



美债利率倒挂

金价后市如何？

联系人 李婷
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点：

- 美债利率倒挂暗示美国经济未来一至两年可能出现衰退，但并不一定预示金价会上涨。
- 发达国家负利率国债规模快速增长的势头，凸显了对经济前景的悲观
- 全球央行步入降息周期，国债收益率均处于下降通道中，负利率或将成为货币政策的“新常态”，黄金作为零息资产，在资产配置中的比重必然会增加，这将利好黄金价格走势

继美国 10 年期和 3 个月期国债利率持续倒挂逾两个多月后，2019 年 8 月 14 日，美国 10 年期和 2 年期美债也出现倒挂，这是自 2007 年金融危机以来首次出现倒挂，美国经济衰退指标再度亮起红灯，金价一度受到提振。在此，我们分析了历次美国 10 年前和 2 年前国债利率倒挂后美国经济和金价的表现，及其背后的原因，试图理清美债利率倒挂对美国经济及金价的影响。

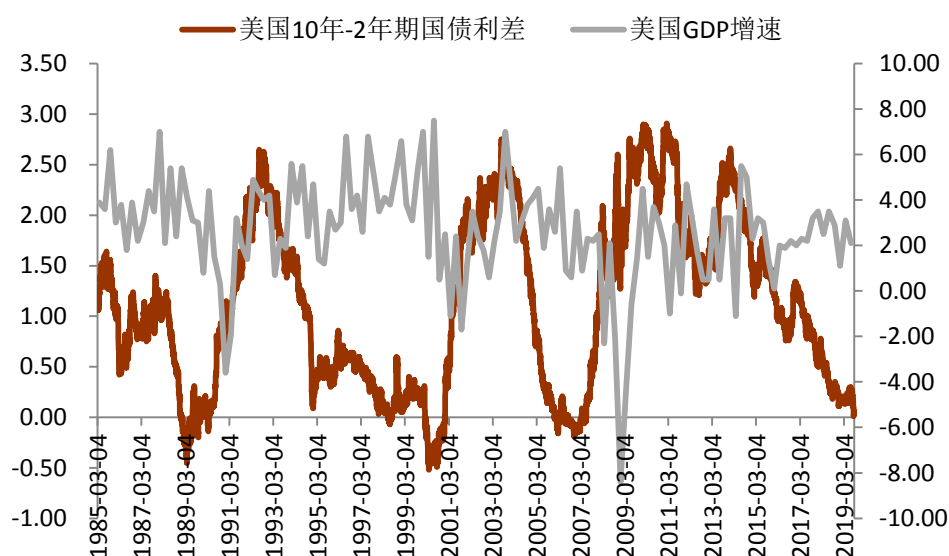
一、美国 10 年和 2 年期国债收益率倒挂的影响

1、美债利率倒挂暗示美国经济未来一至两年可能出现衰退

我们分析了从 1985 年初至今以来，美国历史上所有出现 10 年和 2 年期国债利差和美国 GDP 增速的变化。从 1985 年至今，美国分别在 1988 年 12 月至 1989 年 10 月、1998 年 5 月至 7 月，2000 年 2 月至 12 月，2005 年 12 月至 2007 年 6 月，出现了 4 次 10 年和 2 年期利率倒挂的现象。利率倒挂的时间最短 2 个月（1998 年 5 月至 7 月），最长 17 个月（2005 年 12 月至 2007 年 6 月）。利率倒挂的极值出现在 2008 年 8 月 21 日，最低达到-0.49%。利率倒挂后，美国 GDP 增速出现了 3 次明显的下降，分别对应的是 1990-1991 年的经济危机，2000 年美国互联网泡沫的破裂，以及 2008 年波及全球的次贷危机。从利率出现倒挂到美国经济发生衰退，其时间间隔为一至两年。这与瑞信所表达“美国经济衰退平均发生在 10 年期-2 年底收益率倒挂 22 个月之后，最快的一次衰退发生在信号发出后 14 个月后”的结论相符。

