

## 研究报告

2018年第38期

2018.04.16

执笔：吕振艳

邮箱：

lvzhenyan@icbc.com.cn

乱花渐欲迷人眼 债市异象细分说  
——2017年国际债市走势述评  
与2018年展望

## 要点

- 2017年美英加息引领发达国家货币政策收紧，本文发现，目前国际债市短端收益率走升，走势正常；长端走势有三大异常特征：一是，加息推升国债收益率的规律被打破：美、英加息，其国债收益率不升反降，德、日未加息，其国债收益率不降反升；二是，全球债券收益率中枢持续下移，美债期限溢价下行；三是，美国与全球主要国家长期国债收益率利差加大。
- 分析原因，主要有四大风险，即市场预期风险、债务违约风险，（发达国家债市）联动风险，收益率曲线风险。须注意的是，美债和美元经过2017年的反常变化，2018年上半年货币政策收紧前，债、汇市或急转回调，甚至累及股市。2018年上半年债市波动仍将不断，须警惕各央行议息会议、央行主席换届时的市场突变。在经济周期转换完成前，货币政策正常化实现前，以及汇、股、债累积风险缓释前，上述四大风险将持续存在，在债市收益率回调上升时，继续发挥强化作用，增强波动幅度。
- 展望未来，美经济和货币收紧将继续引领发达国家，叠加美元走弱对其的强化作用，全年美债收益率上行压力大。同时，欧日与美在GDP和货币政策上的预期差将持续存在。2018年，经济和债市正临转折期，近10年股、债双牛累积的巨大风险，将继续冲击债券收益率大幅震荡。预计10年期美债收益率在2018年上半年升至2.8-3%附近，下半年将在2.8%-3.5%震荡，美国加息加速至年四次情况下，美债收益率上行看至4%。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 乱花渐欲迷人眼 债市异象细分说

## ——2017 年国际债市走势述评

## 与 2018 年展望

2017 年美、英 10 年期国债收益率波动中一路下行。在经济持续增长、货币政策收紧背景下，此种走势与市场预期债市收益率走高正好相反。本研究在总览 2017 年国际国债市场走势基础上，研究国债收益率走势异常的具体特征，发现导致国债收益率异常走势的风险原因，进而分析这些风险因素的走势，展望 2018 年国际债市走势，并预警潜在风险。

## 一、2017 年全球债市走势异常

2017 年，在全球经济全面复苏，同时发达国家都发出货币政策收紧信号（表 1）背景下，国际债市<sup>1</sup>收益率作为基准利率的重要参考利率，其上行<sup>2</sup>动力愈发强烈。

表 1 2017 年美欧英日货币政策主要内容

主要发达国家	加息			缩表	
	时间	利率（幅度）	年末利率（总幅度）	时间	内容
美国	03-15	0.75%-1% (0.25%)	1.25%-1.5% (0.75%)	9月20日	被动式缩表
	06-14	1%-1.25% (0.25%)			
	12-13	1.25%-1.5% (0.25%)			
英国	11-02	0.25%-0.5%（0.25%）		维持购债规模不变	
欧元区	在通胀达到2%目标前，维持现有利率			2017-10-26 宣布 2018-01-01 实施	600亿欧元/ 月，缩减至300 亿欧元/月，持 续九个月。

<sup>1</sup> 根据 IMF 统计，截止 2017 年底，全球超过 63 万亿美元的债务总额中，美债、英债、德债和日债占比总计接近 60%，是全球最主要的国债市场，通常对国际债市的考察，以这四国为代表。

<sup>2</sup> 国债是避险资产，其基本作用机理是，在经济处于增长和繁荣期时，市场风险偏好高，债券价格下降，债券收益率上升；在经济处于衰退期时，市场避险需求增加，债券价格上升，债券收益率下降。2017 年，主要发达国家经济增长稳定，经济逐步进入增长阶段，加息进一步增加了债券持有者的成本，因而理论上，加息具有推升债券收益率的倾向。

