

# 芳华刹那间：新低的美债收益率何去何从？

## 新冠疫情研究系列之七

### 核心结论

新冠疫情在海外愈演愈烈，大有蔓延到美国本土的趋势，美国债券收益率近期创下历史最低值。在2019年，美国经济出现了两个大的变化，第一是经济增长几乎完全靠消费拉动。第二是美联储为了对抗贸易争端带来的下行压力，在2019年选择降息三次。这也意味着美联储目前对抗经济下行的常规弹药储备不够。在未来，新冠疫情直接冲击的将会是美国经济中唯一苦苦支撑的消费部门，这使得美国经济陷入衰退的可能性大幅增加。

在这个大背景下，从2020年2月21日至2月28日，海外债券市场开启了一波罕见的行情。在短短六个交易日内，美国的10年期国债收益率从2月19日的1.58%下行至2月28日的1.15%，下行幅度达到43个基点。我们判断，美联储的进退失措，以及桑德斯在民主党初选中的领先，叠加新冠疫情在全球的蔓延（以及随之而来的对美国本土疫情爆发的担忧），是美债收益率大跌的三个主要原因。截至3月2日，债券期货市场对3月18日美联储议息会议的定价预期为100%的概率降息50个基点。目前看来，如果股市继续深度调整的话，美联储有紧急降息的可能。



另外还需要注意的是，在全球债券收益率走低的大背景下，意大利和希腊的10年期国债收益率最近反而有所上行。显示投资者开始担忧一些国家的经济增长前景，并且开始认真考虑这些国家国债的风险。债券市场需要密切关注这个信号。

展望后市，目前美债收益率极其超跌，短期内有反弹的可能。类似的超跌反弹在2019年9月出现过。我们认为这一次美债收益率的猛烈下跌有部分恐慌情绪引起的超跌因素，短期内美债收益率有反弹的可能。



但是在中期，美债收益率仍然会笼罩在美国经济衰退的阴影之下。如果美国经济陷入衰退，则美债收益率在中期仍有继续走低的可能。对于美国经济来说，未来有两个风险需要特别注意。第一，如果新冠疫情在美国大规模爆发的话，势必会大力冲击美国的居民消费，美国经济衰退的风险将大大增加。在这个情境下，美国在2020年陷入衰退的概率大于75%。第二，如果美国股市继续下跌，或者反弹不及预期的话，也将会冲击到美国的居民消费，增加美国经济衰退的风险。我们认为如果美股下跌超过20%并且无法反弹的话，则美国在2020年陷入经济衰退的概率为55%。考虑到海外疫情对中国经济的二次冲击，我们认为中国的10年期国债收益率仍有一定的下行空间。

风险提示：疫情蔓延超预期，美国经济衰退

### 分析师

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

### 联系人

 张育浩  
 18548912118  
 zhangyuhao@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

新冠疫情研究系列之六：红颜弹指老；深度复盘美股大跌 2020年3月1日  
 新冠疫情研究系列之五：新冠疫情叠加总统初选驱动美股大跌 2020年2月28日  
 新冠疫情研究系列之四：以时间换空间，经济复苏有效时点或在2月下旬 2020年2月19日  
 新冠疫情研究系列之三：新冠疫情是否会影响中美一阶段协议的履行？ 2020年2月7日  
 新冠疫情研究系列之二：砍出希望的石头：2021年一季度GDP增速可能创下7年新高 2020年2月6日  
 新冠疫情研究系列之一：2020年新冠疫情对经济的影响问卷调查 2020年2月6日

## 索引

### 内容目录

1. 复盘全球债券市场的走势 .....	3
a) 复盘美国债券市场的走势 .....	3
b) 其他国家债券市场近期走势 .....	4
2. 为什么美债收益率会创下历史新低? .....	5
a) 美联储的徒劳抵抗 .....	5
b) 新冠疫情对美国经济的冲击 .....	7
c) 美国大选黑天鹅 .....	7
3. 之后债券市场会怎么走? .....	8
a) 美国的衰退风险 .....	8
b) 对国内债券市场的影响 .....	9

### 图表目录

图 1: 美国 10 年期国债收益率走势复盘 .....	3
图 2: 全球负利率债券规模 ( 万亿美元 ) .....	4
图 3: 各国 10 年期国债收益率 2020 年变化的幅度 ( bps ) .....	5
图 4: 意大利和希腊 10 年期国债的背离走势 .....	5
图 5: 美国消费对经济的贡献逐渐提高 .....	7
图 6: 桑德斯胜出的概率和黄金的价格 .....	8
图 7: 市场对于美国实际 GDP 的增速预测 .....	9
表 1: 美国 10 年期国债收益率走势复盘 .....	3
表 2: 2020 年 1 月至今美联储官员关于新冠疫情与利率水平的发言与观点 .....	6

