

宏观动态跟踪报告

对美债收益率反常倒挂规律的探讨

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

薛威 一般证券从业资格编号
S1060117080079
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

近日，2 年期美债与 10 年期美债收益率盘中倒挂引发市场恐慌，市场风险偏好大幅回落。继 3 月底 3 个月与 10 年期美债收益率倒挂之后，美债收益率倒挂再次引发市场关注。下面我们将对近四十年美债收益率的倒挂情况进行回溯对比，并对美债收益率倒挂的前景进行研判。

■ 美债收益率倒挂出现反常规律：3M-10Y 倒挂变易，2Y-10Y 倒挂变难

正常情况下，短端利率水平低于长端利率，即美债收益率 $10Y > 2Y > 3M$ 。由于长端利率对经济预期更为敏感，短端利率受流动性影响更大，所以当经济预期回落时，长端利率往往会较短端利率下行更快。因此，10Y 美债收益率下滑过程中应当首先触碰 2Y 美债收益率，而后触碰 3M 美债收益率，即，2Y-10Y 美债收益率倒挂易于 3M-10Y 美债收益率。

但是，通过对比近四十年美债收益率的走势，可以发现以下规律：3 个月与 10 年期美债收益率倒挂正在变得愈加容易；而 2 年与 10 年期美债收益率倒挂正在变得愈发困难。具体表现为：① 3M-10Y 美债收益率倒挂开始出现的时点从大幅滞后于 2Y-10Y 美债收益率倒挂逐次转变为提前；② 3M-10Y 美债收益率倒挂持续的时长由远小于 2Y-10Y 美债收益率倒挂的时长逐次转变为超过；③ 3M-10Y 美债收益率倒挂的最大程度由远小于 2Y-10Y 美债收益率倒挂逐次转变为大于后者，且程度仍在逐次加大。

■ 美债收益率上述倒挂规律，归因于经济周期变化与货币宽松依赖

对于上述的美债收益率的倒挂规律，我们认为有以下三种背景因素可以做出合理解释。① 美国经济周期逐渐拉长，缩短了 3M-10Y 与 2Y-10Y 美债收益率倒挂的时间差异；② 美国经济潜在增长率逐渐回落导致美国经济周期高点逐次下行，带来 3M-10Y 与 2Y-10Y 美债收益率倒挂的空间差异持续缩小；③ 美国经济对宽松货币政策的依赖度愈发增强，且宽松货币政策的边际效应越发减弱，加强了美联储对降息操作的谨慎度，使得 3 个月美债收益率在降息前以及降息初期走势较为坚挺，进而导致 3M-10Y 美债收益率倒挂较 2Y-10Y 美债收益率倒挂愈加容易。

■ 美债收益率倒挂可能远未结束，建议增配避险资产

美国经济周期渐次延长、美国经济潜在增长率逐渐回落以及经济对宽松货币政策的依赖度增强，这三大因素都是长期作用于美国经济的，在现行技术水平没有发生广泛革新、全球货币金融体系没有进行深刻变革的大背景下，近四十年以来美债收益率的倒挂规律可能还将持续发生效力。

当前，2Y-10Y 美债收益率尚未发生收盘后的实质性倒挂；3M-10Y 美债收益率倒挂的最大程度截至目前仅为 39bp 且仍有扩大趋势，所以美债收益率倒挂远未结束。在这样的背景下，经济前景仍将屡屡受到冲击，市场的风险偏好也会在未来持续受到压制，这使得持有黄金、白银等贵金属以及多元化配置非美经济体的国债等避险资产将是较优的选择。

近日，2 年期美债与 10 年期美债收益率在盘中引发倒挂，引发市场对经济前景的担忧进一步加深，恐慌情绪蔓延，市场风险偏好短期大幅回落。其实早在 2019 年 3 月下旬，3 个月与 10 年期美债收益率就曾出现为期一周的倒挂，之后在 5 月中旬再次出现倒挂并持续至今，且倒挂幅度不断加深。当前，美债收益率倒挂再次引发市场关注，本文通过对近四十年美债收益率的倒挂情况进行回溯对比，得出了美债收益率倒挂的一些规律，并对美债收益率倒挂的前景进行研判。

