

美债倒挂：成因、规律、影响

宏观驱动型大类资产配置研究系列十三

● 核心结论

不一样的美债曲线倒挂。4月1日10年期与2年期美债收益率倒挂。美国历次加息周期中10年期与2年期美债收益率差值，以及10年期与3个月期美债收益率差值基本同趋势，但今年以来二者一下一上、完全背离。**不同期限美债收益率究竟反映了什么？**2年及以内期限美债收益率相当于基准利率的远期，而10年期美债所反映的主要是未来的经济预期、通胀预期、不确定性因素、机构配置需求以及数量型货币政策工具。

美债曲线为何倒挂？通胀预期降温？不，是经济预期转差。加息推升资金成本会导致金融机构需要更多收益补偿；货币政策收紧与通胀高企、人力成本上行共振，导致企业边际利润收敛、居民边际消费意愿转向。随着各部门杠杆率攀升、非金融部门边际投资和消费意愿下降，经济放缓乃至衰退压力就逐渐显现。由于短端反映的是基准利率（预期）、长端反映的是未来经济预期，因此在加息中后期势必发生倒挂。

为何本轮10Y/2Y与10Y/3M美债利差出现背离？这一轮加息周期中，在10Y与2Y美债收益率倒挂的前提下，10Y/2Y与10Y/3M美债利差背离有两个条件：一是高通胀令美联储存在提速加息的动机和必要；二是美联储给出较为明确的前瞻指引，让市场认为基准利率将快速上行。

为什么本轮10Y/2Y美债利差倒挂发生在加息初期？本轮加息应对照1999-2000年。亚洲金融危机中断了美联储加息周期，并导致美联储临时降息。美国经济回升后，美联储于1999年6月重新加息，2000年2月10Y与2Y美债倒挂。显然，1998Q4至2001年美国处在于始于1992年的资本开支周期中的最后一个小库存周期。2020年以来美国经济所对应的也是金融危机后最后一个小库存周期，与1999-2000年如出一辙。

美国经济：今年放缓、明年衰退为大概率。目前，美国失业率处于历史极低水平、企业综合平均成本则为1982年Q4以来最高，需求放缓在即，明年经济衰退概率不断提升。

未来3-6个月结束加息的概率不低。根据80年代以来的经验，10年期与2年期美债收益率倒挂后的3-6个月之内都会结束加息。并且，一旦经济转差并存在衰退风险，通胀因素就不再是美联储货币政策的主要矛盾。

未来3个月10Y与3M美债利差倒挂亦为大概率。随着联储加息推进，3M美债收益率亦将逐步走高。而经济放缓预期下，10Y美债收益率或在5月缩表靴子落地之际见顶。10Y与3M美债极有可能在Q2倒挂。

10Y/2Y美债利差后的资产表现如何？具体问题具体分析。在历次美债倒挂后的不同期限内各类资产或涨或跌，并无明确的规律。未来一年随着美国经济放缓、衰退，美股盈利能力将不断趋弱，加上高估值、资金成本上升，美股下跌风险逐渐积累。且在此次美股调整中，不排除爆发流动性危机的可能，一旦如此国内权益场也将受到短期拖累。未来一年，看多黄金的胜率较高。

风险提示：全球疫情形势超预期；美联储货币政策超预期；俄乌冲突及其影响超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、不一样的美债曲线倒挂	4
(一) 第一个问题：不同期限美债收益率究竟反映了什么？	5
(二) 第二个问题：美债曲线为何倒挂？通胀预期降温？不，是经济预期转差	5
(三) 第三个问题：为何本轮 10Y/2Y 与 10Y/3M 美债利差出现背离？	7
二、10Y/2Y 美债利差与 10Y/3M 美债利差，哪个更有意义？	8
(一) 为什么本轮 10Y/2Y 美债利差倒挂发生在加息初期？	8
(二) 美国经济：今年放缓、明年衰退为大概率	9
1. 综合领先指标自 2021Q3，今年经济较去年放缓几无悬念	9
2. 失业率处于历史极低水平，未来一年易上难下	10
3. Q3 至明年美国经济或面临需求收缩	11
4. 2022Q1 美国企业综合平均成本指数飙升至 1982 年 Q4 以来最高，企业资本开支接近放缓	14
(三) 未来 3-6 个月结束加息的概率不低	14
(四) 未来 3 个月 10Y 与 3M 美债利差倒挂亦为大概率	14
三、10Y/2Y 美债利差后的资产表现如何？	15
四、风险提示	18