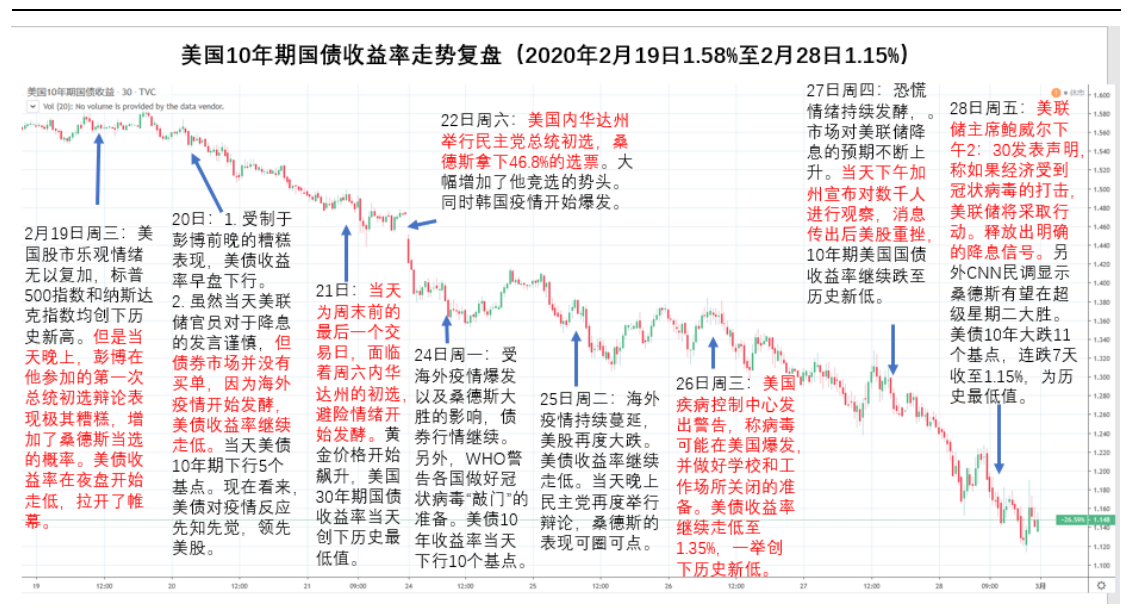
# 1. 复盘全球债券市场的走势

## a) 复盘美国债券市场的走势

2020年2月21日至2月28日,海外债券市场开启了一波罕见的行情。在短短六个交易日内,美国的10年期国债收益率从2月19日的1.58%下行至2月28日的1.15%,下行幅度达到43个基点。在这个时点,有必要复盘美国债券市场这一次的大行情,从而对后续的市场进行前瞻的判断。

下图为我们整理的美国债券市场自2月19日以来的走势,以及驱动市场走势的大事件。我们判断,美联储的进退失措,以及桑德斯在民主党初选中的领先,叠加新冠疫情在全球的蔓延(以及随之而来的对美国本土疫情爆发的担忧),是美债收益率大跌的三个主要原因。截至3月2日,债券期货市场对3月18日美联储议息会议的定价预期为100%的概率降息50个基点。

图1:美国10年期国债收益率走势复盘



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

表1: 美国10年期国债收益率走势复盘

日期	主要事件
2月19日(周三)	美国股市乐观情绪无以复加,标普500指数和纳斯达克指数均创下历史新高。但是当天晚上,彭博在他参加的第一次总统初选辩论表现极其糟糕,增加了桑德斯当选的概率。美债收益率在夜盘开始走低,拉开了帷幕。
2月20日(周四)	1.受制于彭博前晚的糟糕表现,美债收益率早盘下行。2.虽然当天美联储官员对于降息的发言谨慎,但债券市场并没有买单,因为海外疫情开始发酵,美债收益率继续走低。当天美债10年期下行5个基点。现在看来,美债对疫情反应先知先觉,领先美股。
2月21日(周五)	当天为周末前的最后一个交易日,面临着周六内华达州的初选,避险情绪开始发酵。黄金价格开始飙升,美国30年期国债收益率当天创下历史最低值。
2月22日(周六)	美国内华达州举行民主党总统初选,桑德斯拿下46.8%的选票。大幅增加了他竞选的势头。同时韩国疫情开始爆发。
2月24日(周一)	受海外疫情爆发以及桑德斯大胜的影响,债券行情继续。另外,WHO警告各国做好冠状病毒“敲门”的准备。美债10年期收益率当天下行10个基点。
2月25日(周二)	海外疫情持续蔓延,美股再度大跌。美债收益率继续走低。当天晚上民主党再度举行辩论,桑德斯的表现可圈可点。

