

海外宏观双周报

美债利率倒挂，市场担忧再起

■ 核心观点

第一，在 3 月期和 10 年期美债收益率再次出现倒挂的当下，我们需要对未来 1-2 年全球经济金融体系发生危机的可能性保持警惕。

第二，欧元区与英国可能成为未来 1-2 年内危机的引爆点，并通过国际贸易与投资对全球经济产生较大冲击，其中，外资依赖度高的新兴市场国家也可能会受到波及，进而发生局部经济金融危机。

第三，市场判断：风险资产面临调整压力，日元、瑞郎、黄金等避险资产将受到配置资金青睐。

本周市场重点

■ 美长短期国债收益率倒挂，全球避险情绪再起

3 月 22 日，3 月期和 10 年期美债收益率出现倒挂，上次出现该现象还是在 2006-2007 年。从 1980 年至今约 40 年时间里，美国 3 月期和 10 年期国债收益率共出现了 6 次。除本次外，其余发生时间分别在 1982 年、1989 年、1998 年、2000-2001 年、2006-2007 年，全球性或区域性重大经济金融危机无一例外地在之后不久发生，对应的经济金融危机分别为 1982 年通胀危机、1990-1991 年美国金融危机、1998 年东南亚金融危机、2001 年科网泡沫破裂引发的经济金融危机以及 2007 年次贷危机引发的 2008 年全球性经济金融危机。2019 年 3 月 22 日再次出现该现象引发了市场对未来可能再次陷入经济金融危机的担忧与恐慌，当日，包括美股在内的全球风险资产也大幅下滑，黄金等避险资产价格有所上扬。

长短期国债收益率倒挂本身意味着市场对未来经济的担忧在加深，中长期贷款对于资金的吸引力在下降，而流动性偏好在加强，长短期国债利率倒挂作为经济金融危机的预警是有逻辑支撑的，历史经验也表明长短期美债利率倒挂的预警作用尚未出现错误，我们也认同这一点，未来 1-2 年全球经济金融体系确有遭受较大冲击的可能。但值得我们探究的是，如果未来 1-2 年经济金融危机真的到来的话，将会以一种什么样的形式出现，并将如何蔓延？

上述问题还是需要从历次经济金融危机的发展进程中寻找线索。从历史经验可以发现，自牙买加体系确立之后，美国本土爆发的经济金融危机往往会蔓延到全球，而非美国本土爆发的经济金融危机更多被限制在局部，蔓延的广度与影响的深度较前者均有一定差距。这与美元霸权及其带来的美联储在货币政策上的独立性、而非美经济体则面临的三元悖论有关。从利率倒挂的时长与随后的经济金融危机的影响程度看可以得出 3 个月与十年美债收益率倒挂越长，随后到来的经济金融危机的蔓延广度与冲击强度往往会越大，而当利率倒挂结束时，经济金融危机几乎同时爆发。

目前 3 月期和 10 年期美债收益率刚刚出现倒挂，持续时长或者频繁出现的时长尚待后续跟踪。纵观全球，目前经济形势最糟糕的当属欧元区，不仅亟需改革的财政、福利等问题耗时良久，而且在持续的宽松政策下，其经济内生增长动力偏弱，政策也难有进一步放松的空间，若欧元区无法止住经济下行的趋势，欧元区内部的分化将愈演愈烈，可能引发欧洲的经济金融危机。

英国经济类似欧元区，且还面临无协议脱欧的风险，在英国议会屡次否决特丽莎·梅的脱欧草案后，英国无协议脱欧的概率有所增加，虽然目前已延迟脱欧，但近期以法国总统马克龙为首的欧盟成员国领导人对英国施压，强调英国议会若继续否决特丽莎·梅的脱欧协议，那么欧盟将推动无协议脱欧，在面临欧元区经济下行的背景下，无协议脱欧将是英国经济的重大潜在风险，且可能导致欧元区经济加剧下行，从而引发欧洲的经济金融危机。

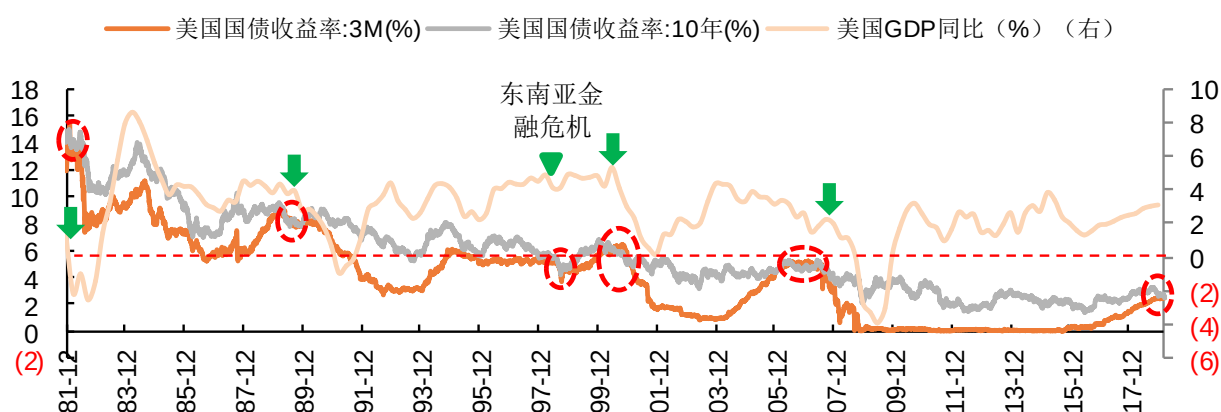
日本经济走势虽然缓慢，但依靠庞大稳定的亚洲市场，日本经济尚优于欧洲，且失业率处于历史低位，爆发经济金融危机的概率不大。