图表目录

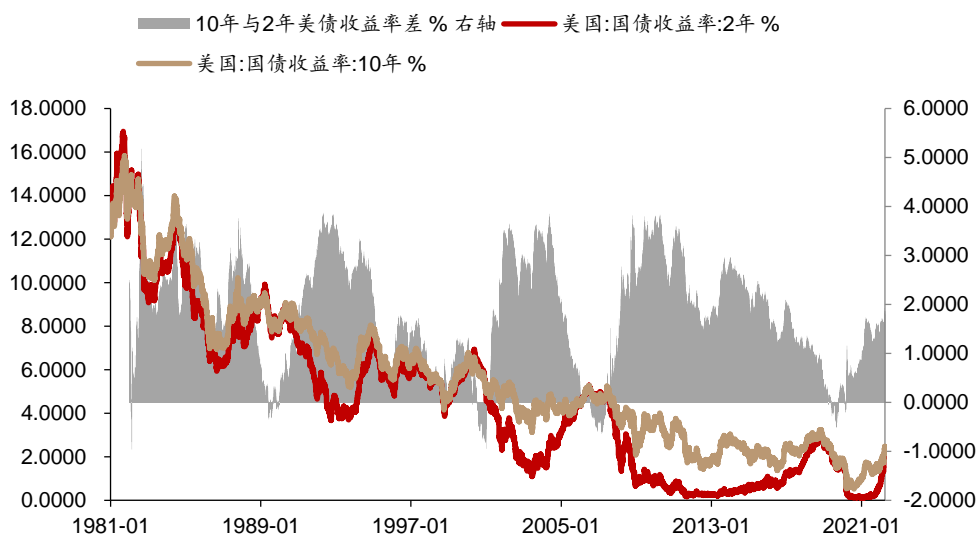
图 1：2 年期、10 年期美债收益率及其利差	4
图 2：10Y/2Y 美债收益率差值 vs 10Y/3M 美债收益率差值	4
图 3：2021 年 9 月至今美债收益率曲线变化（%）	5
图 4：2021 年 9 月至今美债实际利率曲线变化（%）	6
图 5：2021 年 9 月至今美债反映的不同期限通胀预期变化（%）	6
图 6：1976Q2-2020Q1：10Y/2Y 美债收益率差值 vs 美国实际 GDP 同比	6
图 7：10Y/2Y 美债收益率差值 vs 10Y 美债收益率与联邦基金利率差值	7
图 8：2 年期美债收益率与联邦基金利率差值	7
图 9：美国基准利率	8
图 10：美国基准利率与 10Y/2Y 美债收益率差值	9
图 11：OECD 综合领先指标：美国	10
图 12：亚特兰大联储 GDPNow 模型对 Q1 美国经济环比折年率的预测（%）	10
图 13：美国失业率	11
图 14：美国实际 GDP 同比增速 vs 美国失业率降至历史最低水平的州个数	11
图 15：美国个人耐用品消费增速：现价&不变价	12

