

疫苗取得突破性进展，欧美国债收益率开始上行

新冠疫苗和宏观经济研究系列之一

证券研究报告

2020年11月12日

● 核心结论

随着辉瑞和BioNTech的新冠疫苗取得突破性进展，我们判断全球经济明年会呈现“前低后高”的加速复苏态势，海外主要经济体尤其是美国的国债收益率将会继续上行。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，并在5月12日发布报告《中美德三国长债收益率均已见底——长债收益率开启上行周期》。5月至今债市走势不断验证我们的判断。

市场开始定价经济复苏逻辑，尽管三四季度欧美疫情的二次爆发拖累了复苏进度，但疫苗的突破性进展提振了市场预期。11月9日，辉瑞和BioNTech合作研发的新冠疫苗发布了三期临床的部分实验数据，结果显示这只新冠疫苗的有效性超过了90%，远超市场预期，有望最快将在11月底向FDA申请紧急授权使用的批准，12月就能够供一线医护人员使用。因此：1) 就业：如果疫苗能够尽快上市使用，经济逐渐重启，欧美的就业市场有望大幅好转。2) 居民消费：疫苗的突破性进展将会显著提振消费者信心，本次经济衰退中居民收入受到的损失远不及金融危机时期，消费能力仍在，消费意愿的回升将会推动消费的快速回暖，居民储蓄率将会继续下降。3) 企业投资：经济复苏的不确定性大大降低，叠加下游需求的复苏，企业信心也会迎来回升，从而加大投资和支出，带动企业盈利的回升。

从债市周期的角度来看，我们继续认为全球债券正处于2008年四季度到2009年一季度的债市情况。全球债市从今年二季度开始已经在定价经济复苏，尽管由于疫情反复、美国大选等事件的影响，债市呈现震荡反复，但是在一系列风险因素落地之后，债券收益率将会继续开启正式的上行周期。具体来说：

1) 美债：短债已经接近零利率，在未来长短期利差走阔的情况下，我们判断10年期美债收益率将会在未来半年上行到1.5%。美债10年与2年收益率利差为79个基点，处于历史周期低位，11月9日辉瑞疫苗进展超预期后，最近三天已经上升了12个基点。2) 德债：10年期德债收益率已经见底，中枢将会逐渐上行。欧洲疫情二次反弹导致德债收益率在三季度有所下降，但是新冠疫苗的超预期进展明显缓和了市场担忧，经济不会再回到3月完全停摆的最差的时候。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经济预期。3) 中债：我们认为中债10年期收益率短期还有向上的空间，利率债的趋势性机会还需要再等待。4月至今，我国经济复苏逻辑不变，基本面不利于债市，长债利率虽然已经在最近半年内不断调整，上升了接近76个基点到3.24%，但尚未到确定性的拐点。