由此看来，利率倒挂只是警示危机可能正在靠近，但一年内美国经济出现衰退的可能很小。目前美国经济的韧性依然很强，而 7 月美国远超预期的 7 月零售销售数据也证实了这点，这部分缓解了市场的紧张情绪，目前美国国债收益率曲线倒挂出现了修复。后期还有待观察美国的 10 年和 2 年期国债收益率倒挂的现象能否持续。

图表 1 美国 10 年与 2 年期国债利差及 GDP 增速变化



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

2、美债利率倒挂并不一定预示黄金的上涨

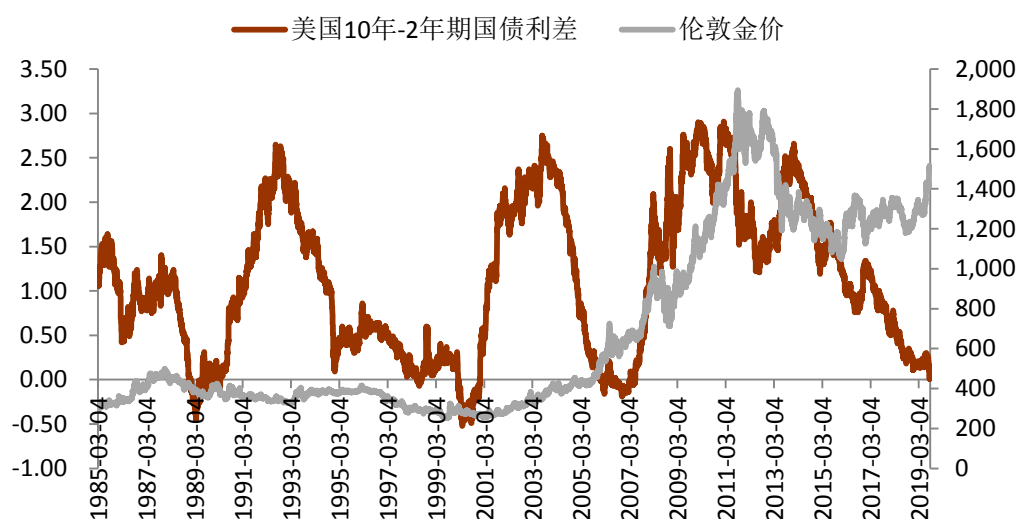
美联储从7月底开始了开启了十年来的首次降息。而美债利率的倒挂加强了市场对美联储进一步降息的预期。摩根士丹利预计，9月、10月美联储将连续降息，到2020年共降息4次，美联储或将重回零利率时代。

我们在2019年6月21日的专题报告《美联储停止加息后，大宗商品走势展望》里分析过，贵金属价格走势独立于美联储利率，与美联储的货币周期并没有相关性。那么，美债利率的倒挂是否会提振贵金属价格走势呢？

我们统计分析了1988年至今的四次美国2年期和10年期国债收益率的倒挂期间，金价的涨幅，和开始倒挂后的3个月、6个月、12个月黄金价格的涨跌幅，也发现其间金价的涨跌不也确定。4次美债利率倒挂期间，只有2005年至2007年期间，金价是上涨的，其他3次金价均出现不同程度的下跌。

由此可见，美国10年期和2年期国债收益率倒挂往往会伴随经济的衰退，但并不一定预示金价会上涨。

图表2 美国10年与2年期国债利差变化及伦敦金价走势



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

图表 3 1988 年至今美国 10 年和 2 年期国债收益率倒挂后金价涨跌幅

倒挂时间	持续时间	倒挂期间 金价涨跌	3 个月金价 涨跌幅	6 个月金价 涨跌幅	1 年金价 涨跌幅
1988/12/13 -1989/10/11	10 个月	-7.60%	-5.40%	-16.70%	-1.60%
1998/5/26 -1998/7 27	2 个月	-2.50%	-5.00%	-0.50%	-9.50%
2000/2/2 -2000/12/28	11 个月	-3.90%	-3.60%	-2.80%	-6.60%
2005/12/27 -2007/6/5	17 个月	29.60%	9.10%	13.70%	21.30%