一、美债收益率倒挂出现反常规律：3M-10Y 倒挂变易，2Y-10Y 倒挂变难

回溯近四十年美债收益率数次倒挂的历史，可以发现无论是 3 个月和 10 年期美债收益率倒挂，还是 2 年与 10 年期美债收益率倒挂，均是经济衰退或经济金融危机的先兆，且倒挂持续时间越长，随后而至的经济衰退就愈严重。我们在 7-8 月推出的专题报告《美联储改变降息逻辑了吗？——基于历史数据的分析》与《美联储预防式降息落地，非典型宽松周期开启》中就已经对美债收益率倒挂与历次经济危机的联系进行了分析，但是对于不同收益率倒挂的研究尚存不足，市场上也缺少此类研究，所以本文将把研究重点放在对 3M-10Y 与 2Y-10Y 美债收益率倒挂的对比分析上。

在正常情况下，短端利率水平应低于长端利率，也就是说 10 年期美债收益率 > 2 年期美债收益率 > 3 个月美债收益率。由于长端利率受经济预期更为敏感，而短端利率受流动性影响更大，所以当经济预期回落时，长端利率往往会较短端利率下行更快。在这种情况下，10 年期美债收益率下滑过程中应该更容易首先触碰 2 年期美债收益率，而后触碰 3 个月美债收益率，也就是说 2Y-10Y 美债收益率倒挂易于 3M-10Y 美债收益率倒挂。但是，通过对比近四十年美债收益率的走势，可以发现以下规律——**相较而言，3 个月与 10 年期美债收益率倒挂正在变得愈加容易；而 2 年与 10 年期美债收益率倒挂正在变得愈发困难。**该规律有如下表现：

第一，3M-10Y 美债收益率倒挂开始出现的时点从大幅滞后于 2Y-10Y 美债收益率倒挂逐次转变为提前。从 1978 年以来，两者各经历过五次倒挂（不含 2019 年出现的这一次），前者倒挂滞后于后者的程度由 3.5 年逐渐缩减为 3.6 个月、3.3 个月、2 个月乃至 0.7 个月，且 2019 年这一次前者已在后者之前出现倒挂，且按收盘计，后者尚未真正出现倒挂，前者提前出现倒挂的时间至少为 5 个月。

第二，3M-10Y 美债收益率倒挂持续的时长由远小于 2Y-10Y 美债收益率倒挂的时长逐次转变为超过。自 1978 年至今，前者出现倒挂的持续时间由短于后者 46.4 个月逐次降为 2 个月、1.2 个月、1 个月，并在 2005-2007 年那一次实现超越，前者倒挂时长超过后者 1.3 个月。若以 2019 年这一次截至目前的情况论，前者已持续近 5 个月，而后者尚未真正出现（以收盘计）。

第三，3M-10Y 美债收益率倒挂的最大程度由远小于 2Y-10Y 美债收益率逐次转变为大于后者，且程度仍在逐次加大。从 1978 年开始，前者倒挂的最大程度由小于后者 145bp 逐次降为 10bp，之后出现逆转，前者倒挂的最大程度开始大于后者，且呈逐次扩大趋势——6bp、43bp、45bp，当前的 2019 年这一次倒挂由于仍在进行中且后者倒挂尚未真正出现，所以暂未加入对比。

图表1 3M-10Y 美债收益率与 2Y-10Y 美债收益率倒挂的历次对比

时期	倒挂开始时间点		倒挂持续时长		最大倒挂程度 (bp)		最大倒挂日期	
	3M-10Y	2Y-10Y	3M-10Y	2Y-10Y	3M-10Y	2Y-10Y	3M-10Y	2Y-10Y
1978-1982	1982 年 2 月 1 日	1978 年 8 月 18 日	0.6M	47M	96	241	1982 年 2 月 16 日	1980 年 3 月 20 日
1988-1989	1989 年 3 月 27 日	1988 年 12 月 13 日	9M	11M	35	45	1989 年 6 月 9 日	1989 年 3 月 30 日
1998	1998 年	1998 年	0.8M	2M	13	7	1998 年	1998 年

	9月10日	5月26日					9月21日	6月25日
2000-2001	2000年 4月7日	2000年 2月2日	10M	11M	95	52	2001年 1月2日	2000年 4月7日
2005-2007	2006年 1月17日	2005年 12月27日	19.3M	18M	64	19	2007年 2月27日	2006年 11月15日
2019 (截至目前)	2019年 3月22日	暂无	5M	暂无	39	暂无	2019年 8月15日	暂无

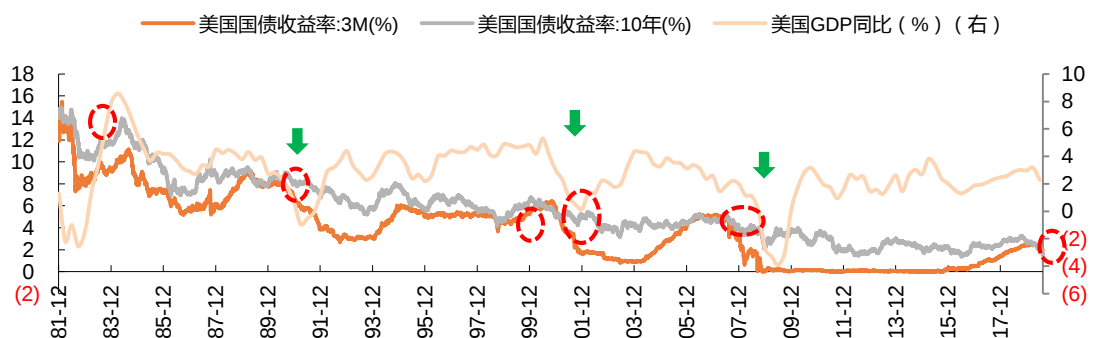
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 3M-10Y 美债收益率与 2Y-10Y 美债收益率倒挂规律的三大表现

	1978-1982	1988-1989	1998	2000-2001	2005-2007	2019 (截至目前)
3M-10Y 倒挂开始 时点滞后于 2Y-10Y 的时长	42 个月	3.6 个月	3.3 个月	2 个月	0.7 个月	-5 个月或以上?
3M-10Y 倒挂持续 时长小于 2Y-10Y 的 程度	46.4 个月	2 个月	1.2 个月	1 个月	-1.3 个月	-5 个月?
3M-10Y 倒挂最大 程度小于 2Y-10Y 的 水平	145bp	10bp	-6bp	-43bp	-45bp	?

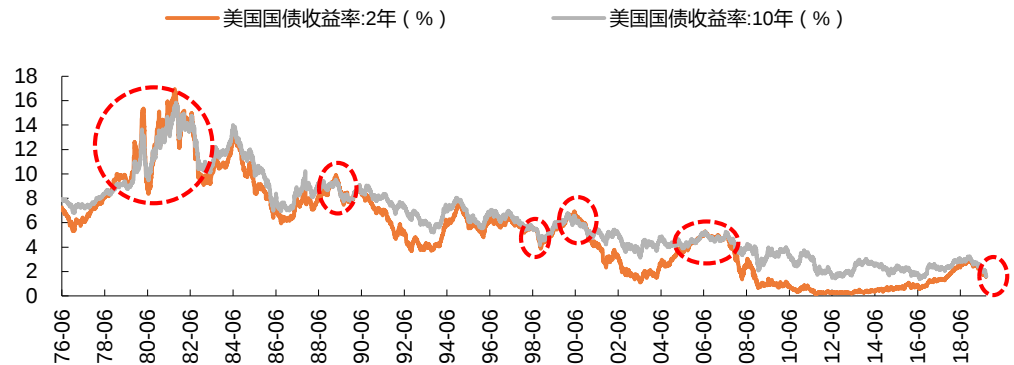
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 3 个月期与 10 年期美债收益率走势与历次倒挂情况



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 2年期与10年期美债收益率走势与历次倒挂情况



资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、美债收益率上述倒挂规律，归因于经济周期变化与货币宽松依赖

对于上述的美债收益率的倒挂规律，我们认为有以下三种背景因素可以做出合理解释，分别为美国经济周期、美国经济潜在增长率以及经济对宽松货币政策的依赖度愈发增强这三点。

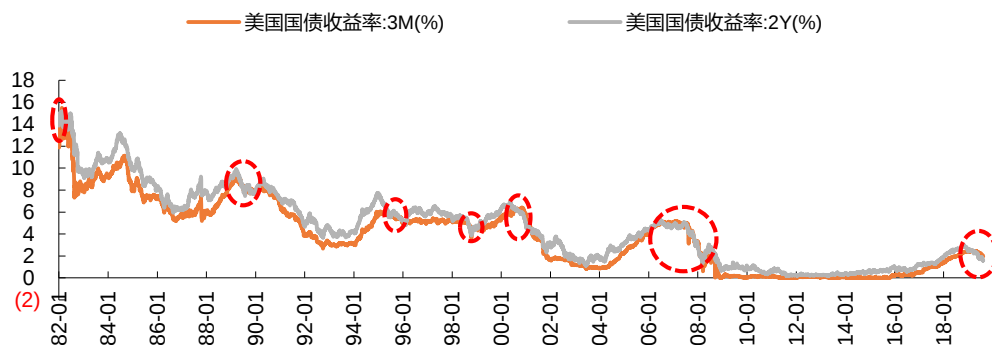
首先，美国经济周期的长度在二战后就呈现逐渐拉长的特征，且该特征在 80 年代以来的近四十年更为显著。这导致 2 年期美债收益率走势所反映的经济前景较 3 个月的短期而言会大体相近，进而导致 2 年期与 3 个月美债收益率走势逐渐趋同，而反映长期经济前景的 10 年期美债收益率走势仍相对独立。这缩短了 3M-10Y 与 2Y-10Y 美债收益率倒挂的时间差异。

80 年代美国经济周期长度大致为 5-6 年，而今美国经济周期长达 10 年以上，且上涨周期与下行周期均有所拉长。美国经济周期拉长的原因错综复杂，主流观点认为经济全球化的推进与货币政策的逐渐完善是美国经济周期拉长的两大重要因素。

作为经济全球化的主推力与最大受益者，美国掌握了世界上先进的生产力和高新科学技术，在全球分工体系中处于优势地位。在经济全球化的过程中，美国利用其雄厚的资金、技术、信息和人才优势，集中精力发展高新技术产业，将传统工业和一般技术成熟的产业向发展中国家转移，实现了资源的优化配置，也规避了周期性行业带来的经济波动。另外，布雷顿森林体系与石油美元体系的先后建立保障的美元金融霸权使得美国可以通过调节货币政策与金融市场将自身的经济波动对外输出，这降低了美国经济波动的幅度与频率，进而导致美国经济周期逐次延长。

美联储货币政策的逐步完善也是美国经济波动周期持续延长的重要原因。在美联储发展历程中，货币政策的最终目标经历了从充分就业的单一目标，发展为以充分就业、稳定物价和经济增长等组成的多重目标，并最终发展为以法律的形式确立了稳定物价和保证充分就业的双重目标。此外，美联储货币政策的工具也在不断创新，除了美联储的三大常规工具——准备金政策、再贴现政策和公开市场业务，美联储也推出了一些辅助性的政策工具。美联储货币政策的不断完善熨平了经济的剧烈波动，延长了经济周期。

图表5 3个月与2年期美债收益率走势愈发相近

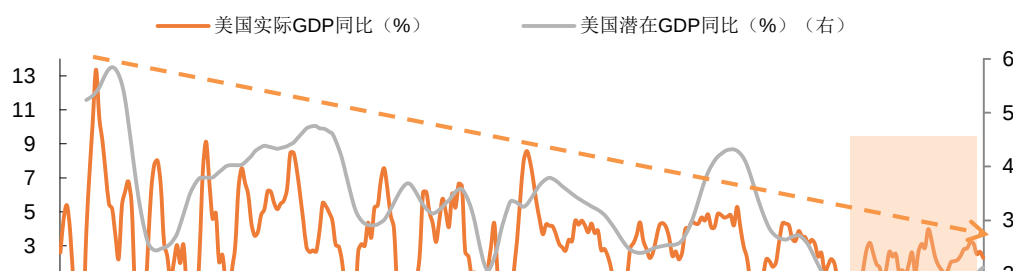


资料来源：WIND, 平安证券研究所

其次，美国经济潜在增长率从 80 年代至今呈现逐渐回落的趋势，这表现为美国经济周期的高点逐次走低与经济增速的波动幅度逐渐收窄。这导致不同期限的美债收益率曲线走势长期向下，且逐渐收敛，导致 3M-10Y 与 2Y-10Y 美债收益率倒挂的空间差异持续缩小。

美国经济周期高点逐次回落主要受美国经济潜在增速下行的带动，80 年代美国经济增速最高能达到 8-9%，之后美国经济增速的高点便逐次回落，近十年美国经济增速的高点仅为 3%-4%。美国经济潜在增长率长期震荡下行主要受两大因素制约，其一是美国人口结构逐步老龄化，无论是人口年龄中位数，还是老龄化人口占比，均呈现长期震荡上行的走势；其二是美国全要素生产率增速自 20 世纪 50 年代以来整体震荡回落，虽然在 80-90 年代经历了一波上扬，并在 21 世纪初达到高位，但近十多年的下行基本吞没了上一波的上行。

图表6 现阶段处于自二战以来美国经济最长的上升周期的高点回落的初期



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_10613