风险提示：疫苗进展与全球经济不及预期；中美关系的不确定性。

分析师



雅雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



陶冷



15000831636



taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

西部宏观自上而下研究系列之五：美元贬值将会如何影响A股？ 2020年8月4日

2020年下半年宏观经济和市场展望：从流动性危机到流动性牛市 2020年7月20日

西部宏观自上而下研究系列之四：我们正站在两个周期的起点 2020年7月6日

西部宏观自上而下研究系列之三：当下经济周期如何进行行业配置？ 2020年6月29日

西部宏观自上而下研究系列之二：全球市场的核心因素剖析以及后续的走势 2020年6月14日

西部宏观自上而下研究系列之一：ESG主题基金在全球和中国的发展 2020年5月31日

中美德三国长债收益率均已见底：长债收益率开启上行周期 2020年5月12日

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

索引

内容目录

一、疫苗进展与经济复苏	3
二、债券	6
1、美债	6
2、德债	7
3、中债	8

图表目录

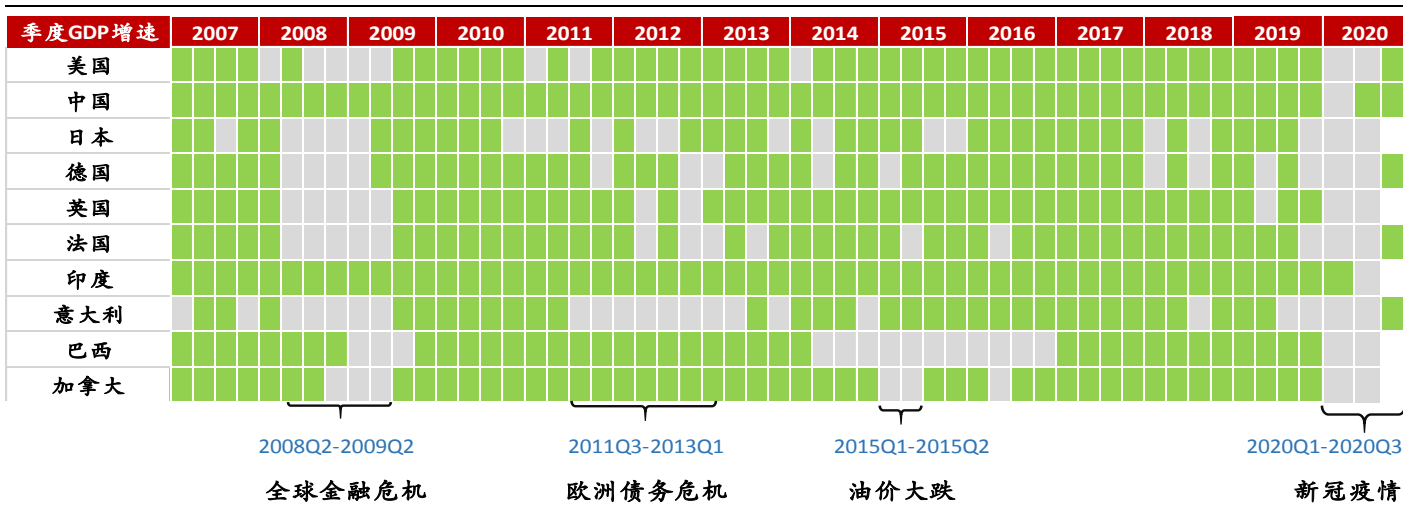
图 1：全球前 10 大经济体的季度 GDP 增速	3
图 2：2020 年 10 月主要经济体的官方制造业 PMI	3
图 3：失业率仍然居于历史高位	4
图 4：暂时性失业的人数仍然接近 30%	4
图 5：消费者信心指数与零售同比增速正相关	5
图 6：居民收入受到的影响不及 2008 年金融危机	5
图 7：居民收入受到的影响不及 2008 年金融危机	5
图 8：美国中小企业乐观指数	6
图 9：标普 500 指数未来 EPS 市场一致预期	6
图 10：美债期限利差	6
图 11：美国 10 年期与 2 年期国债收益率	7
图 12：2018 年至今德国 10 年期国债收益率持续下行	8
图 13：德国每日新增确诊病例	8
图 14：中债期限利差	9
图 15：中美利差	9

随着辉瑞和 BioNTech 的新冠疫苗取得突破性进展，我们判断全球经济明年会呈现“前低后高”的加速复苏态势，海外主要经济体尤其是美国的国债收益率将会继续上行。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，并在 5 月 12 日发布报告《中美德三国长债收益率均已见底——长债收益率开启上行周期》。5 月至今债市走势不断验证我们的判断。

一、疫苗进展与经济复苏

全球经济三季度已经开始恢复，市场开始定价经济复苏逻辑。2020 年 Q2 虽然只有中国经济正增长，但 Q3 已发布国家均实现环比正增长。第三季度，中国 GDP 同比增长 4.9%，美国 GDP 环比增长 33.1%；欧元区 GDP 环比增长 12.7%。从制造业 PMI 来看，10 月摩根大通全球制造业 PMI 达到 53，是今年的最高值。除了日本还在荣枯线以下，为 48.7，其他主要经济体的制造业 PMI 都位于 50 以上。