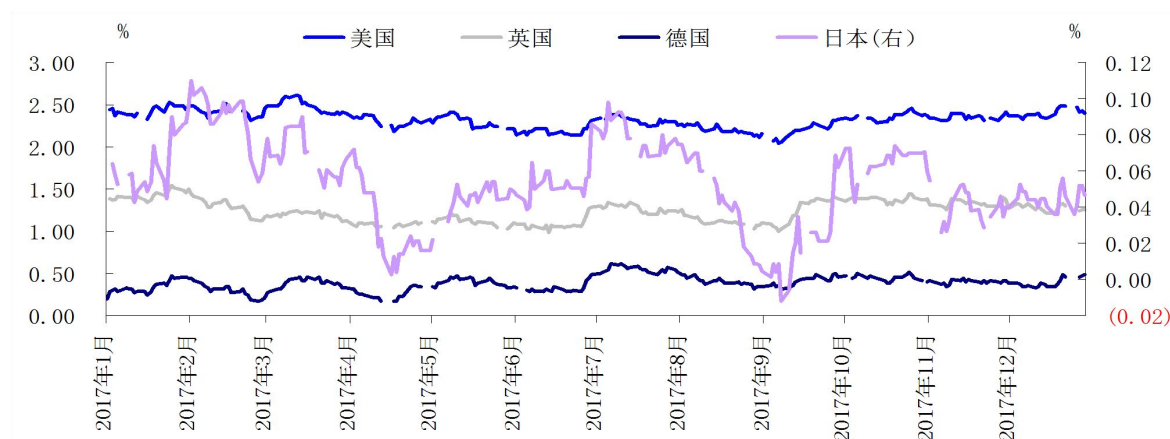


日本	在通胀达到 2% 目标前，维持利率-0.1%，10 年期国债收益率维持在 0 附近。	2017-04-01	缩减购债规模 5%，至 154 万亿日元
		2018-01-09	意外小幅减少购买 10 年及以上期国债。

资料来源：作者根据相关资料自行整理。

回顾全年主要国家债市收益率走势<sup>3</sup>（图 1），全年美、英 10 年期国债收益率分别比年初下跌 5 个和 13 个基点，而德、日 10 年期国债收益率分别比年初上升 28 个和 1 个基点，这与加息预期下收益率应该上行的走势向背。市场对此异常走势诸多热议。本研究发现，以美债为例，从期限结构来看，前述所提债市异常走势主要是发生在 10 年及以上期限国债收益率变化上（图 2、图 3）。在美国货币政策正常化两年来，短端债市收益率整体呈现升值走势，符合市场预期走势。

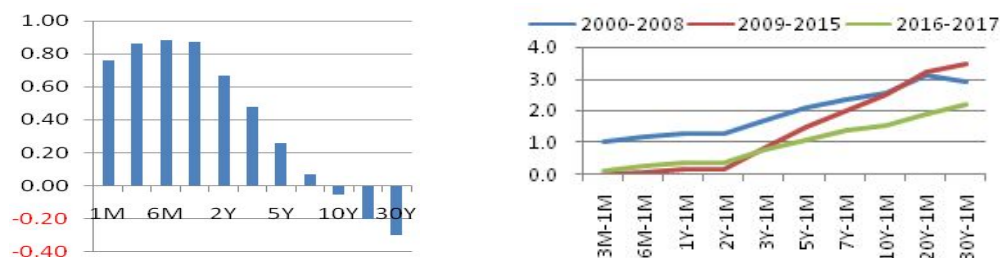
图 1 2017 年全球主要国家 10 年期国债收益率走势图



数据来源：wind，如无特殊说明，下同。

<sup>3</sup> 按照惯例，国债收益率如无特殊说明，通常是指 10 年期国债收益率。目前市场对于 2017 年国际债市收益率异常波动的探讨，也都是基于 10 年期主要国家（美、英、德、日）国债收益率的走势变化。但是在国债市场深度研究报告中，在探讨国债收益率走势变化的原因和未来趋势时，往往需要从国债收益率曲线和期限利差角度进行分析，即兼顾比较短期至长期（从 1 个月到 30 年期）国债的收益率。本研究也遵循这样的传统。

