

疫情冲击美债收益率曲线阶段性倒挂

一、疫情冲击美债收益率曲线阶段性倒挂，但今年美联储不再降息结论不变

■ 近期疫情影响下，美债收益率总体走低，收益率曲线出现阶段性倒挂，且市场预期降息预期明显上升。2月3日，10年期美债收益率为1.54%，3个月期美债收益率为1.57%，收益率曲线连续两天倒挂。与此同时，根据CME联邦基金利率期货数据显示，2020年6月、7月、9月降息的概率从1月21日的18.9%、29.8%和42.1%升至2月3日的55.1%、66.1%和76.9%，12月降息的概率更是升至87.1%，联邦基金利率期货市场预计的美联储降息的可能性是明显有所上升的。这一轮美国经济的走弱主要受到私人企业资本开支走弱的影响。2018Q1至2019Q3，美国私人非住宅投资环比折年率从8.8%降至低点-2.3%，其中建筑投资环比折年率从12.1%降至-9.9%，设备投资环比折年率从6.6%降至-3.8%，与此同时，美国实际GDP环比折年率从2017Q4高点3.5%降至2019Q3的2.1%，私人非住宅投资，即私人企业资本开支的走弱，是这一轮美国经济走弱的重要原因。2019Q4美国实际GDP环比折年率2.1%，与Q2持平，但较Q1相比依然下降1个百分点。从分项数据来看，住宅投资是重要支撑，已经从2018Q1的低点-5.3%升至5.8%，当前抵押贷款利率明显走低，叠加相对较低的居民杠杆率，带动1Q2019以来房地产市场回暖。此外，私人非住宅投资环比折年率-1.5%，降幅有所收窄，主要受到私人设备投资改善的影响，受偏低的油价影响，私人建筑投资增速有所小幅下滑。其他方面，个人消费支出小幅回落，出口回升，进口回落，净出口对实际GDP贡献有所上升，政府支出增速回升1个百分点至2.7%。当前美国经济依然相对偏弱，但可能在今年年中开始逐步企稳。本轮美国的经济周期属于资本开支周期的温和走弱。从美国的私人投资构成来看，其主要包括住宅投资和非住宅两部分；从两者的历史变化规律来看，住宅投资一般领先非住宅投资4-5个季度。从美国的经济数据分项来看，私人住宅投资自2019年1季度开始有所改善，这可能意味着整体私人投资在2020年2季度有望企稳回升。随着美国私人投资的企稳回升，在消费和政府支出保持稳定的前提下，届时美国经济整体企稳回升的概率也较高。同时，美国OECD领先指数出现企稳迹象，也意味着美国经济将在年中逐步开始企稳。我们认为，虽然当前美债收益率出现阶段性倒挂，联邦基金利率期货显示美联储降息概率有所上升，但其主要是受到疫情冲击的阶段性影响，对美国经济的冲击也相对较弱，美债收益率的走低也将是暂时的；随着美国私人住宅投资的企稳回升，私人非住宅投资也将逐步回升，美国经济可能在今年年中开始逐步企稳，当前美联储降息周期已经结束的结论仍然不变，预计2020年美联储将通过维持利率不变和小幅扩张资产负债表的方式来应对经济形势变化。

边泉水 分析师 SAC 执业编号: S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

二、全球央行观察

- 中国央行：2月3日，7天、14天逆回购利率调降10bp。
- 美联储：部分委员表示今年政策利率可能维持在当前水平。
- 欧央行：部分委员表示仍需要宽松的货币政策。
- 日本央行：黑田东彦表示继续维持宽松的货币政策立场。
- 其他央行：土耳其、南非、马来西亚央行降息。