美国经济目前高位回落态势已现，但考虑到居民、企业杠杆率距历史高位尚远，加上美元霸权下美国强大的逆周期调节能力，美国爆发经济金融危机的条件尚不成熟；美国政府支出增速受赤字规模压制与两党博弈冲击会有所减缓，但政府支出作为逆周期调节的一大工具，并不会加剧美国经济下行，所以美国经济即使下行，大概率也将是缓慢的震荡回落过程，而非突发性的崩溃。但是值得担忧的是，估值高企的美股可能会结束长达十年的牛市转而进入长周期熊市的开端，这可能会成为压制美国经济的一大因素。

新兴市场则面临较复杂的情形，土耳其、阿根廷、南非等外资依赖度较高的新兴市场国家将可能遭受外资回流带来的冲击，局部的新兴市场危机可能继 2018 年再现，但难以演变成全球性的经济金融危机。而以中国、东盟为代表的亚洲新兴国家则具有相对较强的经济增长动力，加上独立性较强的宏观调控能力，发生经济金融危机的概率并不大。

综合来看，在 3 月期和 10 年期美债收益率再次出现倒挂的当下，我们需要对未来 1-2 年全球经济金融体系发生危机的可能性保持警惕。欧元区与英国可能成为未来 1-2 年内危机的引爆点，并通过国际贸易与投资对全球经济产生较大冲击，其中，外资依赖度高的新兴市场国家也可能受到波及，进而发生局部经济金融危机。就金融市场而言，短期市场的风险偏好将受到压制，全球风险资产面临调整压力，同时以日元、瑞郎、黄金为代表的避险资产将受到配置资金的青睐。中长期市场的风险偏好能否回升，还需要看利率倒挂能否迅速结束以及各经济体能够继续加大逆周期调节的力度。

图表1 三个月与十年美国国债收益率倒挂后，经济危机往往随之而来



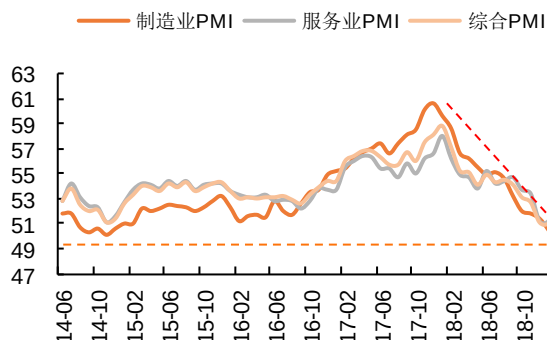
资料来源：WIND，平安证券研究所

■ 欧元区景气度持续下行，内忧外患难有好转

欧元区及成员国 3 月 PMI 初值公布后大幅低于预期。其中欧元区 3 月制造业 PMI 初值为 47.6，创 2013 年 4 月以来新低，服务业与综合 PMI 初值均创 2 个月低点；德国 3 月制造业 PMI 初值为 44.7，创 2012 年 8 月以来最低，综合 PMI 初值为 51.5，创 2013 年 6 月以来最低；法国 3 月制造业 PMI 为 49.8，综合 PMI 初值为 48.7，服务业 PMI 初值为 48.7，均呈现持续下行的趋势。

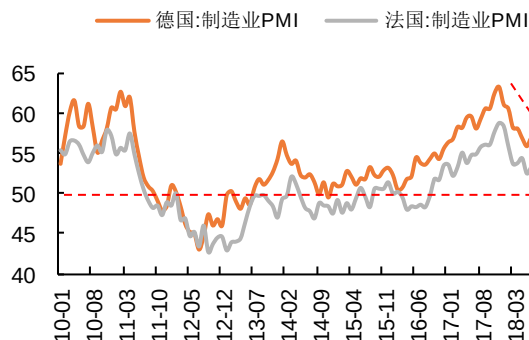
欧元区自 2018 年一季度开始步入景气下行通道后，经济就持续弱势。在这段时间，欧盟一直面临内忧外患。内忧主要在于以下三点：第一，长期宽松的货币政策边际作用递减，且没有继续宽松的空间；第二，内部的分化加剧了财政政策的分歧，欧元区成员国无法通过一致的财政政策对步入下行轨道的经济进行逆周期调节；其三，英国脱欧谈判以及南欧国家的债务问题难获进展，市场对欧元区经济前景的预期不断下调。外患主要有以下三点：第一，中美贸易摩擦带来的全球性贸易保护主义倾向加强，进而带来全球经济增速趋缓，导致欧元区出口与境外投资受到拖累；第二，中美经济增速先后面临回落压力，从需求端进一步拖累了欧元区出口；第三，美欧贸易谈判尚在进行，法国为首的贸易保守派与德国为首的贸易自由派分歧明显，且难以达成共识，致使美欧贸易谈判效率较低，特朗普也屡屡利用加征关税的措辞施压欧元区汽车业，致使欧元区经济在投资端受到拖累。总体来说，内忧外患下，欧元区仍难有提振经济的灵丹妙药，能保持经济缓慢下行已实属不易，未来 1-2 年甚至有发生经济金融危机的可能性。