图 2 2017 年不同期限美债收益率变化 图 3 危机后货币政策三阶段美债平均期限利差走势



具体分析国际债市异常走势的主体，即长端国债收益率，可以发现三大异常波动特征。

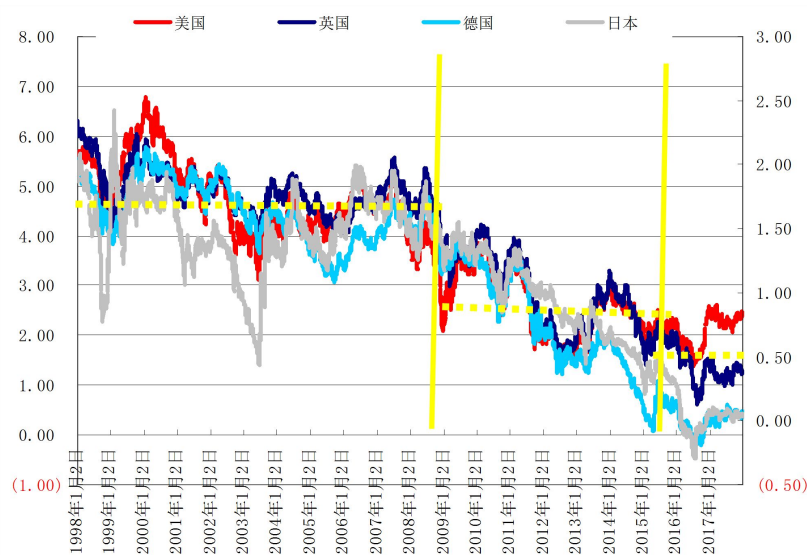
首先，加息推升国债收益率的规律被打破。美、英加息，其国债收益率不升反降，德、日未加息，其国债收益率不降反升。美国加息，意味着基准利率中枢上移，相应风险资产补偿收益率要求面临提升，因此美债收益率理论上有上升压力。2017 年美国全年加息 3 次，共提升基准利率 75 个基点，全年加息幅度是 2015 年 12 月 16 日危机后，首次加息 2 年来加息幅度的总合。但是，与前两次加息美国 10 年期国债收益率升值不同，2017 年 3 月 15 日、6 月 14 日和 12 月 13 日加息当天，美国 10 年期国债收益率均出现下降，分别比前一个交易日下降 9 个、6 个和 1 个基点，英国 10 年期国债收益率分别下降 2 个、9 个和 1 个基点。11 月 2 日英国宣布 10 年来首次加息后，当天国债收益率下跌 10 个基点，至 1.3079；而美国 10 年期国债收益率下降 2 个基点。截至 2017 年 12 月 30 日，德、日 10 年期国债收益率分别比年初上升 28 个和 1 个基点。11 月 2 日英国加息当天，德国 10 年期国债收益率升值 2 个基点。三次美国加息日当天，德国 10 年期国债收益率分别贬值 4 个、1 个基点和升值 3 个基点，而日本维持 10 年期国债收益率不变。

第二，全球债券收益率中枢持续下移，美债期限溢价下行。美国宽松货币政策始于 2008 年 11 月美国开启 QE1，经过 2010 年 11 月 QE2、2012 年 9 月 QE3，于 2015 年 11 月开启加息，开始逐步退出量化宽松政策。以 2009 年 1 月和 2016



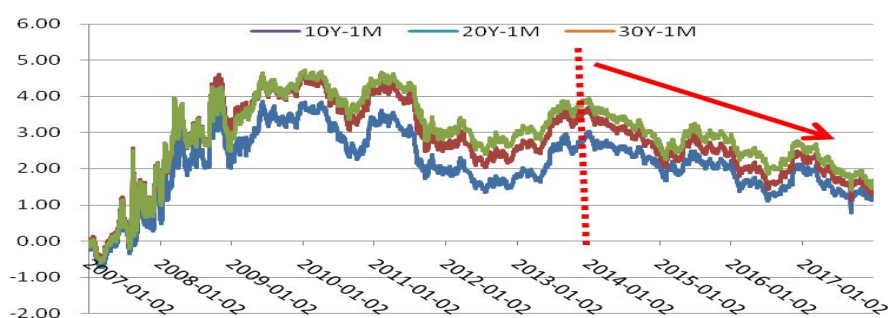
年1月来区分危机前后和加息前后共三个阶段，美国10年期国债收益率中枢呈逐步下行态势（图4）：从2009年（危机前）之前平均约4.6，2009–2016年（危机后、加息前）间的2.6，至2016年（加息后）以后平均只有约2.1。