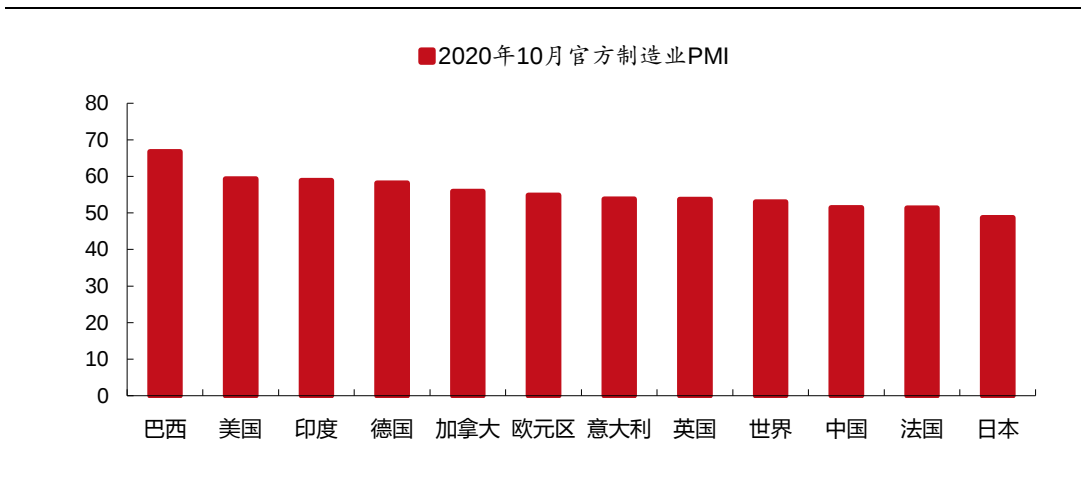
图 1：全球前 10 大经济体的季度 GDP 增速



资料来源：WIND，Bloomberg，西部证券研发中心

注：每个方块代表一个季度，绿框：GDP 增速为正；灰框：GDP 增速为负；白框：GDP 增速未发布

图 2：2020 年 10 月主要经济体的官方制造业 PMI

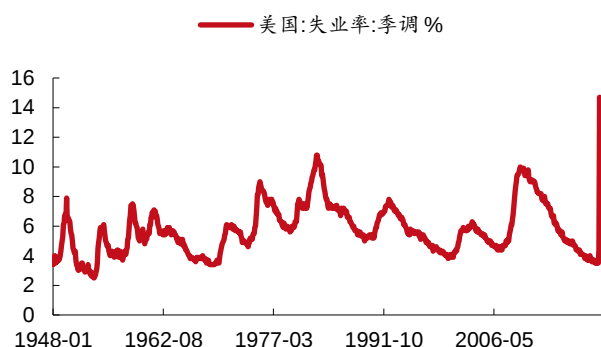


资料来源：WIND，西部证券研发中心

尽管三四季度欧美疫情的二次爆发拖累了复苏进度,但疫苗的突破性进展提振了市场预期。11月9日,辉瑞和BioNTech合作研发的新冠疫苗发布了三期临床的部分实验数据,结果显示这只新冠疫苗的有效性超过了90%,远超市场预期。此前医学界普遍认为疫苗的上市标准应达到70%以上,而FDA在今年7月1日发布新冠疫苗的标准是50%,为了推进疫苗进展还降低了标准。全球目前有超过200个潜在的新冠疫苗正在研发,有超过30个在临床实验阶段。辉瑞从7月底就开始了三期临床实验,目前已经拿到了部分实验数据,有望最快将在11月底向FDA申请紧急授权使用的批准,12月就能够供一线医护人员使用。对于全球资本市场来说,经过三期临床试验而且被宣布安全有效的疫苗将是一个非常大的积极信号,大大减弱了投资者对疫情的担忧,巩固了经济复苏的预期,显著提振海内外市场风险偏好。

对就业市场来说,如果疫苗能够尽快上市使用,经济逐渐重启,暂时性失业的人将会陆续回到工作岗位,有可能会推动就业市场大幅好转。从就业来看,疫情对今年的就业市场造成了非常大的打击,失业率和失业人数都创下了历史新高,但同时暂时性失业的人占了很大一部分比例。10月美国失业率为6.9%,较4月的历史最高点下降了7.8个百分点,但仍处于历史高位。由于经济尚未修复,目前美国有相当多的短暂解雇(temporary layoffs)。10月暂时性失业的人占到了29.1%,尽管比4月的历史最高点78.3%大幅下降,但是仍然高于往年10%左右的水平。