三、文献推荐

- 消费异质性：微观驱动因素和宏观意义，短期计划，货币政策和宏观经济持久性，货币政策和出生率：抵押贷款通过率对生育率的影响（FED）。

风险提示：贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；美联储常规货币政策空间相对有限。

正文如下：

一、疫情冲击美债收益率曲线阶段性倒挂，但美联储结束降息结论不变

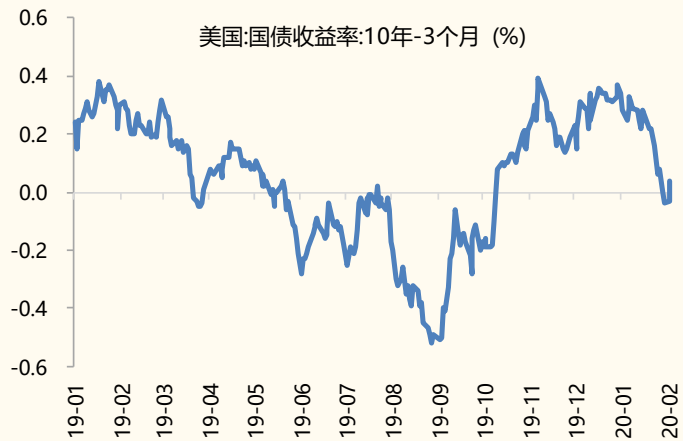
近期疫情影响下，美债收益率总体走低，收益率曲线出现阶段性倒挂，且市场降息预期明显上升。2月3日，10年期美债收益率为1.54%，3个月期美债收益率为1.57%，收益率曲线连续两天倒挂，4日，10年期美债收益率小幅回升至1.61%，收益率曲线小幅恢复正常化。与此同时，根据CME联邦基金利率期货数据显示，6月、7月、9月降息的概率已经1月21日的18.9%、29.8%和42.1%升至55.1%、66.1%和76.9%，12月降息的概率更是升至87.1%，联邦基金利率期货市场预计的美联储降息的可能性是明显有所上升的。我们认为，当前疫情影响下，美债收益率的走低是暂时的，其对美国经济的影响也相对较弱，随着美国私人住宅投资的企稳回升，私人非住宅投资也将逐步企稳。因此，我们认为当前美联储降息周期已经结束的结论仍然不变。

这一轮美国经济的走弱主要受到私人企业资本开支走弱的影响。2018Q1至2019Q3，美国私人非住宅投资环比折年率从8.8%降至低点-2.3%，其中建筑投资环比折年率从12.1%降至-9.9%，设备投资环比折年率从6.6%降至-3.8%，与此同时，美国实际GDP环比折年率从2017Q4高点3.5%降至2019Q3的2.1%，私人非住宅投资，即私人企业资本开支的走弱，是这一轮美国经济走弱的重要原因。2019Q4美国实际GDP环比折年率2.1%，与Q2持平，但较Q1相比依然下降1个百分点。从分项数据来看，住宅投资是重要支撑，已经从2018Q1的低点-5.3%升至5.8%，当前抵押贷款利率明显走低，叠加相对较低的居民杠杆率是1Q2019以来房地产市场回暖的重要原因。此外，私人非住宅投资环比折年率-1.5%，降幅有所收窄，主要受到私人设备投资改善的影响，受偏低的油价影响，私人建筑投资增速有所小幅下滑。其他方面，个人消费支出小幅回落，出口回升，进口回落，净出口对实际GDP贡献有所上升，政府支出增速回升1个百分点至2.7%。美国私人非住宅投资的走弱主要受到2018年美联储加息和中美贸易摩擦的影响，对企业的资本开支意愿产生了负面影响。

当前美国经济依然相对偏弱，但可能在今年年中开始逐步企稳。私人住宅投资的企稳回升具有领先意义。住宅投资由于对利率更为敏感，一般领先非住宅投资发生变化。从历史数据来看，美国的私人住宅投资一般领先非住宅投资4-5个季度。其原因在于，美国的住宅投资相对利率变化更为敏感，在美联储利率调整的后期，长端利率已经随着预期发生变化，相应的住宅销售和投资也会提前发生变化。美国住宅投资已经在2019年7月企稳回升，那么非住宅投资将在2Q2020企稳回升。按照住宅投资领先4-5个季度的经验判断，美国的非住宅投资在2Q2020年企稳回升的概率较高，届时美国私人投资企稳回升的概率较高。此外，对私人投资产生负面影响的两大因素均有消退（美联储转向降息和中美贸易摩擦转向缓和）。同时，从GDP其他分项来看，美国私人消费支出有望继续保持稳定增长。首先，消费能力并未出现明显走弱迹象。一是薪资增幅保持相对稳定。短期来看，尽管非农报告显示的平均时薪涨幅小幅下滑，但美国劳动力市场依然保持强劲，而且结构性失业问题仍将对整体薪资形成一定支撑。二是美股目前涨幅可观，美国居民财产性收入增幅较高。其次，消费意愿保持相对稳定。第三，美国居民的杠杆率不高。美国的居民部门杠杆率从4Q2007年的98.6%的高点，一路下滑至2Q2019的75.0%，整体水平处于历史较低水平，这意味着居民部门的债务问题不大，不会对私人消费形成较大负面影响。此外，全球经济的阶段性复苏，以及中美第一阶段经贸协议的签署，有助于美国净出口的改善。