资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

二、负利率或成新常态，将利好金价走势

8 月 21 日，德国以纪录低位的-0.11%利率发行 30 年期国债又引发市场热议。欧元区国家经济增长疲软，各国央行开启新一轮货币宽松政策是负利率国债发行直接的原因。欧元区 GDP 增速长期保持在 3%以下，尤其 2018 年年以来增速急速下降，目前在仅在 1%左右。“欧洲经济火车头”德国在今年二季度 GDP 增速六年来首次出现零增长，环比下滑 0.1%。德国经济已处在“停滞和衰退的边缘”。

在经济前景不佳的情况下，央行会实施货币宽松政策放水，鼓励商业房贷。而此时投资需求减少，以及银行出于经营风险考虑而惜贷，商业银行反而会将钱存放在央行，这会造成“流动性”陷阱，起不到刺激经济的作用，央行对商业银行的存款征收惩罚性负利率。

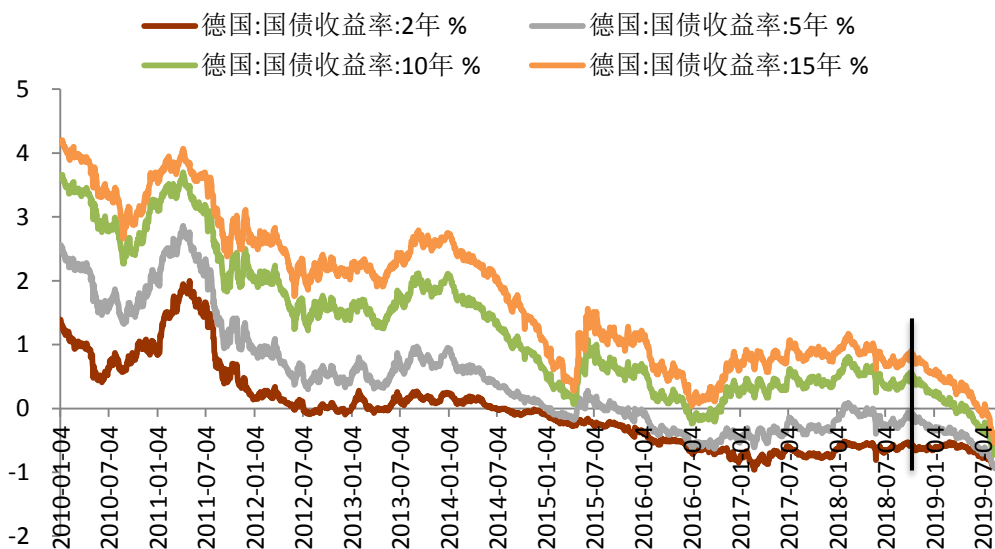
1、发达国家负利率国债规模快速增长的势头，凸显了对经济前景的悲观

近几年以来，负利率国债成为国际金融市场一道独特“风景线”。从彭博巴克莱全球累计负收益率债券规模来观察，可以看到全球负利率国债的规模先前一直很小，从 2014 年才开始明显增加，2016 年 6 月，全球负利率国债规模达 13 万亿美元的峰值。之后虽有所回落，但从 2018 年四季度开始，全球负利率国债规模有开始快速增加，目前已超过 16 亿美元创历史新高。德意志银行的数据显示，目前全球负收益率债券占全球所有政府债券比例高达 25%。当前负利率国债规模快速增长的势头凸显了发达国家经济增长前景不容乐观。