图 16: 美国个人非耐用品消费增速: 现价&不变价	12
图 17: 美国个人服务消费增速: 现价&不变价	12
图 18: 美国 30 年期固定抵押贷款利率	13
图 19: 美国企业综合平均成本指数	13
图 20: 美国通胀与基准利率	14
表 1: 1976 年以来 10Y 与 2Y 美债倒挂时间	15
表 2: 10Y 与 2Y 美债第一次倒挂后不同时间内各类资产涨跌幅	15
表 3: 10Y 与 2Y 美债第二次倒挂后不同时间内各类资产涨跌幅	15
表 4: 10Y 与 2Y 美债第三次倒挂后不同时间内各类资产涨跌幅	16
表 5: 10Y 与 2Y 美债第四次倒挂后不同时间内各类资产涨跌幅	16
表 6: 10Y 与 2Y 美债第五次倒挂后不同时间内各类资产涨跌幅	16
表 7: 10Y 与 2Y 美债第六次倒挂后不同时间内各类资产涨跌幅	17
表 8: 10Y 与 2Y 美债第七次倒挂后不同时间内各类资产涨跌幅	17
表 9: 10Y 与 2Y 美债第八次倒挂后不同时间内各类资产涨跌幅	17
表 10: 上涨概率 (10 年期美债为收益率上行的概率)	18

一、不一样的美债曲线倒挂

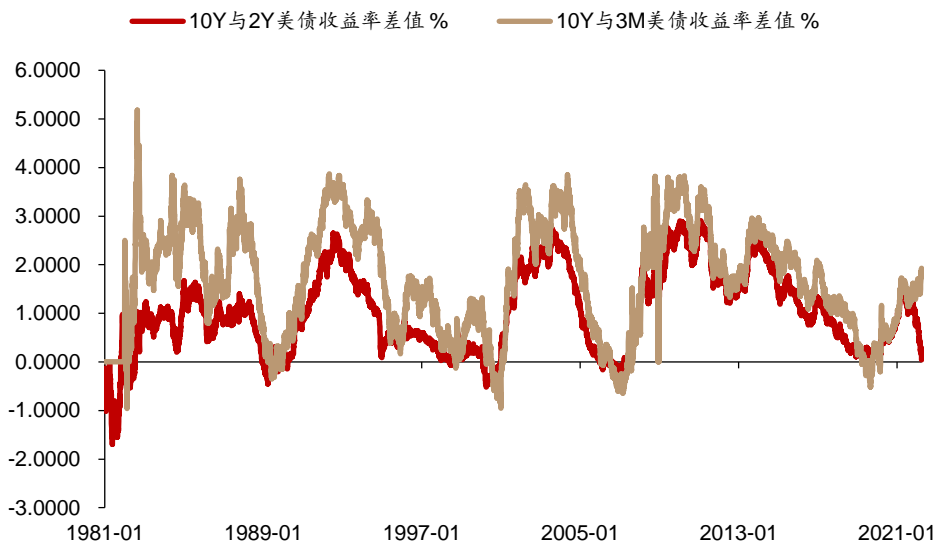
3月29日盘中10年期与2年期美债收益率倒挂，4月1日二者正式倒挂(6BP)。但本轮美联储加息周期中美债曲线特征有别于以往。如图2所示，美国历次加息周期中10年期与2年期美债收益率差值，以及10年期与3个月期美债收益率差值基本同趋势，但今年以来二者一下一上、完全背离。那么，我们需要理解三个问题：不同期限美债收益率究竟在反映什么？美债曲线为何会倒挂？本次加息周期中10Y-2Y与10Y-3M美债利差为何会发生背离？

图1：2年期、10年期美债收益率及其利差



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：10Y/2Y美债收益率差值 vs 10Y/3M美债收益率差值



