

证券研究报告 / 宏观数据

## 美债收益率再倒挂，市场担忧中国疫情冲击外溢——海外宏观周度观察(2020年第4、5周)

### 报告摘要：

美国制造业与消费持续分化：ISM制造业PMI已经持续下行，如今Markit制造业PMI亦出现超预期下行，反映出美国制造业存在衰退压力。美国12月耐用品订单大超预期，但实际上核心耐用品订单仍在下降，表明美国商业投资仍然疲软。消费者信心指数连续5个月走强，与制造业的走弱形成强烈反差。欧元区制造业PMI与ZEW经济景气指数延续反弹趋势，显示欧元区经济有触底回升的态势，今年有望出现拐点。

美联储公布1月份利率会议决议维持联邦基金利率在1.5%~1.75%区间，小幅上调超额准备金利率5bp至1.6%，符合市场预期。美联储将居民支出的表述由“强劲”改为了“温和”，表态偏鸽。鲍威尔称决心避免通胀持续低于2%，增加了市场对于未来美联储降息的预期。欧日央行亦按兵不动，预计在较长时间内不会改变宽松取向。

近几日美债收益率再度出现倒挂，引起全球资本市场大幅震荡，避险情绪重燃。倒挂主要因为远期收益率近期快速下降，尤其是1月20日左右开始明显加速下行。我们认为最主要的原因是中国疫情的扩散，以及地缘政治、美联储技术性调整政策等短期因素的冲击，所以目前不能看出较明显的衰退信号。主要影响在于市场对于美联储未来利率政策的预期。美债倒挂、美联储发表偏鸽表态之后，CME Group显示的市场对于3月份降息预期飙升。市场“绑架”美联储的情形可能再度上演。如果中国疫情加剧、美债倒挂持续，则美联储降息的概率将进一步上升。

1月31日，英国正式脱离欧盟。短期内脱欧并不会对经济造成明显影响。后续需要关注的是英国与欧盟、美国等经济体之间重新签订的贸易协定。

本周中国疫情爆发及美债收益率倒挂引起全球股市大跌。避险情绪上升，主要国债长期收益率快速下行。铜、原油等多数工业品下跌，农产品大多下跌。

**风险提示：**中国疫情继续扩散并传播至更多国家



### 相关报告

《中美签订第一阶段协议，人民币升值短期或已到位——海外宏观周度观察(2020年第3周)》 20200120

《美国时薪增速走低预示通胀或将乏力——海外宏观周度观察(2020年第2周)》 20200112

《美债倒挂的风险信号有待继续确认》 20190816

### 证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001  
18917252281 shenxf@nesc.cn

### 研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022  
13817489814 youcy@nesc.cn

### 联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010  
18010018933 caozl@nesc.cn

## 目 录

<b>1. 下周海外重点数据及事件预警.....</b>	<b>4</b>
<b>2. 美国制造业继续衰退，欧洲景气度改善.....</b>	<b>4</b>
2.1. 美国制造业与消费继续分化，核心通胀增速较低.....	4
2.2. 欧洲经济景气度改善.....	5
2.3. 日本通胀持续疲软.....	6
<b>3. 美欧日央行按兵不动.....</b>	<b>7</b>
3.1. 美联储表态偏鸽.....	7
3.2. 欧日央行维持.....	7
<b>4. 美债收益率倒挂与中国疫情、美联储利率政策的关系.....</b>	<b>7</b>
4.1. 美债收益率倒挂情况.....	8
4.2. 倒挂原因.....	8
4.3. 此次倒挂的程度.....	9
4.4. 倒挂导致美联储降息预期飙升.....	9
<b>5. 英国正式脱欧，过渡期 11 个月.....</b>	<b>10</b>
<b>6. 全球市场表现.....</b>	<b>10</b>
6.1. 全球股市大跌.....	10
6.2. 国债长期收益率快速下行.....	11
6.3. 工业品涨跌互现，农产品大多下跌.....	12