图4 危机前后、加息前后全球主要国家10年期国债收益率走势图



2014年以来美债期限溢价<sup>4</sup>，除2016年下半年之外，呈现持续大幅下行走势（图5），下行节奏与加息节奏相吻合，但是方向相反。

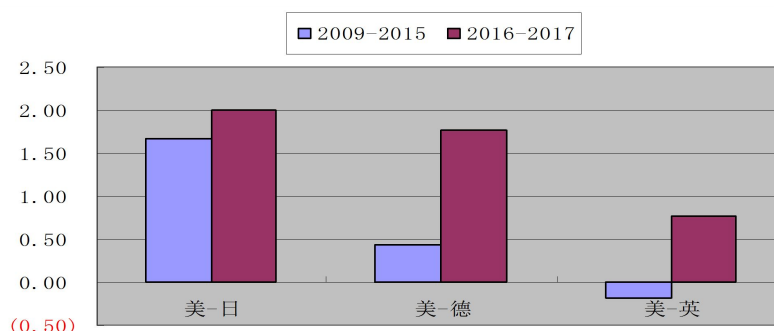
图5 2007–2017 美债期限溢价走势



<sup>4</sup> 国债的期限溢价通常是指长期债券比短期债券需要更多的风险补偿，因而长期债券收益率高于短期债券收益率，形成期限溢价。本研究中，依照惯例，将1个月——2年期国债，看做短期；3年、5年和7年期国债看做中期，10年期及以上看做长期；并将10年期、20年期、30年期国债收益率分别减去一个月短期国债收益率，考察期限溢价的年度走势变化。

第三，美国与全球主要国家长期国债收益率利差加大。在美债收益率持续下行情况下，美国 10 年期国债收益率与其他国家同期国债收益率利差扩大（图 6），凸显出其他国家长期债务收益率下跌幅度大于美国，这与主要发达国家 GDP 同时增长的经济现实相违背，也与美国货币政策全年收紧幅度最大的政策调控方向相背离。

图 6 加息前后美债收益率与英、德、日国债收益率的利差变化



## 二、债市异常波动原因分析与风险警示

2017 年，危机后第 10 年，美、英首次同时出现经济增长向好与货币政策收紧，推动债市收益率开始进入由降转升的转折期。但是，伴随着美国年加息幅度的增长，发达国家间在政策和市场预期不平衡性加剧，增加了债市转折过渡期的复杂性，导致债市呈现异常波动。这种复杂性突出表现在，四大核心风险因素导致债市收益率不升反降，即市场预期风险、债务违约风险，联动风险，以及短端收益率上行、长端收益率下行导致的收益率曲线风险。四大风险因素综合效果，一方面推动债券收益率中枢下移，另一方面推动货币政策不平衡国家间国债收益率利差走高。以下对导致 2017 年债市收益率不升反降的四大核心风险因素进行具体分析。

### （一）市场预期风险：关注市场提前波动和非预期风险

加息情况下，通常市场预期推动国债收益率上行。当市场走势与预期相左

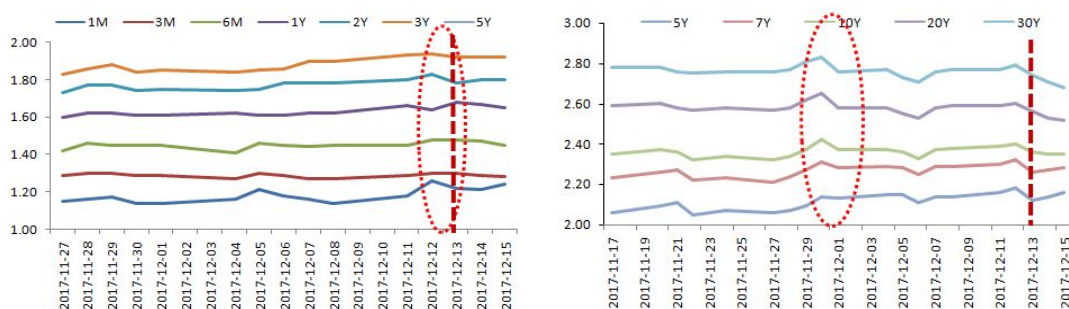




时，形成市场预期风险，推动国债收益率下行。市场预期风险主要包括提前波动和非预期风险两类。

首先，市场预期形成的市场波动先行于市场预期事件，随后回调形成反向波动，在预期事件发生时，表现为异常波动。根据市场波动理论，在市场预期作用下，市场波动往往先行。考察 2017 年债市波动，可以发现，随着债券到期期限的增长，美债收益率提前波动的的时间更长，与预期相符合的波动在长端提前 5-8 个工作日，在短端提前 1-2 个工作日，随后回落（图 7）。因此，根据预期波动先行规律，考察事件发生前的波动与加息预期方向是一致的。预期事件发生时，与预期反方的波动，只是市场提前波动形成的虚假反常。