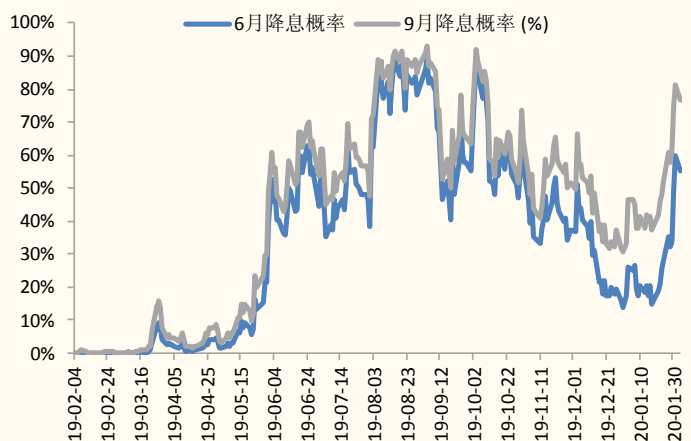
美国经济可能在今年年中开始逐步企稳。本轮美国的经济周期属于资本开支周期的温和走弱。从美国的私人投资构成来看，其主要包括住宅投资和非住宅两部分；从两者的历史变化规律来看，住宅投资一般领先非住宅投资 4-5 个季度。从美国的经济数据分项来看，私人住宅投资自 2019 年 1 季度开始有所改善，这可能意味着整体私人投资在 2020 年 2 季度有望企稳回升。随着美国私人投资的企稳回升，在消费和政府支出保持稳定的前提下，届时美国经济整体企稳回升的概率也较高。同时，美国 OECD 领先指数出现企稳迹象，也意味着美国经济将在年中逐步开始企稳。我们认为，虽然当前美债收益率出现阶段性倒挂，联邦基金利率期货显示美联储降息概率有所上升，但其主要是受到疫情冲击的阶段性影响，对美国经济的影响也相对较弱，美债收益率的走低也将是暂时的；随着美国私人住宅投资的企稳回升，私人非住宅投资也将逐步回升，美国经济可能在今年年中开始逐步企稳，当前美联储降息周期已经结束的结论仍然不变，预计 2020 年美联储将通过维持利率不变和小幅扩张资产负债表的方式来应对经济形势变化。

图表 1：近期美债收益率曲线出现阶段性倒挂



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：近期 CME 显示的降息概率迅速上升



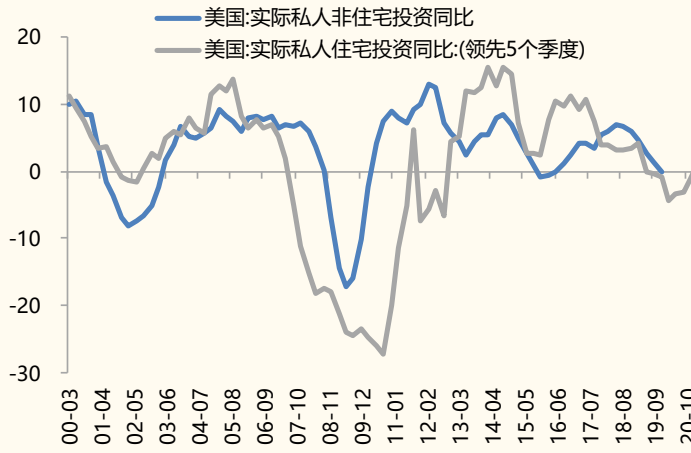
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：一个季度范围内私人非住宅投资偏弱