图 1: 美国 Markit 制造业 PMI 下降 .....	4
图 2: 美国 12 月核心耐用品订单下滑 .....	4
图 3: 美国消费者信心指数持续上升 .....	5
图 4: 美国核心通胀始终低于目标 .....	5
图 5: 欧元区制造业 PMI 回升.....	5
图 6: 德国制造业 PMI 回升.....	5
图 7: 法国制造业 PMI 回升.....	6
图 8: 欧元区经济景气指数大幅回升 .....	6
图 9: 欧元区通胀近几个月反弹 .....	6
图 10: 日本通胀维持较低水平 .....	7
图 11: 东京都东京都区部通胀下降.....	7
图 12: 3 月期与 10 年期、2 年期与 5 年期美债收益率倒挂 .....	8
图 13: 3 月降息概率预期为 26.6% .....	10
图 14: 全年降息概率预期为 89.4% .....	10
图 15: 中国疫情爆发及美债收益率倒挂引起全球股市大跌.....	11
图 16: 10 年期美债收益率快速下行 .....	11
图 17: 日债长期收益率下行 .....	11
图 18: 欧债长期收益率下行 .....	12
图 19: 工业品涨跌互现 .....	12
图 20: 农产品大多下跌 .....	12
表 1: 重点数据及事件 .....	4

## 1. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 重点数据及事件

日期	国家	数据/事件
2020/02/03	欧元区、法国、德国、英国	1月制造业 PMI
2020/02/03	美国	1月 Markit 制造业 PMI
2020/02/03	美国	1月 ISM PMI
2020/02/04	美国	12月工厂订单
2020/02/05	欧元区	12月零售销售
2020/02/05	欧元区、法国、德国、英国	1月服务业 PMI
2020/02/05	美国	1月 ISM 非制造业指数
2020/02/07	德国	12月季调后工业产出
2020/02/07	法国	12月工业产出
2020/02/07	美国	1月非农就业数据

数据来源: 东北证券整理

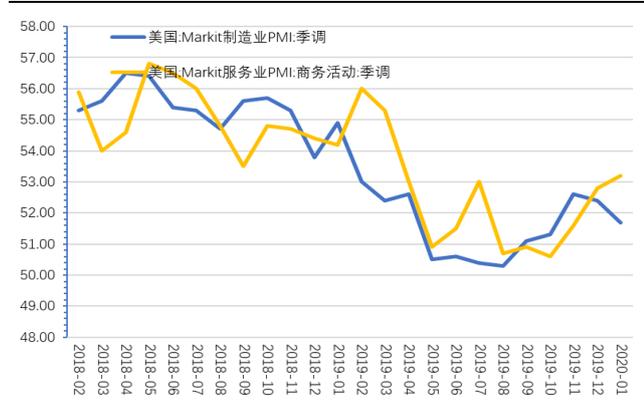
## 2. 美国制造业继续衰退, 欧洲景气度改善

### 2.1. 美国制造业与消费继续分化, 核心通胀增速较低

美国 1 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 51.7, 市场预期 52.5, 前值 52.4。此前 Markit PMI 指数连续 4 个月反弹, 与 ISM PMI 指数背离。1 月 Markit PMI 亦出现超预期下行, 反映出美国制造业存在衰退压力。

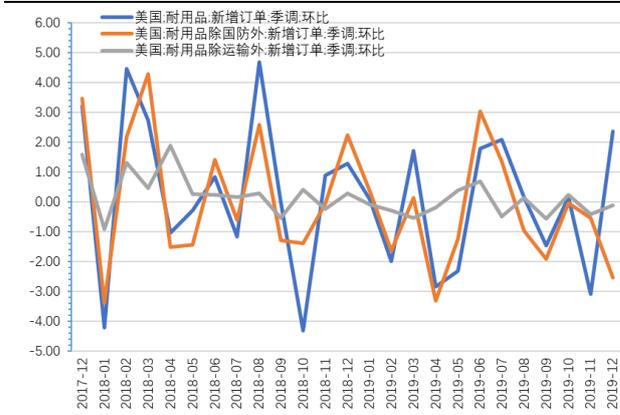
美国 12 月耐用品订单环比增长 2.4%, 预期 0.3%, 前值-2.1%。耐用品订单大超预期, 但实际上核心耐用品订单仍在下降。12 月扣除国防的耐用品订单环比下降 2.5%, 前值下降 0.5%。扣除飞机非国防资本耐用品订单环比下降 0.9%, 因对机械、初级金属和电器设备、家用电器以及零部件产品的需求下降。核心耐用品订单下降表明美国商业投资仍然疲软。