资料来源：Wind，西部证券研发中心

（一）第一个问题：不同期限美债收益率究竟反映了什么？

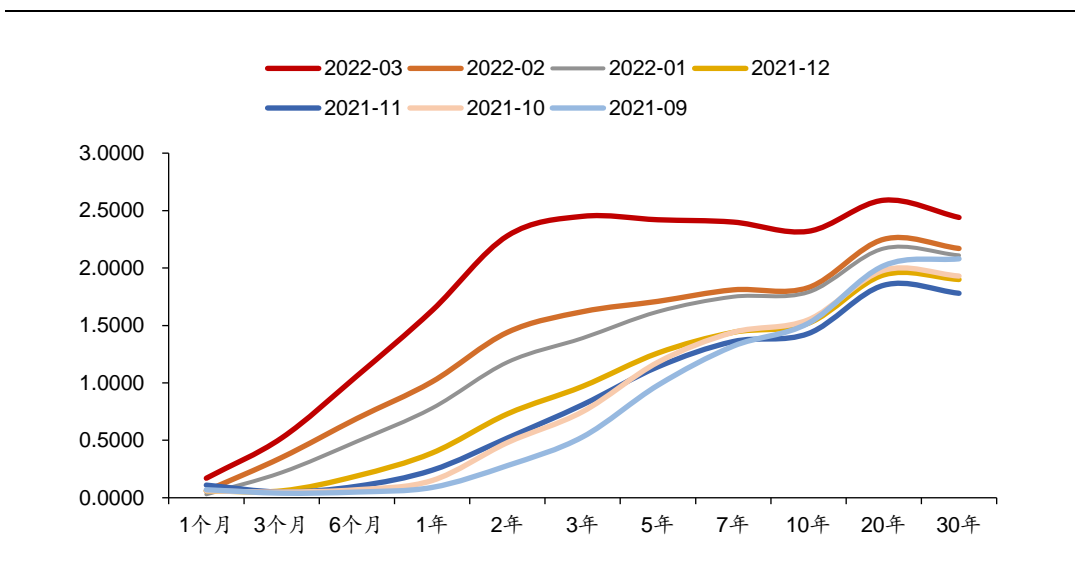
2年及以内期限美债收益率相当于基准利率的远期，而10年期美债的驱动力并非基准利率政策。2年及以内期限美债收益率相当于美国基准利率的“影子指标”，反映的是未来加息预期。事实上，“远期”这个概念能让我们更易于理解不同期限的意义，2年及以内期限美债收益率相当于美国基准利率的远期。举个例子，3个月期美债收益率所反映的是市场认为或者美联储预期引导下的3个月后美国基准利率水平，2年期美债收益率所反映的是市场认为或者美联储预期引导下的1年后两年内美国基准利率水平。由于在短端美债中，2年期流动性最好，3个月期对加息预期刻画地最为客观，因此这两个期限最受关注。但是基准利率变动对10年期美债收益率的影响并不大，10年期所反映的主要是未来的经济预期、通胀预期、不确定性因素（类似避险）、机构配置需求以及类似QE这样的数量型货币政策工具。

（二）第二个问题：美债曲线为何倒挂？通胀预期降温？不，是经济预期转差

如图3-4可知，以本轮美债曲线倒挂为例，虽然名义利率曲线倒挂，但是实际利率曲线并未倒挂，进而，看似是名义利率与实际利率的差值倒挂引发了名义利率倒挂。由于名义利率与实际利率的差值相当于通胀预期，因此，美债曲线倒挂往往被认为是由“通胀预期降温”引发的，但通胀预期本身非常抽象。更便于理解且能够前瞻的逻辑是加息本身是在通胀回升和失业率走低阶段控制经济过热势头的紧货币操作。

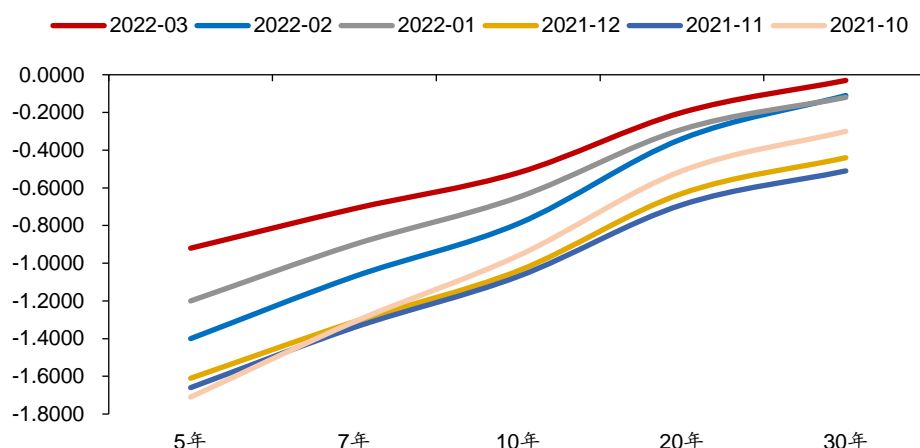
加息推升资金成本会导致金融机构需要更多收益补偿，最终要么信用利差走扩、要么金融机构通过杠杆率和风险敞口来调节收益预期。此外，货币政策收紧与通胀高企、人力成本上行共振，导致企业边际利润收敛、居民边际消费意愿转向。随着金融（甚至实体）杠杆率攀升、非金融部门边际投资和消费意愿下降，经济放缓乃至衰退压力就逐渐显现。由于短端反映的是基准利率（预期）、长端反映的是未来经济预期，因此在加息中后期势必发生倒挂。事实上，美债利差极其符合美国经济的中周期特征。