图 7 2017 年 12 月 13 日美联储加息前后美债收益率变化



其次，关键性非预期因素，导致债市走势与加息预期相左。在发达国家货币政策收紧过程中，影响加息预期的三大非预期因素包括：推动货币政策走勢变化的核心因素与预期因素向左，监管或税收等国内政策变化改变国债供需结构，以及通胀预期有效管理推动市场通胀预期降低。其一，推动市场走勢变化的核心因素与预期因素向左。11 月 2 日当天英债开盘一如市场预期加息的走勢，然而随后急跌，反映出市场惊讶于，货币政策变化的核心指引不是增长而是被动控制通胀。市场预期的这种变化，表现为短时间的反弹走勢，即前期长期累积的因素，借机出现短时爆发性回调。2014 年的闪涨和 2013 年的“缩减恐慌”可以看作是其极端例子。值得注意的是，美债和美元经过 2017 年的反常变化，

在 2018 年上半年货币政策迈入新的紧缩期之前，可能出现债市或汇市的急转回调（上行），甚至可能累及股市（下行）。

其二，监管、税收等国内政策变化改变国债供需结构，导致国债市场与加息走势向左。2017 年初，由于日本金融管理局加强监控贷款人海外债券投资活动，导致日本投资者减缓外债购买速度，更多买进日元债券，导致日本国债市场供需结构发生变化，日本债券收益率大幅下挫。美国税改影响的不确定性在 2017 年 2 月至 11 月期间经历了发酵到降低的变化，导致市场风险偏好由高转低，推动美债需求由增到缓，美债收益率下行压力逐渐减弱。

其三，市场认定通胀预期获得有效管理，缓解市场通胀预期压力，推动国债收益率下行。在经济从复苏进入增长后，加息往往伴随着市场通胀预期走升。美国加息步伐一直领先发达国家，推动市场逐渐对于美国控制通胀走升的政策有效性看多，市场通胀预期获得缓解，美债收益率出现下行。

综合上述三种非预期风险因素，2018 年下半年，需警惕欧日货币政策转鹰时国际债市可能出现的异常波动。尽管 2018 年美国货币政策紧缩步伐或将进一步加快，但是如果欧、日货币政策出现实质性收紧，将推动全球利率加速进入上升通道。但是，2018 年同时也是美国新税法实施第一年，财政负担短期加重的概率较大，加息将进一步推升还债成本，推升财政负担；如果美国在全球利率抬升背景下进一步加息，将进一步加重财政负担，因此市场或将出现美国放缓加息的预期，形成美债收益率下行压力。

## （二）债券违约风险：内因加重累积风险，外因触发短期波动

加息周期下，利率提升与通胀预期提升，债市作为资产配置市场的一员，其可比收益率具有相生趋势。但是，加息也导致偿债成本增加，增加债券违约风险，导致避险需求增长，形成国债收益率下行风险。由于美、英在国际债市上的引领作用，其收益率出现的下行风险，有内外因双重压力。

内因方面，债券规模增长推升债券违约风险。各国经历了危机后大约 10 年的超常规货币宽松期，大量超额金融资源累积在金融体系内，没有进入实体经济。这种金融系统累积的风险，在债市的表现，就是债务规模巨大的国家，在





货币政策收紧，尤其是缩表加速推进时，对未来形成“偿债成本大增，偿债压力大增，债务违约风险上升”预期，市场避险需求和预期大幅增长，形成强大的债市收益率下行压力。

外因方面，主要有两大影响因素。其一，非美、英政治与地缘风险，引发短期非美、英债券违约风险，推动英、美国债收益率下行。新兴市场、地缘政治风险严重的地区或国家，以及大选导致的潜在政治风险增加，导致短期债券违约风险增加，风险国债券被抛售。如2017年上半年的法、德大选前，政治风险推升其国债收益率，英、美国债短期买盘增加，导致英、美国债收益率相应下行。

图8 美国加息前后10年期美债、基准利率和美元指数走势



其二，美元贬值加重债券违约风险，打压美债收益率。在市场预期风险和债务上限风险的共同作用下，不断出现美元与美债收益率的逆向波动（图8）。一方面，市场对特朗普经济政策的不稳定预期持续存在，对美国债务规模攀升的市场预期风险增加，导致美元不断承压。另一方面，美国债务上限问题出现，增加美债违约风险，美债被抛售风险短期增加，短期推升美债收益率，推动美元贬值，由此，在债务上限风险发酵期，形成短期美元贬值、美债收益率升值的逆向波动。此后，伴随着债务问题获得解决，美债收益率由升转降，但是美元回升动力不足，原因在于，欧、日未来经济增长市场预期更强、货币政策收