图 1: 美国 Markit 制造业 PMI 下降



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 美国 12 月核心耐用品订单下滑

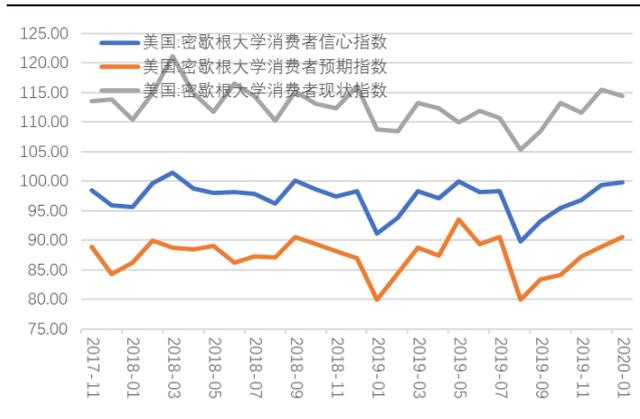


数据来源: 东北证券, Wind

美国 1 月密歇根大学消费者信心指数终值 99.8，前值 99.1。消费者信心指数连续 5 个月走强，与制造业的走弱形成强烈反差。这主要是源于就业市场的强劲。我们认为制造业下行对美国经济更具指示性，未来美国经济下行压力仍大。

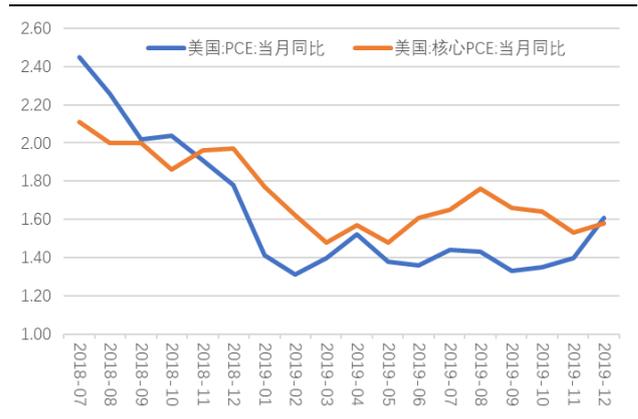
美国四季度核心 PCE 同比上涨 1.3%，增速大幅下滑，三季度为 1.7%。12 月核心 PCE 同比上涨 1.6%，符合市场预期，前值由 1.6% 下修至 1.5%。鲍威尔在 1 月利率会上的发布会上也表达了对通胀持续较低的担忧。低通胀为美联储进一步降息奠定了基础。

图 3: 美国消费者信心指数持续上升



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 美国核心通胀始终低于目标



数据来源：东北证券，Wind

## 2.2. 欧洲经济景气度改善

欧元区制造业 PMI 延续反弹趋势。1 月制造业 PMI 为 47.8，市场预期 46.8，前值 46.3。德国 1 月制造业 PMI 45.2，预期 44.5，前值 43.7。法国 1 月制造业 PMI 51，预期 50.6，前值 50.4。欧元区及主要国家 PMI 均超出预期，经济情况连续多个月改善。

与 PMI 指数相呼应的是欧元区经济景气指数持续改善。1 月 ZEW 经济景气指数录得 25.6，接近 2018 年 2 月数值，前值 11.2。欧元区经济景气指数近几个月强势反弹，反映出企业情绪的改善。德国 1 月 ZEW 经济景气指数录得 26.7，前值 10.7。