图3：2021年9月至今美债收益率曲线变化（%）



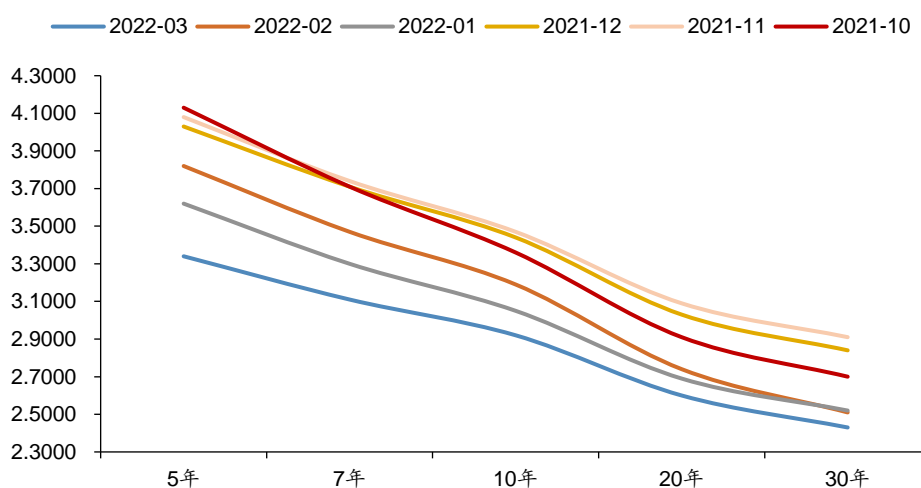
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：2021 年 9 月至今美债实际利率曲线变化（%）



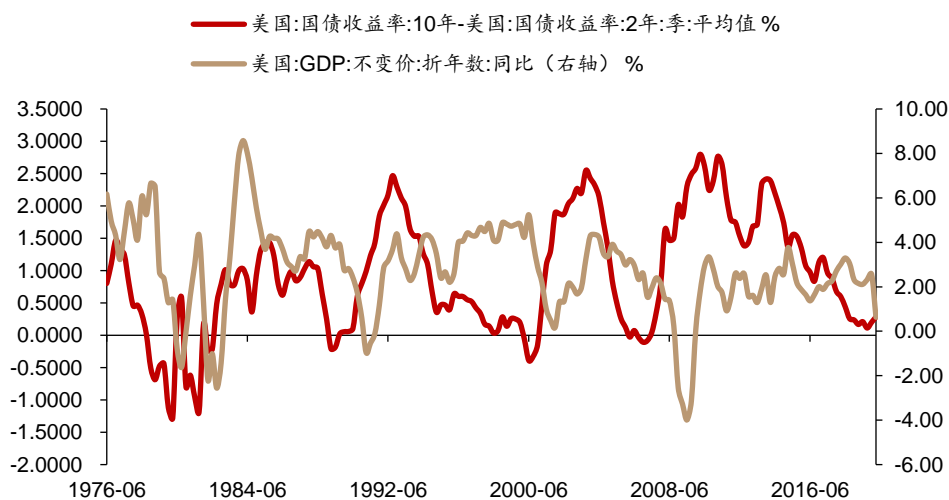
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：2021 年 9 月至今美债反映的不同期限通胀预期变化（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：1976Q2-2020Q1：10Y/2Y 美债收益率差值 vs 美国实际 GDP 同比

