

宏观周报 20220401

为何美联储更看重 10Y-3M 美债期限利差？

2022 年 04 月 01 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

■ **10Y-3M 美债期限利差是衡量美国经济衰退概率的更好指标，目前美国经济衰退概率依然较小。**仅从 2 年期到 10 年期这部分收益率曲线出现倒挂推断美国经济未来将出现衰退其原因并不充分。根据历史经验，若 10Y-3M 与 10Y-2Y 美债期限利差均出现倒挂，则美国经济将大概率出现衰退，这一规律从未被打破。当前应注意的尾部风险在于，若美联储过于鹰派致使美债收益率曲线出现全面倒挂，那么半年后美国经济衰退概率将大幅上升，从而对美股形成不利影响，但对 A 股、H 股及大宗商品的影响有限。

■ **美联储票委集体转鹰后，5 月加息 50bp 概率大幅上升，中短期美债收益率曲线快速上升，目前 10Y-3M、10Y-2Y 美债期限利差明显背离。**上周的鹰派言论促使美国短端利率快速上行，使得 10Y-2Y 美债期限利差大幅收窄，并一度跌入负值。截至 3 月 31 日，10Y-2Y 美债期限利差仅剩不到 5bp。

■ **过于鹰派的紧缩周期是否会使收益率曲线出现倒挂？**在 1990 年以来的 4 次加息周期中美债收益率曾两度出现倒挂，从加息步长和节奏来看，确有过于鹰派的迹象。第一次是美联储于 2000 年 5 月加大步伐加息 50bp 后出现倒挂；第二次是美联储在加息 13 次后，于 2006 年又连续加息 4 次直至结束。过于鹰派的美联储决策促使 10Y-2Y 与 10Y-3M 美债期限利差均掉入负区间，从首次出现倒挂现象至结束至少维持了 9 个月。

■ **为什么 10Y-3M 期限利差更受纽约联储偏爱？**金融市场对 10Y-2Y 美债期限利差较为看重，部分学者也曾偏袒以 10Y-联邦基金期限利差来作为衡量的标准。然而 10Y-2Y 美债期限利差并不是美联储判断经济衰退的主要信号。通过历史推演，不难发现 10Y-2Y 美债期限利差易过早、过于频繁地滑入负区间。3M 美债收益率则在预测美国长期经济衰退方面提供了更准确且更稳健的判断依据，每周四滚动发行的美国 13 周国库券流动性较强，在二级市场上交易的 3M 美债收益率在准确性和对经济的预测能力上也强于 CMT 利率。

■ **当前 10Y-3M 期限利差依然较大，美国经济衰退风险可控。**自 1969 年以来，10Y-3M 美债期限利差倒挂成功预测了 8 次美国经济衰退，胜率达 100%。根据已有数据，期限利差一般在滑落至负区间后的第 6-17 个月出现经济衰退。通过统计出现经济衰退 12 个月前的期限利差表现，可见的确存在水平效应。当 10Y-3M 美债期限利差滑落至 -0.5%-0.5% 区间后需要更加关注美国经济走势。目前该期限利差仍在 1.8% 以上，无需过度担心衰退问题。

■ **近期经济数据表明美国依然维持了较高的景气水平，年内出现经济衰退的可能性很低。**但若美联储连续 3 次以上加息并在此基础上过快缩表，不排除经济活动放缓的可能，届时将对美股形成较大影响，但这一因素对 A 股、H 股及大宗商品的影响较小。2 月劳动力缺口再度扩大，亚特兰大联储薪资指数持续上升，当前美国经济依然良好。然而也要警惕美联储过度加息所带来的尾部风险，即加息过猛使得 10Y-3M 美债期限利差跌入负区间。通过梳理 1990 年以来的 3 次曲线倒挂情况，我们发现这对美股的影响较大，3 次均出现下跌，但对 A 股、H 股和大宗商品的影响较小。