图 5: 欧元区制造业 PMI 回升

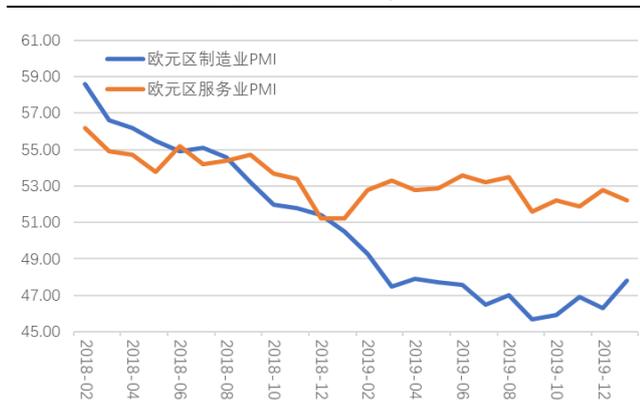
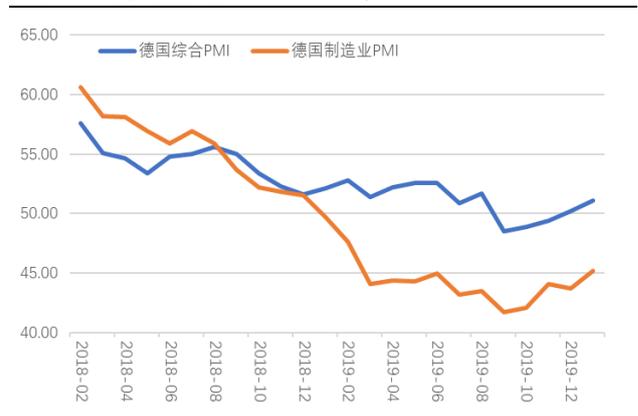
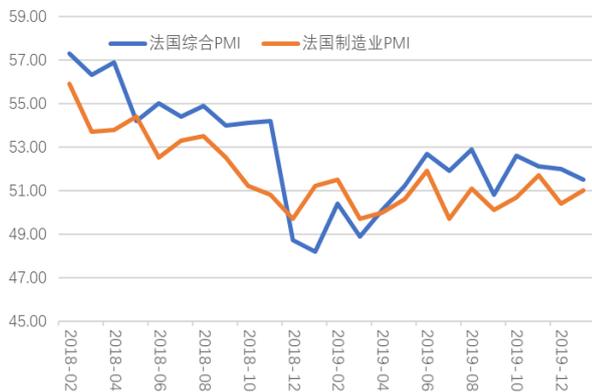