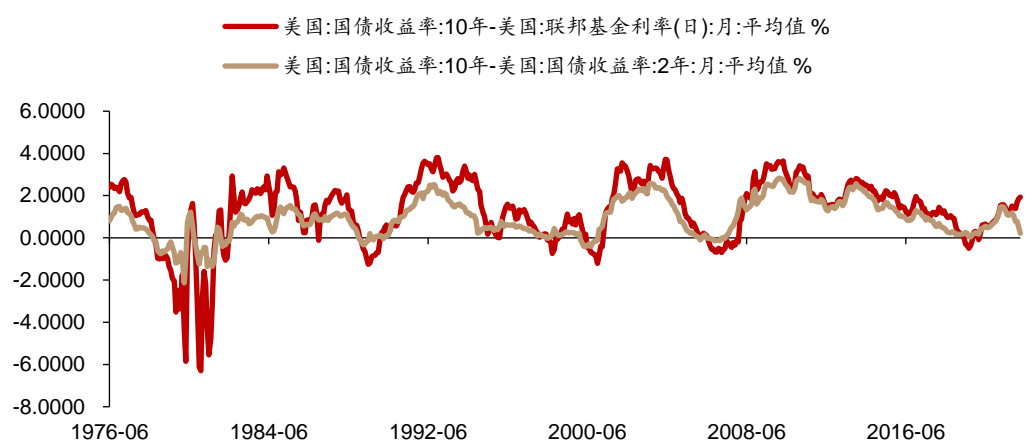


资料来源：Wind，西部证券研发中心

(三) 第三个问题：为何本轮10Y/2Y与10Y/3M美债利差出现背离？

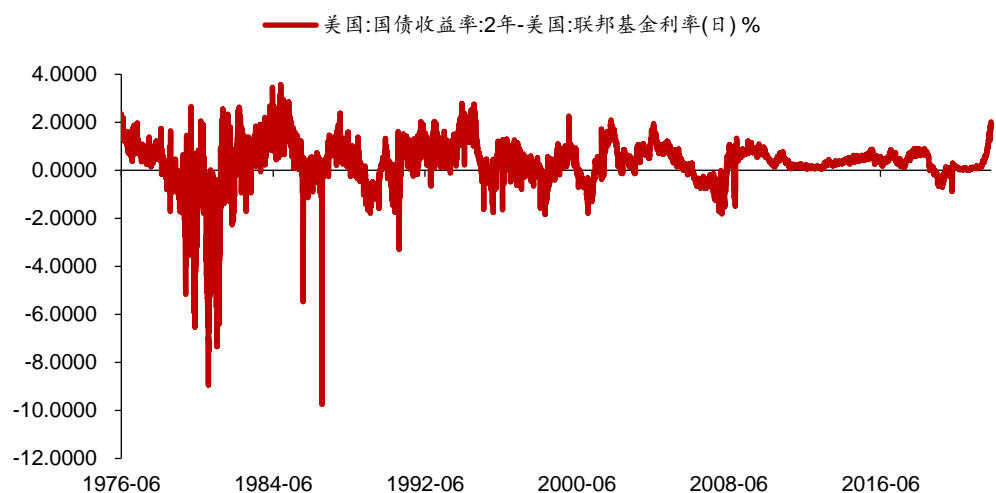
如图2所示，2021年10月美联储引导加息预期以来10年与2年期美债收益率差值开始收敛、但10年与3个月期美债收益率差值却仍在走阔。尽管1993年10月-1994年4月、1996年11月-1997年4月以及1998年11月-1999年6月二者似乎也出现了背离，但幅度上远不及本次。为了将观测周期拉长至70年代，我们用联邦基金利率代替3个月期美债收益率，得到图7，但图7与图2的结论并无差别。可见，本轮加息周期下10Y/2Y美债利差与10Y/3M美债利差背离显得不同寻常。我们认为这与高通胀以及美联储释放的政策信号有关。

