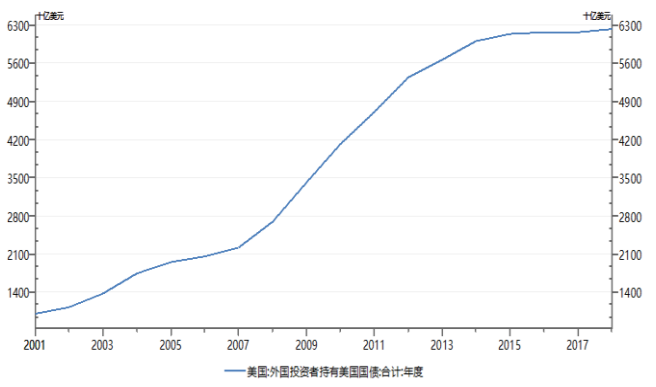
第三，2000年之后，海外资金对美债需求大幅增加。由于美国国债尤其是十年期国债被视为“无风险”资产，加上缺乏大的科技进步引致全球经济增速不断下滑，外国投资者出于对安全资产的配置需求，提升对美债的购买。从图3可以看出，自2001年以来外国投资者持有美国国债总额连年上升，国外资本对美债需求的提升也会压低美国国债收益率。此外，次贷危机之后，美国本土的金融机构对安全资产的需求在增加，这体现在不断上升的美股风险溢价上。

图2：美国家庭储蓄率（%）



资料来源：BEA，新时代证券研究所

图3：外国投资者持有美国国债（十亿美元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

从历史经验看，美债收益率倒挂与美国经济衰退高度相关，并且收益率倒挂的出现往往早于经济衰退。美债收益率倒挂领先经济衰退的机制尚不清楚，一个可能的解释是，金融机构往往借短放长，倒挂之后，金融机构盈利下降，收缩信用，从而引起经济衰退。当然，也有观点认为两者之间不存在因果关系，有可能是第三方因素导致两者同趋势变动，比如贸易摩擦。

这次倒挂并不一定意味着经济衰退。美债收益率倒挂不是经济衰退的充分条件，近年来较低的期限溢价水平，一定程度上是因为全球金融机构风险偏好下降，美债需求增加。经济衰退是否跟随美债收益率倒挂归根结底要看美国经济基本面。尽管当前市场对美联储降息预期飙升，但美国产出缺口仍为正，如果贸易摩擦等原因没有使美国经济大幅衰退，近期降息的可能性不大。

2、国外经济形势一周综述

美国一季度GDP增速较初值有所下调，一季度环比修正值录得3.1%，较初值下调0.1个百分点，略高于预期的3%。其中，个人消费支出、出口、州和地方政府支出上修，并对美国一季度GDP产生积极贡献，然而非住宅固定资产投资和私人库存投资的下修则形成拖累。占美国经济约70%的个人消费支出年化季环比增速上修0.1个百分点至1.3%，但仍为一年来的最低水平；此外，一季度出口增速上修至4.8%。虽然美国一季度个人消费支出增速有所上调，但受贸易局势趋紧和减税政策刺激效果减弱等因素的拖累，非住宅类固定资产投资增幅被下修，根据企业获利数据显示，企业盈利能力也有所减弱，或给美国二季度经济前景蒙上阴影。

美国4月通胀有所回升，核心PCE物价指数同比增速符合预期，这符合近期美联储对于美国通胀疲软只是“暂时的”观点，美联储将对加息继续保持耐心。美国4月核心PCE物价指数同比增长1.6%，持平预期和前值；环比增长0.2%，符合预期，高于前值0.1%；4月PCE物价指数同比增长1.5%，不及预期1.6%，持平前

值；环比增长 0.3%，持平预期，高于前值 0.2%。

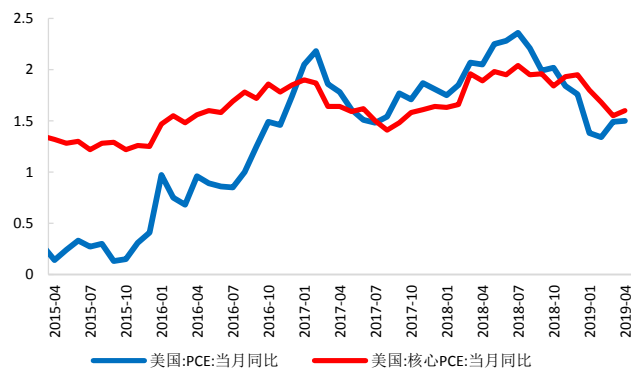
欧元区 5 月经济景气指数意外走高至 105.1，高于 4 月的 103.9，结束自 2018 年底以来的持续下滑，主要原因在于对工业和服务业以及消费者信心的乐观情绪有所增强。其中具体细分指数方面，工业景气指数为-2.9，服务业景气指数为 12.2，消费者信心指数为-6.5，均高于预期和前值。欧元区经济景气指数的回升给欧元区经济增长带来一定的信心，但欧元区仍面临国际贸易局势紧张、英国脱欧进程不确定、以及德国汽车业结构性变化等下行风险的挑战。

图4： 美国 GDP 增速 (%)