图 6: 德国制造业 PMI 回升



数据来源：东北证券，Wind

图 7: 法国制造业 PMI 回升



数据来源：东北证券，Wind

数据来源：东北证券，Wind

图 8: 欧元区经济景气指数大幅回升

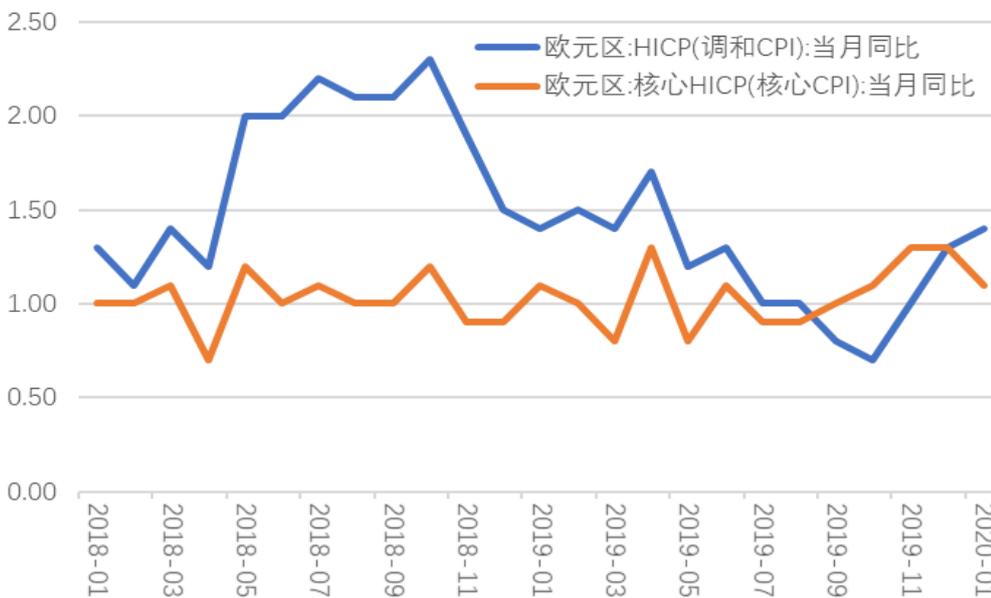


数据来源：东北证券，Wind

欧元区四季度 GDP 初值同比上升 1%，市场预期 1.1%，前值 1.2%。四季度经济进一步下行主要因为法国罢工以及外需疲软等因素。但多项指标显示欧元区经济有触底回升的态势，今年有望出现拐点。

欧元区 1 月 CPI 同比上涨 1.4%，符合市场预期，前值 1.3%。欧元区通胀水平近几个月有所回升但仍然不高，欧央行货币政策暂无收紧必要。

图 9: 欧元区通胀近几个月反弹



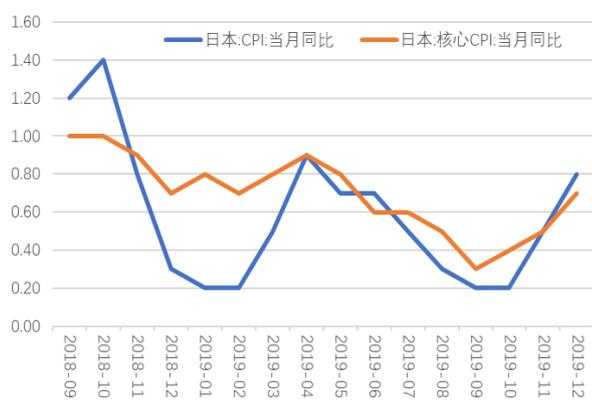
数据来源：东北证券，Wind

### 2.3. 日本通胀持续疲软

日本 12 月 CPI 同比上涨 0.7%，符合市场预期，前值 0.5%。1 月东京核心 CPI 同比上涨 0.7%，预期 0.8%，前值 0.8%。日本通胀持续位于 1% 以下，消费税上调亦未

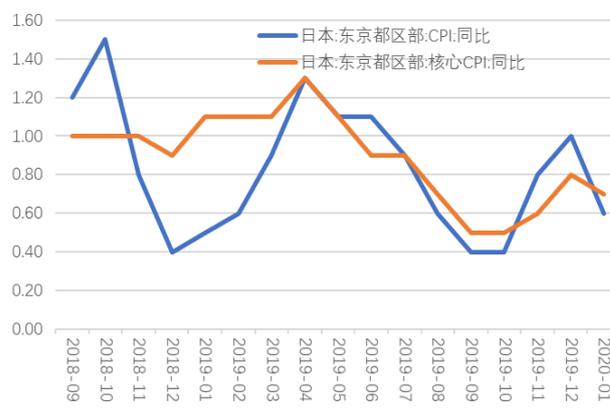
能显著提升通胀水平，这将使得日本央行难以结束宽松的货币政策。

图 10: 日本通胀维持较低水平



数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 东京都东京都区部通胀下降



数据来源: 东北证券, Wind

### 3. 美欧日央行按兵不动

#### 3.1. 美联储表态偏鸽

美东时间 1 月 29 日，美联储公布 1 月份利率会议决议，维持联邦基金利率在 1.5%~1.75 区间，小幅上调超额准备金利率 5bp 至 1.6%，符合市场预期。值得注意的是，在声明中，美联储将居民支出的表述由“强劲”改为了“温和”，表态偏鸽。在随后的新闻发布会上，鲍威尔称决心避免通胀持续低于 2%，增加了市场对于未来美联储降息的预期。