紧的市场预期更大，美国债务规模大且有望继续增长情况下，因此美元贬值压力将长期存在，无法因短期债务上限问题的解决而获得缓解。美元贬值加重美国财政负担，进一步增加美债违约风险，市场避险需求增加，持续形成美债收益率下行压力。

### （三）联动风险：联动风险累积，联动方向改变

加息对债市收益率上升的推力，在国家和各月间的累积性不强，但是其形成的债市风险在国家和各月间的累积性强，导致债市收益率下行压力大。同时，发达国家政策和风险的不平衡性，推动主要发达国家国债联动方向变化：英、美国债收益率同向联动性增强，与德国反向联动。在国债联动风险累积、联动方向改变两大因素作用下，英、美在加息+缩表上的先行性，增加了市场对两国 GDP 和货币政策稳定的担忧，推动两国国债收益率不升反降，形成异常波动。

图9 2017年各月主要国家债券收益率波动率

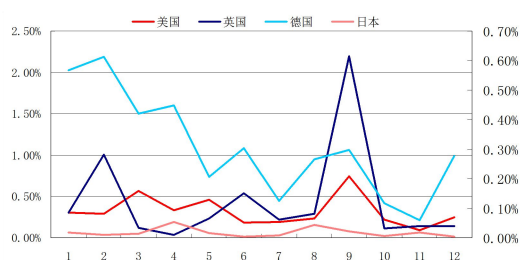
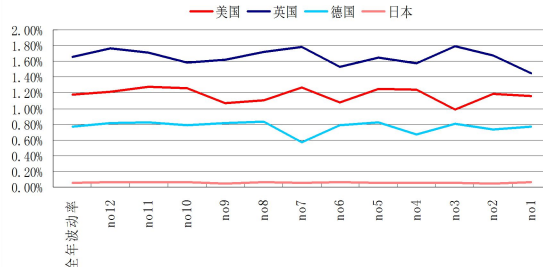


图10 2017年各月与全年波动率的偏离程度



注释：通常各国各种风险因素不会同时集中爆发，各国各月波动率反映了短期风险冲击的差异和常态化。同时，多种风险因素在各国不同月份爆发或沉寂，具有不平衡性，将当月排除在 12 个之外考察全年波动率（如 no12，表示不考虑 12 月时其它 11 个月的波动率），并与全年波动率相比较，可以发现各月多因素累积风险对全年平均波动率的影响，从而识别出拉高（低于全年波动率的月份）或拉低（高于全年波动率的月份）全年综合风险的月份。

首先，联动风险累积性强。英国在脱欧影响下，全年波动率居主要发达国家最高（图 9、10）。可以发现，不论是波动最低的 4 月份（一度逼近日本），还是月度波动全年最高的 9 月，亦或是拉高全年波动率的最大贡献月份 1 月，都不是英国的加息月份。其中，9 月份作为美国加息月和英国加息预期月，单月波动性全年最大，表明英美之间债券联动性强。从表 2 来看，3 月和 1 月才分别是



美国和英国全年波动最大的贡献月。其中，3月和9月都是美国加息月，但市场走势相反，最终国债全年波动性与3月走势一直，但收益率下降幅度不及三月，反映出联动风险在各月的累计性。

表2 2017美、英、德三国国债市场波动极值月份及国债收益率走势

	美（10年期国债走势）	英（10年期国债走势）	德（10年期国债走势）
2017波动最小月	11(↑)	4(↑)	11(↑)
2017波动最大月	9(↑)	9(↑)	2(↑)
对2017全年波动影响最大月	3(↓)	1(↑)	7(↑)