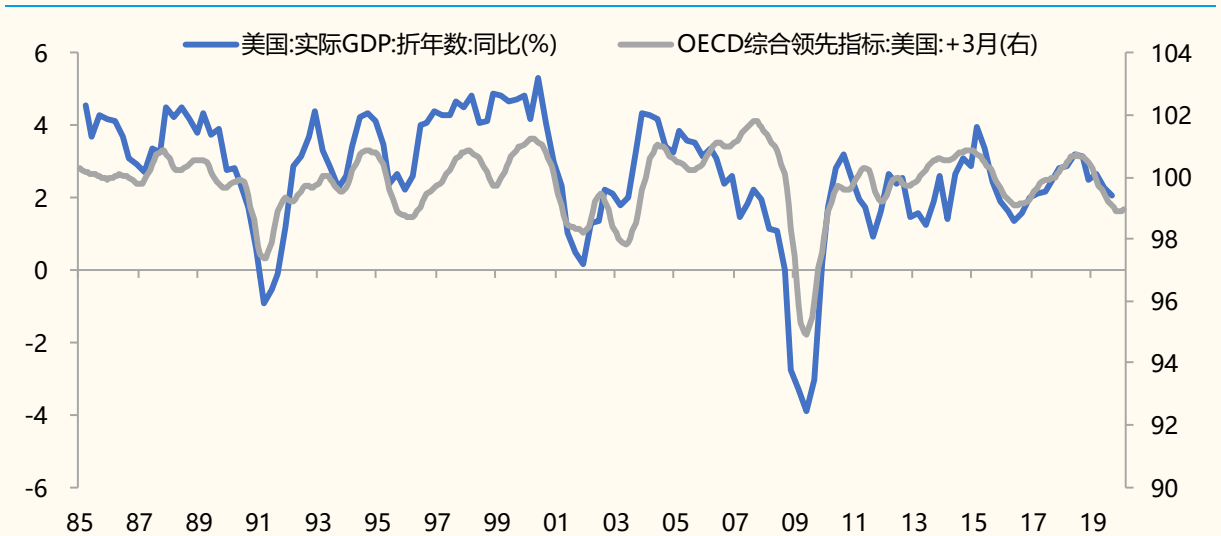
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：私人住宅投资领先非住宅投资 4-5 个季度 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5: 美国 OECD 领先指数出现企稳迹象



来源: Wind, 国金证券研究所

二、全球央行观察

1. 中国央行: 2月3日, 7天、14天逆回购利率调降 10bp

事件: 2020年2月3日, 央行开展逆回购操作 12000 亿元, 其中 7 天期和 14 天期逆回购中标利率分别为 2.40%、2.55%, 上次分别为 2.50%、2.65%, 中标利率均较此前下降 10bp。

我们认为, 逆回购利率调降符合预期, 后续还有降息, 具体来看:

(1) 逆回购利率调降符合预期, 降幅高于去年 11 月, 体现了疫情冲击下货币政策的灵活适度, 其目的是保持货币市场利率相对平稳。根据我们 2 月 2 日发布的报告《疫情冲击一季度增长, 政策微调对冲——定量分析疫情对增长、政策和市场的影响》, 我们认为疫情影响主要集中在 1Q2020, 拖累 Q1 实际 GDP 增速 1 个百分点至 5.1%; 拖累全年经济增长 0.3 个百分点, 考虑到逆周期政策 +0.1 个百分点的对冲, 预计全年实际经济增长 5.7%。疫情影响下, 经济增速放缓, 主要大宗商品价格明显走弱, 逆回购利率调降符合预期, 降幅 10bp 明显高于去年 11 月 (-5bp), 体现了疫情冲击下货币政策的灵活适度, 以保持货币市场利率相对平稳。回顾 1 月下旬疫情加剧以来, 人民银行、银保监会通过多种方式提供金融支持, 均着眼于应对疫情负面冲击。包括向主要全国性银行和湖北等重点省、市、区部分银行提供总计 3000 亿元低成本专项再贷款资金; 明确将通过加大融资支持、适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等方式, 支持相关企业应对疫情灾害影响。

(2) 进一步货币政策操作: 在调降逆回购利率后, 预计 MLF、LPR 利率预计也将相应下调; 此外, 在 1 月份降准的基础上, 今年还将降准 2-3 次, 货币政策还需关注“量”的变化, 以 PSL 为代表的准财政工具将是重要看点。当前疫情影响下, 主要大宗商品价格明显回落, PPI 同比转正的时间节点也将推后, PPI 负增长下实际利率也将被动攀升, 进而将对企业库存、固定资产投资造成负面影响。因此, 货币政策需要通过降息的方式来避免实际利率的被动走高, 逆回购利率主要引导货币市场利率, 其对实体经济的传导相对滞后, 因此, 在调降逆回购利率的同时, 能够更加直接影响实体经济的 MLF、LPR 利率也将