■ **风险提示：**地缘政治风险超预期、美联储超预期紧缩、疫情扩散超预期

相关研究

《奥秘克戎对 3 月 PMI 的冲击到底有多大？》

2022-03-31

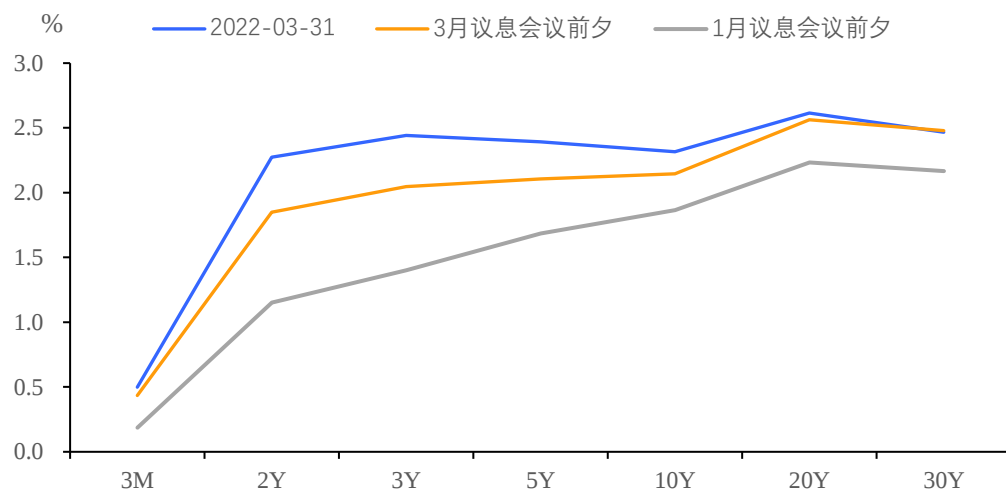
《ESG 系列研究：GPF 剔除李宁——海外养老金频繁撤资的领域有哪三个？》

2022-03-28

《美债利率飙升下的美股反弹可持续吗？》

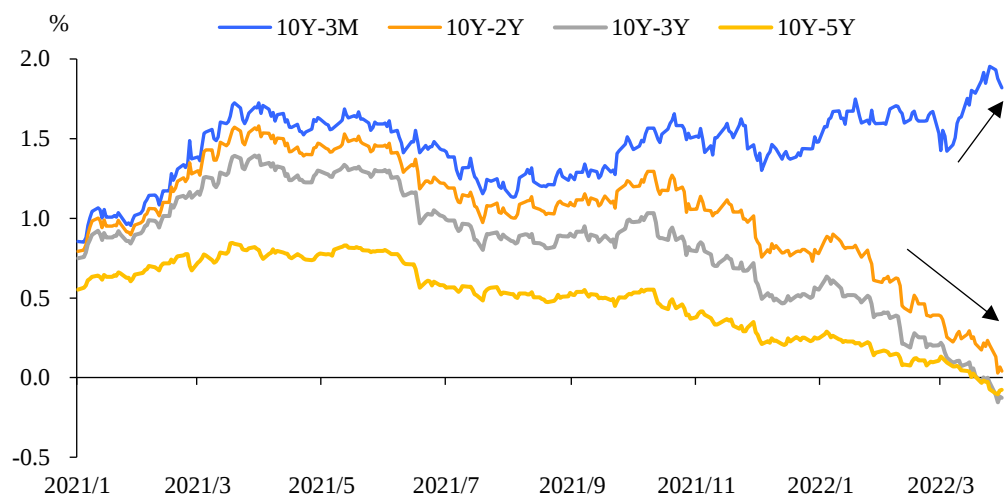
2022-03-28

图1：收益率曲线出现部分倒挂



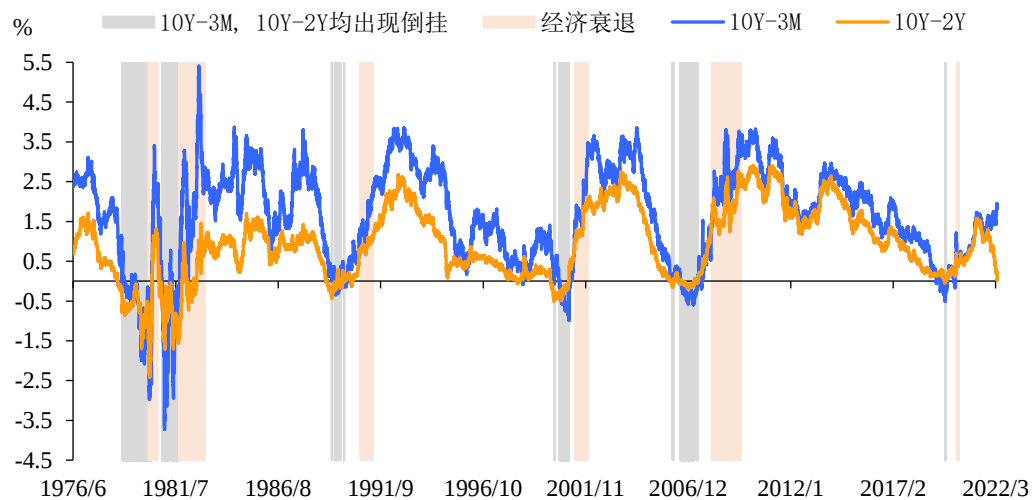
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图2：10Y-3M、10Y-2Y 美债期限利差明显背离