图7：10Y/2Y美债收益率差值 vs 10Y美债收益率与联邦基金利率差值



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图8：2年期美债收益率与联邦基金利率差值



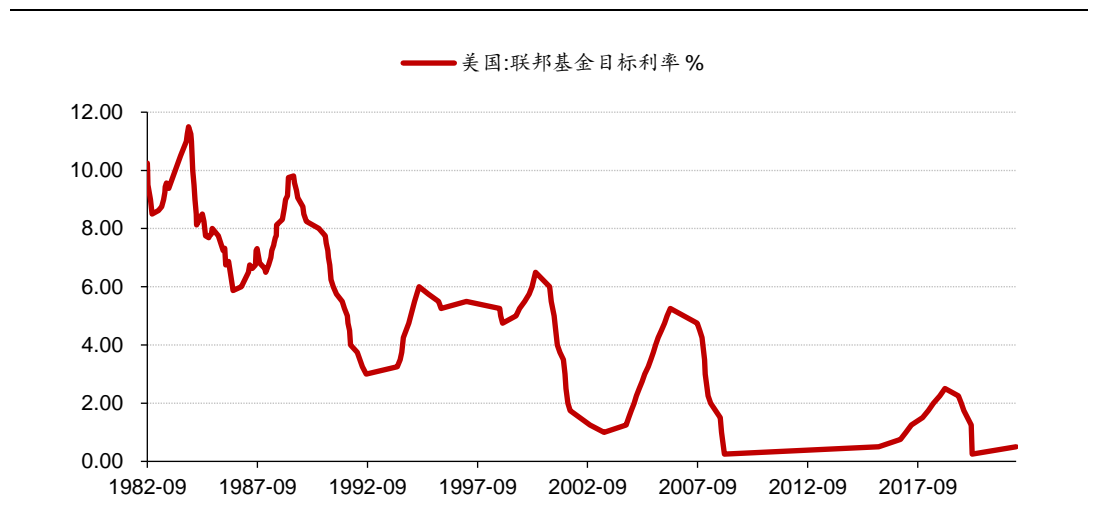
资料来源：Wind，西部证券研发中心

在10年期与2年期美债收益率倒挂的背景下，理解10Y/2Y美债利差与10Y/3M美债利差的背离其实就变成了解释为何2Y与3M美债收益率差值快速、大幅走阔。正如前文所

述，2年及以内期限美债收益率相当于是远期基准利率。2Y与3M美债利差快速、大幅走阔显然是市场认为美联储将在未来1年持续、快速加息的结果。这一结果的确与高通胀有关，但高通胀并非唯一条件。2月美国CPI同比高达7.9%，创下40年新高。打压高通胀（预期）显然是美联储今年突然提速加息的主要背景，因此很多投资者会将本轮加息周期类比70-80年代。但1978-1981年美国通胀水平高于当前的阶段，10Y/2Y美债利差与（10Y美债收益率与联邦基金利率差值）未现背离，且此间2年期美债收益率与联邦基金利率的差值转负。究其原因，金融危机前美联储并不注重预期引导，在缺乏明确预期的前提下，市场无法对远期基准利率进行定价，进而2年期美债收益率与短端美债甚至基准利率之间差值难以持续走阔。金融危机后，美联储开始加强预期引导，但此前通胀水平较低、加息节奏偏慢，进而2年期与短端美债利差一直处于100BP以内。

也就是说，这一轮加息周期中，在10Y与2Y美债收益率倒挂的前提下，10Y/2Y与10Y/3M美债利差背离有两个条件：一是高通胀令美联储存在提速加息的动机和必要；二是美联储给出较为明确的前瞻指引，让市场认为基准利率将快速上行。去年10月后美联储态度转向，今年以来单次加息50BP的预期也不绝于耳，3月FOMC点阵图中美联储亦给出了今年加息175BP、明年加息100BP的预期指引，进而10Y/2Y与10Y/3M美债利差发生背离。

图9：美国基准利率



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_39981