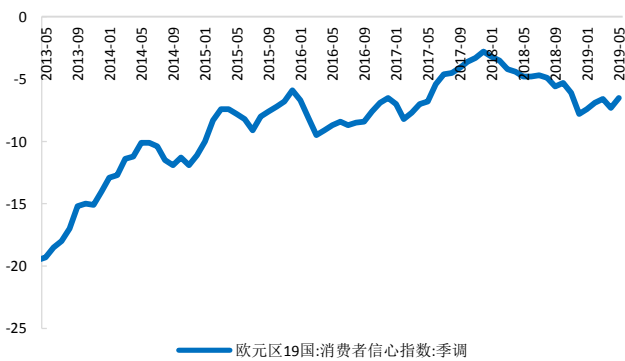
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 美国 PCE 物价指数同比增速 (%)



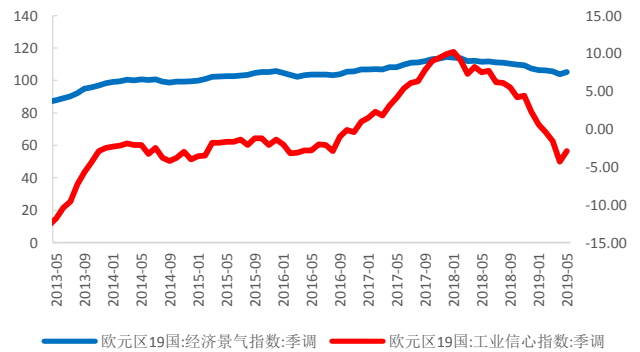
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 欧元区消费者信心指数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 欧元区经济景气指数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、汇率走势一周综述

表1：主要汇率及汇率指数一周概览（2019.05.27-2019.05.31）

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	6.8993	6.8992	6.8924	6.8992	-0.0014	↓
美元兑离岸人民币	6.9175	6.9468	6.8993	6.9369	0.2804	↑
美元兑日元	109.32	109.925	108.27	108.3	-0.9330	↓
欧元兑美元	1.1206	1.1216	1.1116	1.1168	-0.3391	↓
英镑兑美元	1.2712	1.2749	1.2559	1.2632	-0.6293	↓
美元指数	97.6021	98.2886	97.5456	97.774	0.1761	↑
CFETS 人民币汇率指数	93.76			93.61	-0.1600	↓
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	93.4			93.26	-0.1499	↓
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	97.4			97.27	-0.1335	↓

资料来源：Wind，新时代证券研究所 注：人民币汇率指数时间区间为5月17日-5月24日。

美元指数上周上行0.18%收至97.774。美国消费者信心指数等经济数据表现良好，避险情绪依旧对美元形成支撑，美元指数走强。此外，欧元在近期表现较为疲弱，也有助于提振美元指数。欧元区经济前景不被看好，欧盟委员会致函意大利政府表示，认意大利或因债务问题面临记录处分，令欧元走弱。上周欧元兑美元下行0.3391%，收报1.1168；英镑兑美元下行0.6293%，收报1.2632。

中国央行持续稳定汇率，人民币汇率企稳回升。截至5月31日，美元兑人民币即期汇率收至6.9020，一周上行57BP；美元兑人民币汇率中间价收至6.8992，较前一周下行1BP；美元兑离岸人民币汇率收至6.9369，较前一周上行194BP；12个月期美元兑人民币NDF收至6.9840，较前一周上行253BP。

4、商品价格走势一周综述

4.1、商品指数涨跌互现

表2：商品指数总览（2019.05.27-2019.05.31）

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
南华商品指数	1472.23	1482.22	1454.27	1454.27	-1.22	↓
南华工业品指数	2309.76	2326.10	2263.06	2263.06	-2.02	↓
南华农产品指数	762.72	789.58	762.72	776.16	1.76	↑
南华金属指数	3260.97	3308.47	3204.04	3204.23	-1.74	↓
南华能化指数	1383.51	1389.79	1354.94	1355.28	-2.04	↓
南华贵金属指数	523.99	526.07	519.75	525.83	0.35	↑
CRB 现货指数:综合	413.63			417.42	0.98	↑

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上周，南华商品价格指数涨跌互现。南华商品指数下行 1.22% 至 1454.27，分项中，南华贵金属指数上行 0.35%；南华工业品指数下行 2.02%；南华金属指数下行 1.74%；南华农产品指数上行 1.76%；南华能化指数下行 2.04%。

南华贵金属指数上行 0.35% 至 525.83。近期贸易局势、美债收益率倒挂等风险事件引发避险情绪再度升温，推升贵金属价格。此外，上周五纽约联储公布缩表结束后的初步债券购买计划，释放宽松信号，令贵金属价格走高。

金属价格多数下跌，南华金属指数下行 1.74% 至 3204.23。螺纹产量继续攀升，供给端较为宽松，而受南方高温降雨影响，需求有所走弱，利空螺纹钢价格。贸易局势依旧紧张，避险情绪推升美元指数，压制金属价格，叠加 LME 铜库存再度大幅累积，利空铜价。

能化类商品价格多数回落，南华能化指数下行 2.04% 至 1355.28。港口焦炭库存大幅回升，利空焦炭价格。电厂日耗回落，电厂及港口煤炭库存持续回升，利空动力煤价格。市场担忧全球经济增速下滑或拖累原油需求，美国原油库存降幅不及预期，利空油价。

上周农产品期货价格多数走高，南华农产品指数上行 1.76% 至 776.16。美国降雨和洪水造成天气极度潮湿、龙卷风等自然灾害频发，影响种子萌发，或将导致美国多个地区的作物明显减产，美国大豆播种进度远不及预期，利空豆价。

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_12243