图表2 欧元区制造业景气度持续大幅下行



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表3 德法制造业景气度持续大幅下行



资料来源：WIND, 平安证券研究所

海外经济跟踪

■ 中美贸易第八至九轮谈判即将进行，阶段性进展提振风险偏好

据中国商务部消息，在贸易谈判取得重要阶段性进展后，3月28日-29日美国代表团将访华进行第八轮中美高级别贸易磋商，4月初中方代表团将赴美进行中美第九轮高级别贸易磋商。

点评：中美贸易谈判仍将持续，第八轮与第九轮谈判日程已规划确定。从这一点可以看出，中美贸易谈判整体的态势仍然向好。尽管双方没有就谈判细则进行公示，但均承认已取得重要阶段性进展。中美贸易谈判的持续进行将有助于全球金融市场风险偏好的提升，也将给下行压力渐显的全球经济注入强心剂。

■ 英国脱欧临关键时刻，无协议脱欧风险增加

英国议会下周将表决是否通过特雷莎·梅第三次提出的脱欧协议草案。若通过，则英国脱欧将延迟至5月22日；若协议再遭否决，英国必须在4月12日前就协议进行进一步讨论并提出新的方案，脱欧截止日期也会从原先的3月29日延迟到4月12日。

点评：尽管英国议会与欧盟就延迟脱欧截止日期达成一致，但欧盟附加的条件使得下周英国议会对特雷莎·梅第三次提出的脱欧协议草案的审议至关重要，若再次否决，将只有半个月的时间留给英国制定新的脱欧方案。考虑到前两次脱欧草案均遭否决，且议会否决票优势明显，同时脱欧草案也难有显著修改的空间，所以英国议会仍可能再次否决特雷莎·梅的脱欧草案。

若下周英国议会否决特雷莎·梅的脱欧草案，剩下半个月的时间也难以对脱欧协议进行大幅修正，脱欧前景未来仍有较大的不确定性。目前虽然英国数百万民众呼吁再次脱欧公投但由于再次公投将给英国的民主制度带来严峻冲击，所以目前再次公投并非优先选项。而无协议脱欧不仅遭到了英国议会的否决，也是英国与欧盟双方均不愿看到的情形。所以，在短期无法就脱欧事项取得进一步进展的背景下，延迟脱欧仍将是有可能性的结果，但这可能导致特雷莎·梅下台并进行重新大选，之后再继续推进脱欧事项。虽然英国脱欧最终将演变为何种情形难以预判，但波折持久的局势给英国与欧盟带来的冲击却是可预期的，这对处于下行周期的欧洲经济来说仍是一大潜在风险。

海外市场跟踪

图表4 海外金融市场跟踪

	最新值 (2019.2.22)	分位数	本周均值 (2019.2.18-22)	周涨跌	月涨跌	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	25502.3	98.1%	25802.40	-1.34%	-1.60%	9.32%
标普 500 指数	2800.7	98.3%	2829.07	-0.77%	0.58%	11.72%
纳斯达克指数	7642.7	98.3%	7729.81	-0.60%	1.46%	15.18%
富时 100 指数	7207.6	91.7%	7295.42	-0.29%	1.88%	7.13%
CAC40 指数	5269.9	80.6%	5374.03	-2.50%	0.56%	11.40%
DAX 指数	11364.2	88.0%	11592.70	-2.75%	-1.32%	7.63%
恒生指数	29113.4	96.5%	29276.24	0.35%	1.68%	12.64%
美元指数	96.61	74.1%	96.38	0.07%	0.40%	0.55%
欧元兑美元	1.13	29.0%	1.14	-0.23%	-0.69%	-1.36%
英镑兑美元	1.32	9.8%	1.32	-0.48%	-0.45%	3.53%
美元兑日元	109.91	53.6%	110.84	-1.49%	-1.32%	0.19%
美元兑人民币（离岸）	6.72	36.8%	6.71	0.08%	0.40%	-2.29%
美国十年期国债利率	2.44%	26.2%	2.55%	-15.0bp	-29.0bp	-25.0bp
英国十年期国债利率	1.04%	1.6%	1.15%	-21.0bp	-30.0bp	-29.7bp
法国十年期国债利率	0.36%	1.8%	0.43%	-10.2bp	-21.6bp	-24.0bp

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_13547