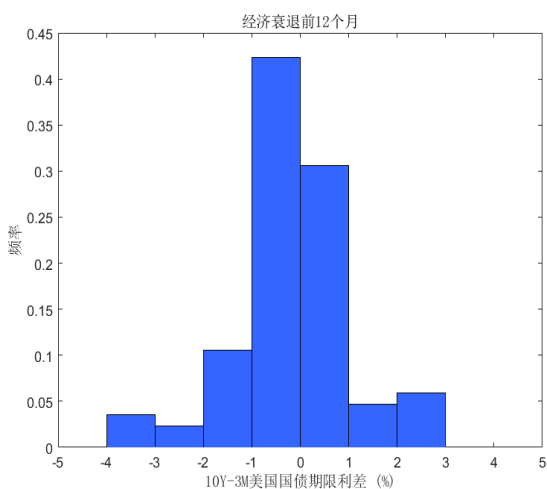
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图3：若 10Y-3M,10Y-2Y 美债期限利差均出现倒挂后美国经济大概率将出现衰退



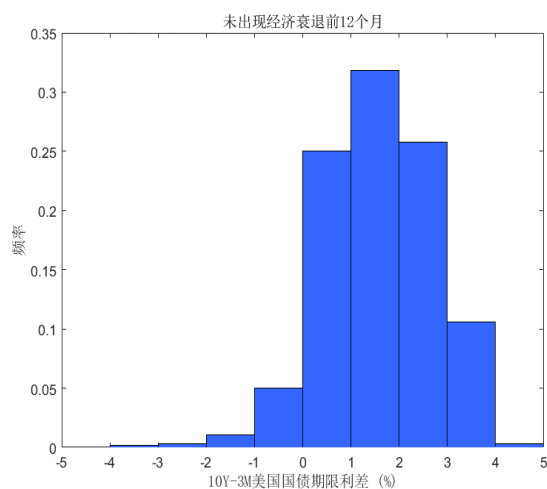
数据来源：NY Fed, NBER, 东吴证券研究所

图4：经济出现衰退前的 10Y-3M 美债期限分布



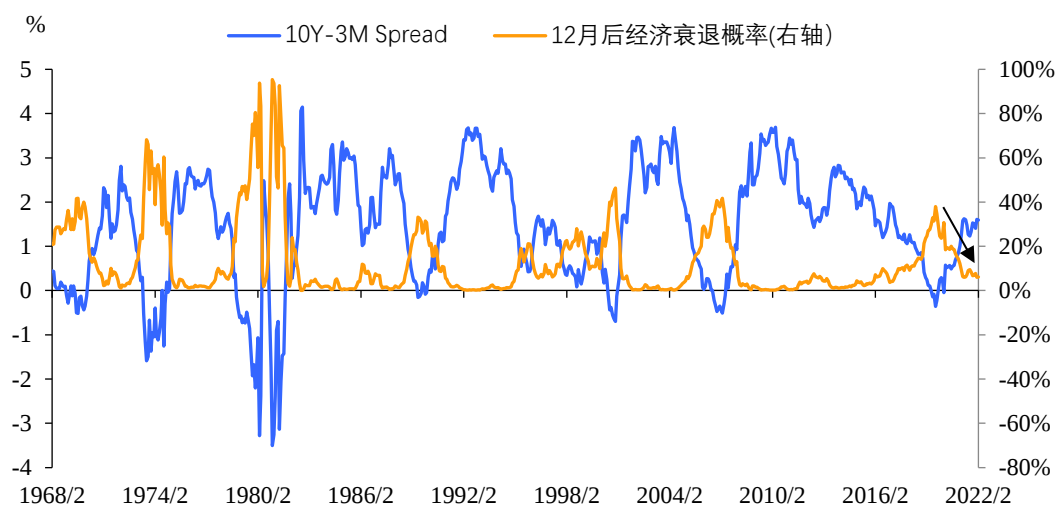
数据来源：NY Fed, NBER, 东吴证券研究所

图5：经济未出现衰退前的 10Y-3M 美债期限分布



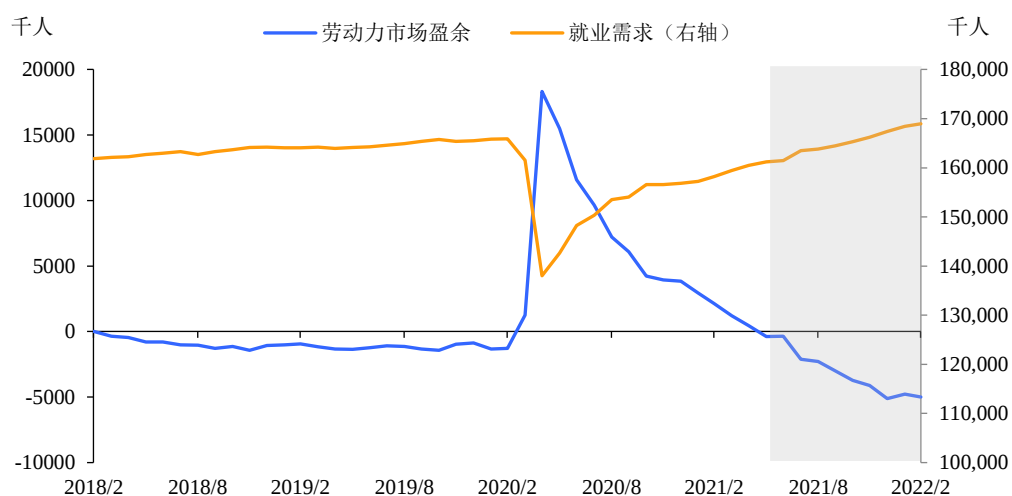
数据来源：NY Fed, NBER, 东吴证券研究所

图6：目前美国经济衰退概率较低



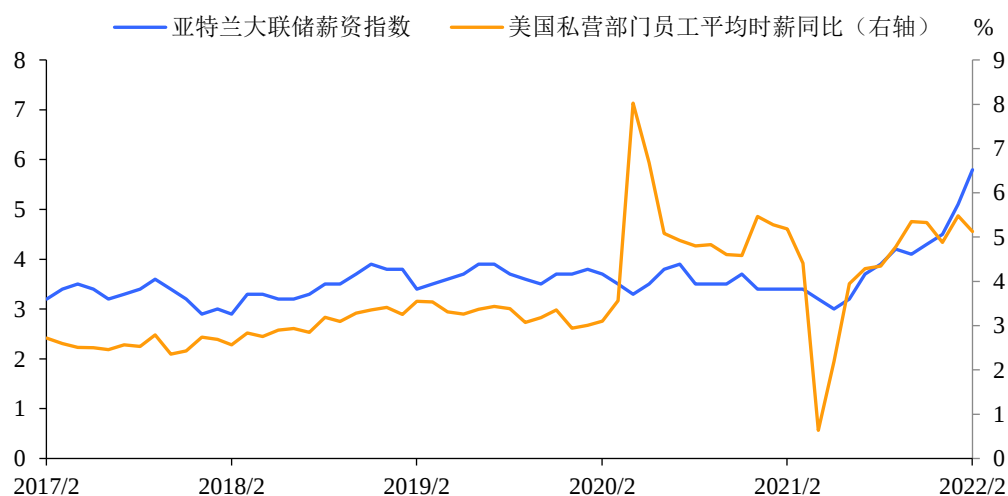
数据来源：NY Fed, 东吴证券研究所

图7：2月美国劳动力缺口再度上升



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图8：亚特兰大联储薪资指数持续上涨



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：10Y-3M 美债期限利差倒挂时期的资产表现

日期	10Y-3M美债期限利差	持续倒挂时间（月）	经济衰退滞后市场（月）	美联储加息时间	美股	A股	H股	美元指数	大宗商品指数
2000/7—2001/1	-0.42%	7	9	1999/6—2000/5	-14.6%	-0.1%	-7.0%	0.6%	0.5%
2006/8—2007/5	-0.34%	10	17	2004/6—2006/7	-1.8%	22.0%	20.4%	0.8%	18.1%
2019/6—2019/9	-0.20%	4	9	2015/12—2018/12	-19.6%	-3.0%	8.5%	0.3%	-6.9%

数据来源：NY Fed，Bloomberg，东吴证券研究所

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_39928