其次，英、美与德国和日本在债市联动关系上，从同向变为异向。美、英、德、日的国债市场形成了全球债市的主体，作为流动性良好的避险资产，在经济增长和政策预期稳定时，往往表现出同向联动特征。但是，2017年国际四大主要国债市场联动关系不断变化（图9）：从各市场各月波动的联动性来看，3季度之前美、德波动的联动性强，但是方向相反；从各市场全年的综合波动（图10）来看，美、英联动性较强。德国大选政治风险由强转弱，英国脱欧和美国税改及政策不确定性，英、美国债风险持续升温，推动美、德国债收益率联动由强转弱。美国税改，增加风险，推动英、美联动性增强。在加息+缩表背景下，偿债负担走高，巨额债务规模累积的风险日益突出，因此，英、美在加息和缩表上的先行性，推升市场对英、美债务违约风险走升的担心，强化了市场对英、美在经济增长和货币政策方面可能相较于日、欧放缓的预期，导致英、美国债收益率加息背景下不升反降，非加息区域德国的国债收益率不降反升。

#### （四）收益率曲线风险：短端风险中期或加重，长端风险短期下行压力大

债市收益率长端和短端对相同因素<sup>5</sup>的反应不同，形成收益率曲线风险。上述分析的市场预期风险、债券违约风险和综合风险，未来可能伴随着日、欧货币政策转“鹰”，而蔓延至目前走势正常的短端收益率，形成收益率曲线风险。由于美国率先加息和缩表，收益率曲线风险可能最先在美债上出现。首先，美债短端收益率目前走势正常，中期或下行。随着更多国家更大幅度收紧货币，各国央行购债规模受限问题逐渐突出，巨量债务叠加利率上升，偿债压力陡增，债务违约风险突出，但是长期低风险债务供给有限，短端债券或出现收益率下行，尤其在 3-5 年的中期看，发生概率较大。

其次，需警惕欧、日货币政策实际转鹰时，短期内短端收益率或下行。2018 年 2-3 季度，日欧货币政策或转“鹰”，对此的一致预期，或推动市场转而认为美国加息步伐相对减弱，美国短端国债收益率或下行。在欧日货币政策预期和实际转向的关键时期，需密切关注美债短端收益率的短期波动。若美元继续走软，或者美股暴跌，短债收益率或下行。

第三，债市长端收益率存在短期下行压力。未来，发达国家在 GDP、通胀和货币政策三方面的不平衡发展，将持续存在。在欧日货币政策明确转鹰之前，上述推动 2017 年美、英国债长端收益率下行的因素将继续作用，在 2018 年上半年至三季度形成对美、英债市长端收益率的下行压力。

值得注意的是，在经济周期转换完成之前，货币政策正常化实现之前，以及汇、股、债累积风险缓释之前，上述债市四大风险将持续存在，并将在债市出现收益率回调上升之时，继续发挥强化作用，增强波动幅度。

### 三、国际主要债市未来走势判断

#### 1. 全球债市整体：上半年承压小幅波动下行，全年震荡上行。

<sup>5</sup> 经济增长、通货膨胀和货币政策，是影响国债市场的主要三大因素。由于发达国家在这三个方面发展存在不平衡，导致市场预期风险、债市违约风险，以及综合风险的表现和影响在各国间存在差异。



从经济基本面和货币政策整体走势来看，上半年美、欧、日同步复苏有望延续、加速，但货币政策差异推升市场预期风险，利率上行预期加重债务违约风险，政治风险和地缘风险叠加的综合风险较高，债市收益率在短期回弹性上行波动后，上半年整体承压小幅波动下行。

下半年，美国将继续引领发达国家货币政策收紧进程，欧洲经济增长的稳定性和强劲性更高，欧洲货币政策转鹰将推动欧债从核心国到外围国，整体呈现收益率上行，带动全球债市进入上行通道，同时也将缓解加息对美债的上行压力。期间美、欧、英货币政策收紧力度的变化与差异，将形成新的市场预期风险，叠加欧债违约风险上升，形成全球债市收益率下行冲击。

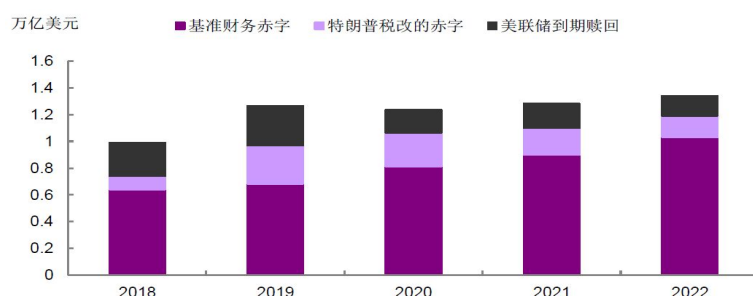
长期看，伴随着特朗普税改对美国经济刺激作用衰退，美联储加息或将随之放缓甚至可能转向，美、欧缩表大幅展开，债务规模继续走高，国际债市收益率或迎回落契机。