值得注意的近期中国疫情的扩散对全球经济前景的冲击。美债收益率倒挂再度出现，美联储降息预期飙升。（下文会详述）

#### 3.2. 欧日央行维持

1 月 23 日，欧洲央行公布 1 月份利率会议决议，如期维持三大利率不变，并在必要时降低利率，直到欧元区的物价增长向他们的目标回升。拉加德宣布启动政策评估，确定评估目标，评估预计在 11 月或 12 月结束之前，拉加德将拒绝透露她倾向的选择。目前普遍预计在评估完成之前，欧央行不会改变利率政策。

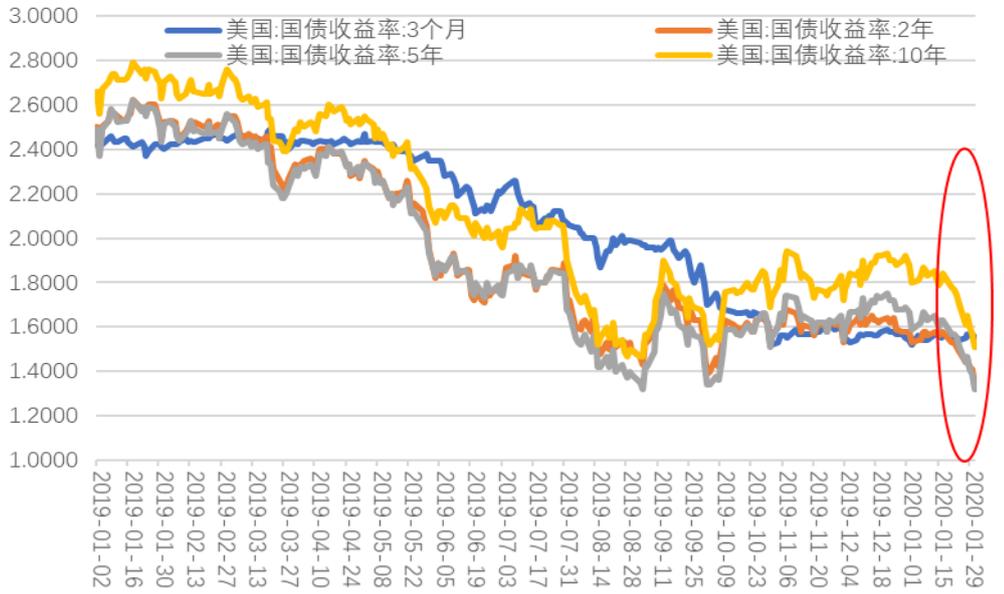
1 月 21 日，日本央行公布 1 月份利率会议决议，如期维持利率水平不变。纪要显示政府将通过政策组合支持经济，一名委员认为需要继续实施宽松政策。通胀始终低于 1% 的背景下，日本央行难以改变宽松路径。

### 4. 美债收益率倒挂与中国疫情、美联储利率政策的关系

近几日美债收益率再度出现倒挂，引起全球资本市场大幅震荡，避险情绪重燃。去年 8 月美国 2 年期与 10 年期国债收益率曾出现倒挂，引起了市场恐慌。我们在报告《美债倒挂的风险信号有待继续确认》中指出，降息环境将对倒挂起到缓解作用。

去年美联储三次降息之后，收益率曲线如我们所料修复。鉴于美债收益率倒挂对于经济衰退的指示性较强，而近日重新出现，我们在此继续分析此次美债收益率的情况和影响。

图 12: 3 月期与 10 年期、2 年期与 5 年期美债收益率倒挂



数据来源：东北证券，Wind

#### 4.1. 美债收益率倒挂情况

以下均为美东时间：

- 1月27日中午，美国2年期和5年期国债出现倒挂，为2019年12月4日以来首次。
  - 1月28日早上，美国3月期和10年期国债出现倒挂，但未持续。
  - 1月29日，美国2年期和5年期国债再度出现倒挂并持续。
  - 1月30日，美国3月期和10年期国债再度出现倒挂并持续。
- 目前美国3月期与10年期、2年期与5年期国债仍为倒挂状态。

#### 4.2. 倒挂原因

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\\_7311](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7311)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn