

10Y-2Y 期限利差如期倒挂，美国衰退风险上升

事件点评

2019年08月16日

报告摘要：

8月14日美国10Y-2Y国债收益率出现倒挂，预示美国经济或于2020年衰退。

● 历史表明期限利差倒挂预示着经济衰退和美股下跌

1、自1961年7月以来，美国历史上共出现了八次10Y-2Y国债期限利差倒挂的现象，其中七次在之后6-24个月后发生了经济衰退，仅1966年发生期限利差倒挂后，经济未在2年内陷入衰退。虽然没有发生经济衰退，但是，1967年美国实际GDP增长率（环比折年率）却大幅下降，从1966年1季度的10.1%降至1967年2季度的0.2%，下降了9.9个百分点。

2、在八次倒挂中，七次股市是下行，仅有一次股市是上行的。股市上行发生在1978-1980年的期限利差倒挂，没有发生调整。1978年，美国开始推行401(k)计划，即养老金投资计划，广泛投资于股票、基金、保险、债券、专项定期存款等金融产品，新资金的入市推动了美国股市继续上涨。

● 期限溢价下降导致本轮美国国债10Y-2Y期限利差倒挂

1、期限溢价的下降主要源自实际期限溢价降低。影响期限溢价的因素包括：(1) 实际期限风险溢价，主要受到未来实际利率不确定性的影响；(2) 通胀风险溢价，主要受到通胀不确定性的影响；(3) 供求关系，各国政府、养老金等机构为了对冲再投资、通缩等风险而偏好长期债券。其中，供求关系是期限溢价下降的主导因素。官方购买是期限溢价下降的重要推动力量。风险中性期限利差提升促进套利交易，使得期限溢价维持低位。

2、在《经济增长面临下行风险，日元、黄金有望获益——民生海外宏观周报20190128》和《期限利差倒挂，美国经济或于2020年衰退——期限利差专题研究报告20190325》中，我们提出中美贸易摩擦加剧叠加全球央行转为宽松，期限溢价有望下行，10Y-2Y期限利差2019年度可能倒挂。

● 本轮美国国债10Y-2Y期限利差倒挂的特殊性

本轮美国国债期限利差倒挂具有特殊性：第一，本轮10Y-3M先于10Y-2Y期限利差倒挂，为历史首次；第二，本轮10Y-2Y期限利差倒挂发生时美联储已经开始降息，以往的期限利差倒挂事件均发生在加息周期。第三，风险中性期限利差为正值时期限利差倒挂，为历史首次。第四，期限利差倒挂源自长端利率下降快于短端利率，历史上仅1989年2月和2000年3月与之类似。

● 期限利差倒挂对于经济衰退预警的前瞻机制

1、风险中性期限利差倒挂时，长期回报率低于短期回报率。企业家会减少长期投资，银行因借短贷长的盈利将减少而紧缩长期信贷，从而引发后续经济衰退。

2、期限溢价差倒挂对投资的影响具有不确定性。存在较高通缩风险时，即使当前长期回报率高于短期回报率，也可能会抑制企业投资，导致投资下滑。

3、预期的自我实现机制。期限利差倒挂导致美股大跌，进而通过财富效应和tobin Q效应影响消费和投资，使得美国经济衰退。

4、由于预期自我实现机制的存在，虽然风险中性期限利差为正，期限利差倒挂依然预示美国衰退风险上升。

● 风险提示：中美贸易摩擦加剧，全球经济下行超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

1、中美经贸谈判再生波澜——特朗普加税声明点评 20190506

2、经济增长面临下行风险，日元、黄金有望获益——民生海外宏观周报 20190128

3、期限利差倒挂，美国经济或于2020年衰退——期限利差专题研究报告 20190325

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

毛健，民生证券研究院宏观固收组研究助理。上海财经大学经济学博士。4年央企汽车装配工艺设计经验，1年金融科技战略规划经验，曾任私募研究员与投资总监，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。

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_10671