本月迎来下调。虽然本月并没有 MLF 到期，但是央行有可能会新做 MLF 并调降相应利率，为银行提供长期低成本资金。同时随着 LPR 从增量扩展到存量，降成本的作用正在逐步显现，LPR 利率也会相应下调。此外，还需要关注货币政策“量”的变化，在 1 月降准的基础上，预计今年再降准 2-3 次，以 PSL 为代表的准财政行为将是今年重要的看点之一。预计今年 PSL 新增规模可能在 6000 亿元以上；并且与 2016 年重点用于棚户区改造不同，今年 PSL 新增资金将重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目等。不过，鉴于疫情对全年的经济增长影响相对有限，货币政策不会出现显著的宽松，“大水漫灌”依然不太可能。

(3) 对市场的意义：利率中枢下移，A 股下探后回升。利率债方面，疫情带来的不确定性的上升，利率债收益率已经明显下降。中期来看，疫情对经济产生的负面影响，需要宽松的货币政策对冲，2020 年利率债中枢将下移。从时点来看，2 月中旬，可能是本轮利率债收益率的低点。A 股方面，2 月中旬预计触底，后续有望回归上行趋势。目前疫情对 A 股的影响主要在分母端。风险偏好的回落导致“杀估值”。分子端的负面影响不大。疫情引发的 A 股的低点可能在 2 月 10 日至 2 月 14 日当周出现，后续仍有望回归上行趋势。

2. 美联储：部分委员表示今年政策利率可能维持在当前水平

美联储副主席克拉里达表示，对当前收益率曲线的倒挂并不担忧，这是全球不确定性的产物，而非美国前景的问题；经济出现 1-2 个季度的放缓也不会是采取行动的理由。

美联储主席鲍威尔表示，新型冠状病毒是一个严重的问题，不确定将蔓延到何种程度，美联储对这方面的问题保持密切的关注；贸易政策不确定性的持续减少支撑了美国经济；对全球经济前景持“谨慎乐观”立场。

费城联储主席哈克表示，预计美国今年经济增长 2%，数据显示劳动力市场表现相当好；美联储正在讨论常设借贷便利的可能性；除非通胀有实质变化，利率目前是处于较好水平。

美联储理事鲍曼表示，房地产前景良好，低利率将继续支撑建筑业；政策利率可能在“今年”维持当前水平，政策前景没有改变；达拉斯联储主席卡普兰表示，除非经济增长加快，否则低利率将维持一段时间。

3. 欧央行：部分委员表示仍需要宽松的货币政策

欧央行副行长金多斯表示，现在开始看到全球范围的稳定迹象；当前欧元区面临的风险没有像此前那样偏向下行。

欧央行管委雷恩表示，欧央行 9 月份的决定对银行的盈利能力产生了积极影响。

欧央行管委魏德曼表示，管委会同意仍需要宽松政策；未来数年，通胀可能继续低于欧洲央行的目标水平。

欧洲央行行长拉加德表示，如有需要欧洲央行准备好调整所有工具；服务业以及建筑业仍然有韧性；欧元区增速前景仍然趋向于下行，但下行幅度有所缓解。

4. 日本央行：黑田东彦表示继续维持宽松的货币政策立场

日本央行副行长若田部昌澄表示，预计通胀将逐步上升，日本资本支出将持续增加；受到冠状病毒扩散的影响，全球贸易和资本支出增长需要进一步观察；2019 年消费税增加对经济的影响小于 2014 年。

日本央行行长黑田东彦表示，会继续维持倾向于宽松的政策立场，需要继续密

切关注来自于海外的风险。目前货币政策的利大于弊，关注货币政策的副作用，需要评估低利率为整体经济带来的影响。

5. 其他央行：土耳其、南非、马来西亚央行降息

1月16日，土耳其央行下调基准回购利率 75bp 至 11.25%；南非央行下调在回购利率 25bp 至 6.25%。

1月22日，马来西亚央行下调隔夜利率 25bp 至 2.75%。

三、文献推荐

1. 消费异质性：微观驱动因素和宏观意义

Edmund Crawley, Andreas Kuchler

（来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2020005pap.pdf>）

本文探讨了消费模型的微观基础，并量化了消费异质性的宏观含义。我们提出了一种新的经验方法来估计不同家庭组面临永久性和暂时性收入冲击时的消费行为反应。然后，我们将此方法应用于丹麦的官方数据。庞大的样本量以及详细的家庭资产负债表信息使我们能够按相关维度对人口进行细分。我们发现，有可能因加息而损失的家庭比有收益的家庭对收入冲击的反应要大得多。在加息1个百分点后，我们估计仅通过利率渠道，消费增长就会减少 1/4 个百分点，这使得该渠道作用显著大于代理人新凯恩斯主义模型的跨期替代渠道。