**2. 2018 年美债收益率以上行为基调，国际债市或从慢牛进入熊市，需警惕债市转折期资产配置风险或将提高。**

上半年经济基本面和货币政策预期差持续存在并或走高，美债大概率仍将承压小幅下行，出现的反弹波动，可能因幅度大、突发性，形成一定风险，但因持续时间不长，影响相对可控。预计 2018 年上半年，10 年期美债收益率震荡升至 2.8-3% 附近，下半年于 2.8%-3.5% 区间震荡。在美国经济增长继续走稳，通胀压力增长背景下，尽管 2018 年最新 FOMC 提出 2019-2020 加快加息，目前无法排除美国全年加息四次的可能。如出现此情况，美债收益率或上行至 3.5-4% 区间震荡。美债全年波动需重点关注三大类风险因素。

图 11 美国国债发行预期金额





资料来源：S&P Global

首先，**税改、美元走势和债务问题，纠缠在一起，将对全年美债收益率形成持续冲击。**1 季度债务上限问题即使获得解决，税改和缩表带来的债务规模变化和相关违约风险，仍将持续形成美债收益率下行压力；其次，**美债收益率上行修正或在上半年完成。**QE 之后施行量化宽松政策的国家，债务规模都大幅增长，美国资产负债表负债端达到 4.5 万亿美元历史新规模，英国 4350 亿英镑、欧元区 2.55 万亿欧元。据标普估计，受美联储到期赎回和特朗普税改影响，美国财政部发债规模将从 2018 年的 1 万亿美元升至 2022 年的 1.4 万亿美元（图 11）。债券供给增加，叠加全球经济向好导致风险偏好上升、债券需求下降，将给美债价格带来很大上行压力。截止 2017 年底，持续下行的债市，其收益率扭曲无法为市场短期消化，推动债市收益率上行修正在 2018 年上半年逐步完成。第三，**美元上半年仍将承压小幅波动下行，下半年逐渐进入升值通道。**政治和经济基本面的不确定性持续压制美元。同时，税改落地垒筑起来的高财政赤字，仍将重压美元；海外利润回流或只会形成美债抛盘，而不会对美元形成有力支撑。由于美元走弱对美债收益率上行的强化作用，全年美债收益率整体上行压力大。同时，下半年，随着欧日货币政策收紧实际落地，如果美国经济增长持续加速、通胀持续稳定，货币政策没有出现放缓迹象，市场货币政策预期差有望减弱。美元有望恢复升值动力。

3. 欧元区 3 季度货币政策有望“鹰”化，推动欧洲国债收益率先抑后扬，全年呈“V”型走势。



全年货币政策转鹰的三大影响因素，对债市形成持续冲击。首先，2018年6月底之前，英国脱欧是否能取得突破性进展，将直接决定英国央行会否进一步加息。期间，脱欧谈判的任何进展都将体现在债市收益率上。届时，英国和欧元区及区内主要国家GDP数据如能保持靓丽优势，现有货币政策收紧之势将有望延续，欧元区有望在3季度至年底宣布退出QE，英国债收益率有望脱离下行，转为上行。其次，债务违约风险逐渐突出。德国、英国在2017年末的组阁风险后，政治风险和硬脱欧风险均有下降，但是欧元区内部的债务问题尚未获得全面解决，债务违约风险在货币政策转“鹰”后将进一步凸显，导致下半年国债收益率上行承压。第三，通胀预期走高，推动国债收益率上行。2017年以来英国通胀增长相对较快，欧元区通胀目标迟迟未有起色。2018年将通胀控制在目标范围附近，维持市场通胀预期稳定，有利于减少英、欧国债收益率上行进程中的波动。

#### 4. 日本国债收益率维持在0.1-0.15%区间小幅上行。

日本方面，4月份由于黑田行长面临到期卸任，货币政策和财政政策的稳定性和持续性面临考验。根据目前日本安倍和央行政策来看，货币政策的延续性和稳定性应该不会受到黑田去留的影响。只要日本国债收益率持续存在下行压力，购债规模缩减就不会刺激日元升值，因此2018年日本央行大概率会延续隐性紧缩政策，继续小幅减少债券购买。