图3: 失业率仍然居于历史高位



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图4: 暂时性失业的人数仍然接近30%

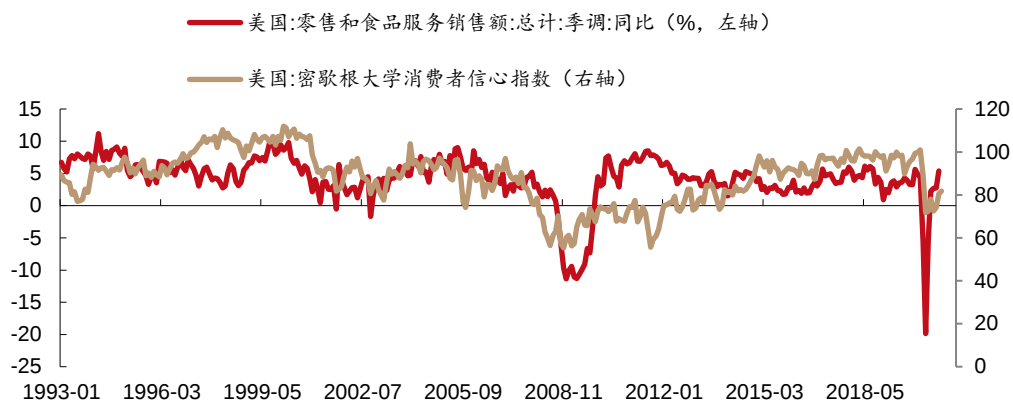


资料来源: WIND, 西部证券研发中心

从个人消费来看,如果疫苗能成功上市使用,将会显著提振消费者信心,从而带动消费复苏。从消费意愿来说,消费者信心指数与零售额同比增速具有明显的正相关关系。10月密歇根大学消费者信心指数回升到81.8,同时美国零售总额9月同比增速也上升到了5.36%。我们认为,在疫苗成功上市之后,消费者信心会得到极大的提振,居民消费会大幅回补,尤其是此前受“社交距离限制”影响较大的服务业消费。美国的服务业GDP占全部GDP的六成,因此服务业消费的恢复将是经济复苏的主要贡献项。

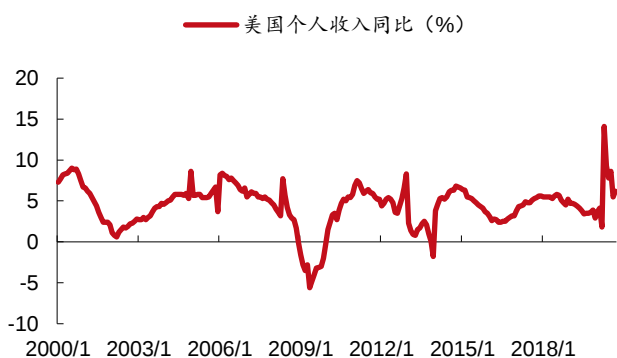
从消费能力来说,由于美国3月的经济刺激法案中直接向家庭和个人发放现金补助,因此4月美国居民个人收入还同比增长了14.1%,到9月同比增速依然达到6.2%,总体来看美国居民个人收入并没有大幅下滑。目前美国居民储蓄率在9月为14.3%,较4月的33.6%虽然大幅下滑,但仍然是2000年以来的高位。因此若疫情影响消退,居民的消费能力仍在,消费意愿的回升将会推动消费的快速回暖,居民储蓄率将会继续下降。

图 5：消费者信心指数与零售同比增速正相关



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 6：居民收入受到的影响不及 2008 年金融危机



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 7：居民收入受到的影响不及 2008 年金融危机



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

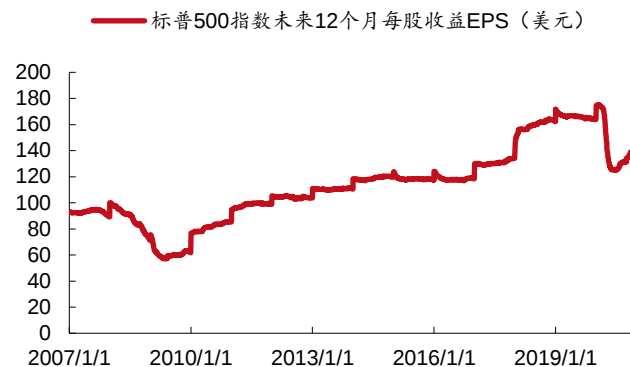
从企业来看，经济复苏的不确定性大大降低，叠加下游需求的复苏，企业信心也将会迎来回升，从而加大投资和支出，带动企业盈利的回升。美国中小企业乐观指数从 4 月的 90.9 回升至 10 月的 104，显示中小企业对未来的经营乐观情绪逐渐回暖。目前市场对未来标普 500 指数每股收益的一致预期呈现逐步上升趋势。