## 宏观点评报告

- 2月26日（周三） 美国疾病控制中心发出警告，称病毒可能在美国爆发，并做好学校和工作场所关闭的准备。美债收益率继续走低至1.35%，一举创下历史新低。
- 2月27日（周四） 恐慌情绪持续发酵，市场对美联储降息的预期不断上升。当天下午加州宣布对数千人进行观察，消息传出后美股重挫。10年期美国国债收益率继续跌至历史新低。
- 2月28日（周五） 美联储主席鲍威尔下午2:30发表声明，称如果经济受到冠状病毒的打击，美联储将采取行动。释放出明确的降息信号。另外CNN民调显示桑德斯有望在超级星期二大胜。美债10年大跌11个基点，连跌7天收至1.15%，为历史最低值。

资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

## b) 其他国家债券市场近期走势

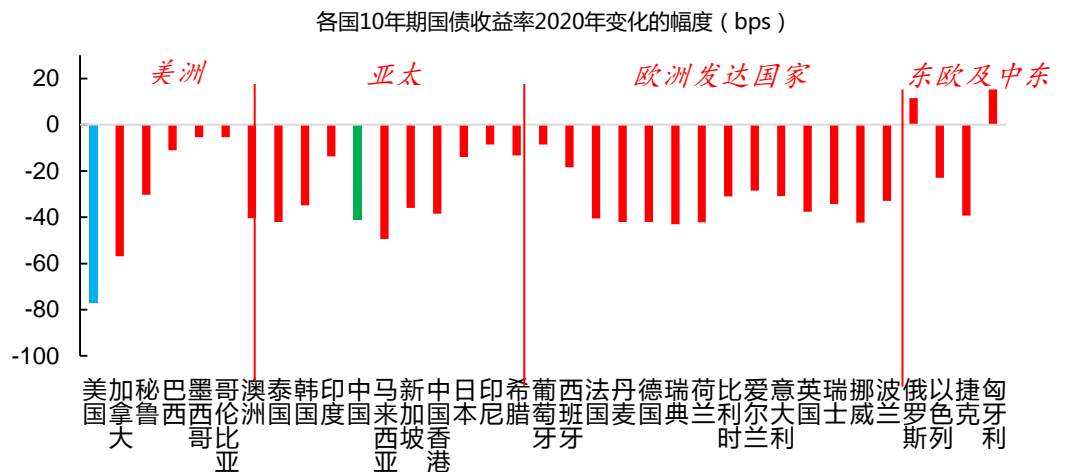
除了美国国债收益率大跌之外，全球其他国家国债收益率也随之下行（见下图）。全球负利率的债券规模快速增加，目前已经超过14.5万亿美元。需要注意的是，2月28日，德债10年期的收益率已经跌至-0.62%，低于欧洲央行的-0.5%的利率走廊下限。目前德债10年的收益率离2019年8月创下的历史最低值-0.74%还有12个基点左右的空间。

图2：全球负利率债券规模（万亿美元）



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

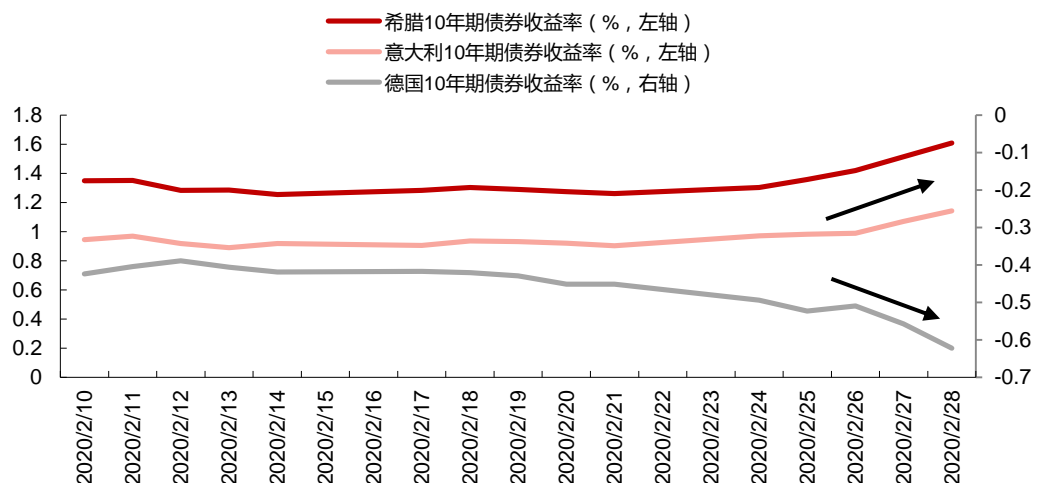
图 3：各国 10 年期国债收益率 2020 年变化的幅度 (bps)