2. 短期计划，货币政策和宏观经济持久性

Christopher Gust, Edward Herbst, David López-Salido

（来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2020003pap.pdf>）

本文使用汇总数据评估有限期内家庭和企业的行为性新凯恩斯主义（NK）模型。有限水平（FH）模型优于经验应用中常用的 NK 模型以及其他行为 NK 模型的有理期望版本。FH 模型的更好拟合反映出它可以引起关键内生变量的缓慢变化趋势，从而在产出和通货膨胀动态中提供持久性。在 FH 模型中，家庭和企业在规定范围内对事件的思考是前瞻性的，而超出这个时间范围时，则是对事件的回顾性思考。这导致了除了持久性没有显现其他特征，例如习惯持久性和与滞后通货膨胀挂钩的价格收缩。该参数估计值暗示大多数家庭和公司的规划期不到两年，这大大削弱了预期的未来货币政策变化对宏观经济的影响。

3. 货币政策和出生率：抵押贷款通过率对生育率的影响

Fergus Cumming, Lisa Dettling

（来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2020002pap.pdf>）

本文研究了货币政策对抵押贷款利率的影响，是否会影响家庭生育率。在利用英国抵押贷款利率和出生率的官方数据后，我们发现家庭可以选择进行利率调整的时候，同时伴随着大萧条期间货币政策利率的大幅下降。我们估计，政策利率每下降 1 个百分点，出生率就会增加 2%。总体而言，与美国相比，宽松的货币政策对抵押贷款利率的传递足够有效，足以抵消大萧条的不利影响，并防止英国发生“婴儿潮”。我们的结论为货币政策向家庭传导的性质提供了新的证据，并提出了一种新的机制，即抵押贷款合同结构可以通过该机制影响经济总需求和供给。

图表 6: 2019 年 3 月以来全球主要央行政策利率的调整¹ (%)

	国家/地区	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	19-11	19-12	20-01	20-02	当前利率
降息	美国:联邦基金目标利率						-0.25	-0.25	-0.25					1.50-1.75
	欧元区:存款便利利率							-0.10						-0.50
	巴西:隔夜利率						-0.50	-0.50	-0.50		-0.50			4.50
	泰国:隔夜利率						-0.25			-0.25				1.25
	中国香港:贴现窗利率						-0.25	-0.25	-0.25					2.20
	土耳其:一周回购利率					-4.25		-3.25	-2.50		-2.00		-0.75	11.25
	韩国:基准利率					-0.25			-0.25					1.25
	马来西亚:隔夜利率			-0.25								-0.25		2.75
	菲律宾:隔夜借款利率			-0.25			-0.25	-0.25						4.00
	印尼:基准利率					-0.25	-0.25	-0.25	-0.25					5.00
	印度:基准回购利率		-0.25		-0.25		-0.35		-0.25					5.15
	南非:再回购利率					-0.25							-0.25	6.25
	俄罗斯:关键利率				-0.25	-0.25		-0.25	-0.50		-0.25			6.25
	澳大利亚:隔夜利率				-0.25	-0.25			-0.25					0.75
	新西兰:基准利率			-0.25			-0.50							1.00
	冰岛:基准利率			-0.50	-0.25		-0.25		-0.25	-0.25				3.00
	乌克兰:贴现利率		-0.50			-0.50		-0.50	-1.00		-2.00			13.50
	智利:隔夜利率				-0.50			-0.50	-0.25					1.75
	墨西哥:基准利率						-0.25	-0.25		-0.25	-0.25			7.25
	埃及:贴现利率						-1.50	-1.00		-1.00				12.75
	丹麦:基准利率							-0.10						-0.75
不变	日本:政策目标利率													-0.10
	英国:再回购利率													0.75
	中国台湾:担保放款利率													1.75
	加拿大:隔夜目标利率													1.75
	瑞士:3M LIBOR 利率													-0.75
	保加利亚:基本利率													0.01
	匈牙利:基准利率													0.00

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_7464