图 8：美国中小企业乐观指数

图 9：标普 500 指数未来 EPS 市场一致预期



资料来源：WIND，西部证券研发中心



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

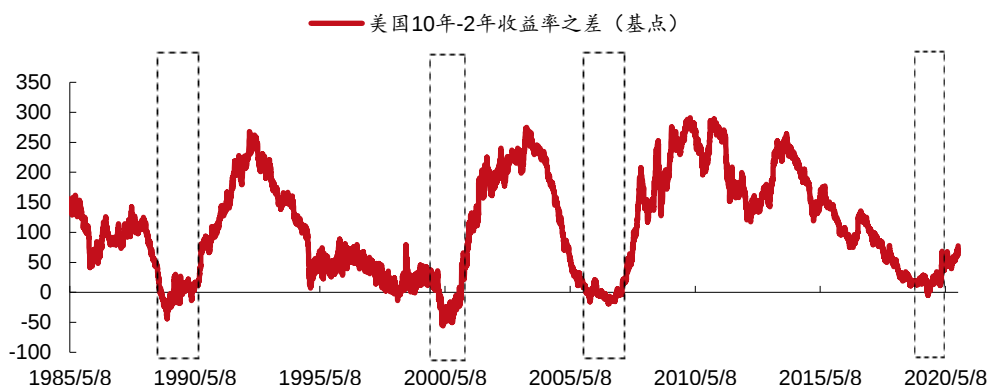
二、债券

从债市周期的角度来看，我们正处于 2008 年四季度到 2009 年一季度的债市情况，全球债市从今年二季度开始已经在定价经济复苏，尽管由于疫情反复、美国大选等事件的影响，债市呈现震荡反复，但是在一系列风险因素落地之后，债券收益率将会继续开启正式的上行周期。

1、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走阔，而且速度往往会非常快。回顾历史，1985 年至今美债 10 年与 2 年收益率出现过四次明显的倒挂，分别是 1988-1990 年、2000 年、2006-2007 年、2019 年 8-9 月，在期限利差倒挂后的一年内，美国都出现了经济衰退，伴随而来的是期限利差大幅走阔。

图 10：美债期限利差



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

美国的短债已经接近零利率，因此在未来长短期利差走阔的情况下，美国长债将会逐渐上行。我们判断 10 年期美债收益率在未来半年将会上升到 1.5% 以上。

2020 年 3 月美联储快速降息，将基准利率下降至 0-0.25%。考虑到经济修复整体可控，实施负利率的必要性大大降低，并且在经济恢复到疫情前的正常水平之前，美联储短期内不会加息，因此美国短端利率目前已经到达底部。长端利率，10 年期国债收益率在今年 3 月 9 日已经达到 0.54% 的历史最低值，虽然美联储未来可能会采取收益率曲线控制的工具来给长债收益率设定一个天花板，但目前来看长债收益率为 0.96%，仍处于历史底部，还没有快上升到高水位。未来在期限利差上行的情况下，长债利率有上行压力。截至 2020 年 11 月 11 日，美债 10 年与 2 年收益率利差为 79 个基点，处于周期低位，11 月 9 日辉瑞疫苗进展超预期后，最近三天已经上升了 12.68 个基点。

图 11：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

2、德债

从 2020 年 2 月开始，由于欧洲疫情快速蔓延和爆发，投资者开始追逐避险资产，并且开始定价德国经济衰退的预期。德债 10 年期收益率快速从年初的 -0.2% 下行至 3 月 9 日的 -0.86%。随着欧美财政政策和货币政策双管齐下，大规模重启量化宽松缓解市场流动性危机，叠加欧洲疫情逐渐被控制住，德债收益率开始触底反弹，最高一度反弹至 -0.19%。

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_1448