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

另外还需要注意的是，在全球债券收益率走低的大背景下，意大利和希腊的 10 年期国债收益率最近反而有所上行。意大利 10 年期国债收益率从 2 月 17 日的 0.74% 上行接近 20 个基点至 2 月 28 日的 0.93%。希腊 10 年期国债收益率从 2 月 14 日的 1.26% 大幅上行 35 个基点至 2 月 28 日的 1.61%。显示投资者开始担忧一些国家的经济增长前景，并且开始认真考虑这些国家国债的风险。债券市场需要密切关注这个信号。

图 4：意大利和希腊 10 年期国债的背离走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 2. 为什么美债收益率会创下历史新低?

### a) 美联储的徒劳抵抗

这一次美债收益率的大跌，主要有三个原因。第一个原因是美联储的徒劳抵抗，使得市场认为美联储应对失措，可能会出现政策误判。自从新冠疫情在国内爆发以来，在全世界引起了相当



多的关注，对美联储来说也不例外。但是自1月30日美联储的议息会议以来，美联储大部分官员的发言基本可以用五个字来形容：“我们知道了”，其中更是有部分官员指出美联储可能不需要降息。很遗憾，债券市场对这样的表态并不买单，美债收益率开始了深度下行。这背后的逻辑也并不复杂：当美联储患得患失，不舍得降息的时候，就意味着美国经济下行或者陷入衰退的概率越大，这个时候美债收益率自然有走低的动力。换句话说，美联储在这一个月里做了一次徒劳的抵抗，反而形成了资本市场对利率走势的负向激励。

美联储这些官员的发言，其实也是无奈之举。自从特朗普2018年3月开启了中美贸易争端以来，美国经济在2018年下半年出现了明显的下行的压力。美联储不得不在2019年年初停止降息，并且在2019年全年降息三次以及开启“实质性量化宽松”来抵御经济的下行压力。其他各个国家的央行也不遑多让，纷纷在2019年降息。需要肯定的是，美国经济在降息之后出现了一些走强的迹象，尤其是就业市场。但是，在降息三次之后，美国的联邦基准利率已经下降到了1.5%-1.75%这个水平。如果把25个基点想象成一颗对抗经济下行的子弹的话，美联储已经打出去了三颗子弹，手里只剩下六颗子弹，自然把这些子弹视若珍宝。从某种意义上来说，如今美国经济面临的问题，在2018年3月贸易争端时就种下了。