负利率国债主要集中在欧洲和日本等国。欧洲央行在 2014 年 6 月将主要再融资利率由 0.25%下调至 0.15%，将存款利率由 0 下调至-0.1%。全球负利率国债规模的从 2014 年 8 月份开始明显增加，这与欧元央行的负利率接近同步。之后有更多的欧洲国家央行追随步入负利率。德意志银行的数据显示，目前欧洲国家是负收益率债券的最大贡献方，其中瑞典、德国、芬兰和荷兰四国的负收益率债券占比分别高达 91%、88%、84%和 84%。

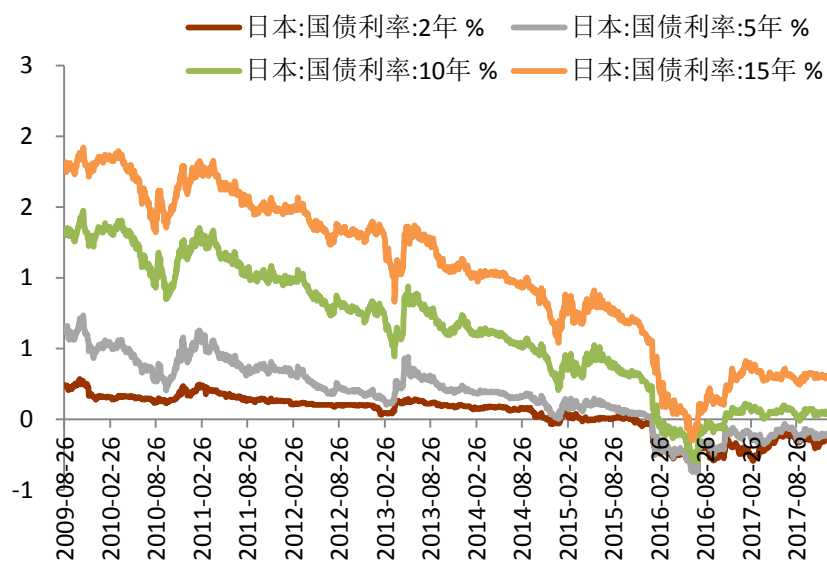
而日本央行则是从 2016 年 2 月 16 日步入负利率之列，将金融机构存放在日本央行的部分超额准备金存款利率实行-0.1%的负利率，以此“强迫”金融机构借出更多资金。长期的经济衰退、通缩等日本进一步降低负利率。

图表 4 德国国债收益率变化



资料来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

图表 5 日本国债收益率变化上海现货铜升贴水走势



资料来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

图表 6 全球负利率国债规模及金价变化



资料来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

2、全球央行步入降息周期，国债收益率均处于下降通道中，将利好黄金价格走势

从图表 6 可以看到，自 2016 年开始，也就是全球负利率国债规模开始快速增加期间，金价与全球负利率国债规模呈现明显的正相关性。特别是 2018 年四季度至今，两者的趋势非常一致。这个现象绝非偶然。究其原因，一方面，利率倒挂出和负利率的出现，显示了经济衰退风险在加大，会提振黄金的避险需求。另一方面，被视为无息资产的黄金，在全球不得不购买负利率国债的情况下，对黄金资产的配置必然会增加。而 2018 年四季度至今，金价的大幅上涨，伴随着德国和日本的国债收益率均快速下跌，以及全球负利率国债规模的快速增加，也证实了这点。我们认为，在现阶段，后者是更重要的影响因素。

在全球经济衰退风险加大的背景下，包括美联储在内的主要经济体纷纷降息，负利率或将成为货币政策的“新常态”。再加上收益率曲线倒挂警示的衰退信号在全球不断亮起，投资者纷纷涌入风险更低、收益率也在走低的国债，这是负收益率债券规模急速扩大的重要原因。而在这种情况下，黄金作为零息资产，在资产配置中的比重必然会增加，这将对利好黄金价格的长期走势。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号

1803、2104B 室

电话：021-68400688

深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河

世纪大厦 A 栋 2908 室

电话：0755-82874655

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号期货

大厦 2506B

电话：0411-84803386



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来

公寓 1201

电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财

富广场 A2506 室

电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。