表 2：2020 年 1 月至今美联储官员关于新冠疫情与利率水平的发言与观点

日期	主要内容
1月30日	美国联邦储备委员会宣布，维持联邦基金利率目标区间在1.5%至1.75%不变，符合市场预期。美联储主席鲍威尔：美联储正在密切监控疫情。
2月6日	美国达拉斯联储主席卡普兰：预计冠状病毒将会拖累美国经济增长约0.4个百分点，预计美国今年GDP增速将达2.25%。个人认为，冠状病毒不需要货币政策作出回应。
2月7日	美联储理事夸尔斯：需要密切关注疫情对经济的影响，当前的美联储政策在通胀减弱的情况下是适当的。
2月11日	美国旧金山联储主席戴利：过去的经验表明疫情影响是暂时的，目前为止疫情对美国的影响有限，风险尚未达到需要政策宽松的地步，美国经济和美联储政策都处于良好位置。
2月12日	美联储主席鲍威尔：重申对美国经济维持扩张趋势的信心，将密切关注新型冠状病毒肺炎疫情的发展，以确定疫情对中国经济的影响是否会外溢至全球其它经济体。目前美国货币政策立场仍然是合适的，暗示短期内将维持利率水平不变。
2月12日	美国费城联储银行行长哈克：在采取任何行动之前，我们应该保持一段时间的稳定，观察事态发展和数据的发展。美联储应当在一段时间内维持利率不变。
2月14日	美国纽约联储主席威廉姆斯：前景风险来自全球经济增速放缓，新冠病毒疫情和低通胀预期。
2月20日	美国明尼阿波利斯联储主席卡什卡利：我们不太可能完全不受新冠病毒导致经济放缓的影响，美联储将在一段时间维持利率水平，我的猜测是美联储将在未来3-6个月保持利率水平，下一次行动将是降息。
2月21日	美联储巴尔金：美国经济以较好的步伐增长；正在研究新冠肺炎对全球供应链的影响。
2月21日	美联储理事布雷纳德：利率下限可能会更加频繁地约束着政策利率。如果未来出现经济衰退，将会使用更有力、更容易使用的非常规性工具。
2月22日	美国亚特兰大联储银行行长博斯蒂克：尽管市场预计今年降息两次，但除非经济表现出现重大变化，否则美联储应该保持当前利率水平。
2月25日	美国克里夫兰联储主席梅斯特：承认疫情带来的下行风险，但同时表示不赞成降低利率。
2月25日	美联储副主席克拉里达：现在猜测新冠肺炎疫情影响还为时过早，疫情形势正在迅速演变，将继续观察疫情，如前景依然清晰，政策或将保持当前的合适水平。美国经济和政策都处于良好位置，就业市场也较为强劲，美联储关注的是范围较广的金融数据，而不仅仅是股市。
2月26日	美国达拉斯联储主席卡普兰：正关注新冠肺炎传播的数据，拒绝评论美联储下一次调整是加息还是降息，目前不倾向于考虑降息，目前的前景是高度不明朗，美联储必须保持耐心。
2月28日	美国芝加哥联储主席埃文斯：现在就判断冠状病毒爆发对中国经济的潜在影响或考虑采取货币政策应对措施还为时过早。
2月28日	美国圣路易斯联储主席布拉德：如果冠状病毒疫情恶化为全球大流行疾病，美联储“有可能”降息，但去年的降息已经为经济提供了支持，市场对降息的预期不会迫使美联储采取行动。
2月28日	美联储主席鲍威尔：美国经济基本面依然强劲。然而新冠肺炎疫情对经济活动构成了不断演变的风险。美联储正在密切关注事态发展及其对经济前景的影响，承诺将在必要时采取适当行动来支持经济。

资料来源：Wind，西部证券研发中心

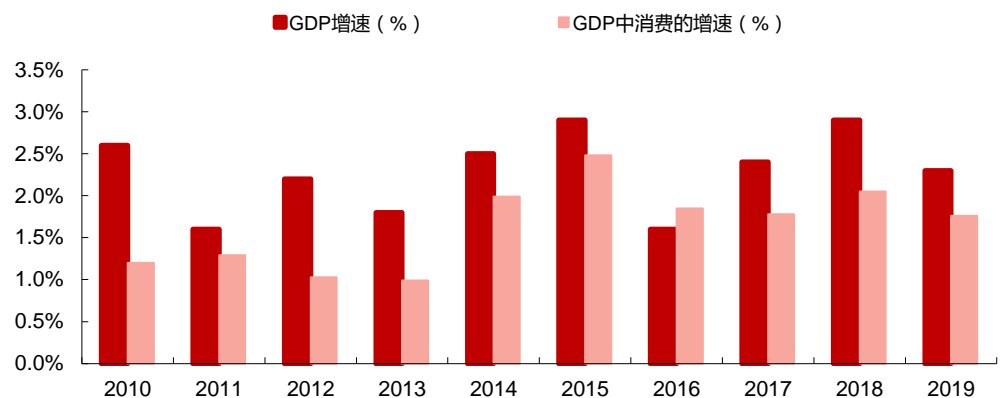
### b) 新冠疫情对美国经济的冲击

对于美国经济来说，目前可以说是到了一个比较危险的状态。如果新冠疫情在美国爆发，那势必冲击到美国消费者的消费信心和消费能力。自2019年一季度以来，美国的消费者几乎成为了美国经济增长的唯一动力。2019年美国GDP全年增长2.3%，居民消费贡献了其中超过75%的增长，或1.76个百分点的GDP增速。美国经济对于消费的依赖非常大。

所以对于美国经济来说，未来有两个风险需要特别注意。第一，如果新冠疫情在美国大规模爆发的话，势必会大力冲击美国的居民消费，美国经济衰退的风险将大大增加。在这个情境下，美国在2020年陷入衰退的概率大于75%。第二，如果美国股市继续下跌，或者反弹不及预期的话，也将会冲击到美国的居民消费，增加美国经济衰退的风险。我们认为如果美股下跌超过20%的话并且无法反弹的话，则美国在2020年陷入经济衰退的概率为55%。

还需要注意的是，欧洲和日本的情况或许更糟糕，因为欧洲央行和日本央行的政策空间非常小。因此除了美国之外，欧洲和日本的情况也很重要。

图5：美国消费对经济的贡献逐渐提高



资料来源：Wind，西部证券研发中心

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\\_6923](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6923)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn