

美债收益率倒挂能告诉我们什么？

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

美债收益率倒挂对美国经济衰退的预警准确度极高。自1976年有2年期美债收益率数据以来，美债2Y-10Y收益率倒挂对经济衰退从未发出过错误信号，旧金山联储相关研究进一步指出，用更长期的数据来回测，美债长短端收益率倒挂在1953年之后仅在60年代中叶发出过一次错误信号，其它全部正确。2年期美债收益率主要反映出的是市场对未来一年多以后的利率预期，10年期美债收益率反映的则是远期的利率预期和期限风险溢价，这涉及到对长期经济、通胀的预期。同时，作为全球最重要的固定收益配置资产和利率之锚，10年期美债收益率还包含市场的避险情绪、资产配置风格等信息。2Y与10Y的倒挂反映出市场对经济长期预期较为悲观。除了很强的信号意义外，倒挂本身也对经济和金融市场有负面影响。一是推升居民短期债务压力和信用额度上限，抑制居民的消费意愿；二是压缩商业银行“借短放长”的盈利空间，抑制银行的放贷意愿；三是扰乱金融系统的定价体系，增加金融不稳定性。

不要太过相信“这次不一样”。目前市场对本次倒挂信号预警意义的质疑主要有以下三点：1. 有分析认为目前高通胀和向下的通胀预期曲线扭曲了债券收益率曲线的实际意义。但我们认为这不削弱其信号作用。因为一是短期高通胀推升了加息预期，而加息是在经济前景不够强劲的时期导致衰退的主要原因，所以通胀预期导致的收益率曲线变化并不破坏其预示衰退的原理；二是当前高通胀本身就是引发衰退的最大风险，而当前倒挂也正确反映了这一因素。2. 有分析认为QE影响了债券的期限风险溢价从而扭曲收益率曲线，使倒挂不能正确反映市场预期。但我们认为这也不削弱其信号作用。因为一是债券期限风险溢价本身也具有预测衰退的作用，QE对收益率曲线的扭曲本身也是预测衰退的一部分；二是QE压低长端利率、营造宽松的货币环境，本身也是积累金融风险的重要因素，倒挂也正确反映了这一风险。3. 有分析认为虽然2Y-10Y收益率倒挂，但3M-10Y尚未倒挂，所以信号不强不足为虑。我们认为现在两个利差的背离是合理现象，因为美联储刚刚开始加息，利率水平较低，而3M收益率反映的是当前政策利率，所以3M-10Y当然不会倒挂，但随着极强的加息预期逐步兑现，除非美联储提前转向降息预防，否则3M-10Y的倒挂也正在到来的路上。

美国经济基本面也出现了衰退信号。美国经济的核心逻辑是就业到消费的循环促进。当前美国就业市场虽然紧俏，但不健康。过低的失业率搭配很高的通胀水平会给经济带来相当大的压力。虽然美国失业率已

经下降至历史低位，但这主要是由于疫情后大量工人退出了劳动力市场。至今总非农就业人口仍未恢复至疫情前水平。所以当前就业市场其实并未达到潜在的充分就业水平，却引发了与极度过热期相当的通胀压力。给美联储期望的“软着陆”带来很大难度。同时，虽然美国工人薪资增长较快，但通胀上升更快，实际薪资增速为负，美国消费者信心指数已经下降至历史低位，预示未来消费可能会出现较快下滑。此外，美国房贷利率的快速上升也引发房地产市场骤然降温，增加经济下行压力。

美债倒挂会带来什么影响？历史经验表明美债倒挂对美联储降息的预示作用极强，甚至强于对经济衰退的预示作用。因为美债倒挂所揭示出的经济下行压力很强，美联储同样也无法忽视这些信号。当前宏观环境具有特殊性，美联储刚刚开启加息周期，且在高通胀的影响下会快速猛烈地行动。但未来美联储的态度可能会跳跃性较大，一旦通胀出现缓和迹象，美联储可能会很快向鸽派转向。我们认为二季度美联储会有较有力的加息同时缩表，三季度略微缓和，四季度可能停止加息。本轮加息周期不会太长。资产价格方面，对于美股而言，美债收益率倒挂通常不会对股市有即时的冲击。倒挂期间内美股大企业通常表现优于小企业。对于债券而言，美债 2Y-10Y 倒挂通常对应着 10 年期美债收益率的高点。当前情况略有不同，因为美联储刚刚开始加息，5 月份大概率还会进行缩表，10 年期美债收益率仍有继续上行的动力。不过我们认为上行的空间也不会大，预计 3% 左右可能是本轮 10 年期美债收益率的高点。对于大宗商品而言，很多观点看好黄金，但我们认为不宜操之过急。黄金的投资机会通常不在于美债倒挂之初，而是在收益率曲线向上修正之时。长期来看，随着全球去美元化进程的开启、长期通胀中枢的上移和各国债务问题加重，黄金价格具备较强的上涨动力。但近期不妨等待美联储态度发生边际转变之时再开始配置。

风险提示：1. 美联储过快加息导致衰退提前到来。2. 美国通胀居高不下引发全球滞胀。

目录

1. 美债收益率倒挂为什么能预警衰退.....	5
1.1. 50 年来美债倒挂的预警信号从未出错.....	5
1.2. 本次倒挂的衰退信号意义依然强.....	6
2. 美国经济基本面也出现衰退信号.....	8
2.1. 美国就业与消费的链条断裂.....	8
2.2. 利率上行将导致美国房地产市场骤冷.....	10
3. 美债收益率倒挂会带来什么影响.....	11
3.1. 美联储本轮加息周期可能不会太长.....	11
3.2. 美债倒挂对各类资产的影响.....	12

图表目录

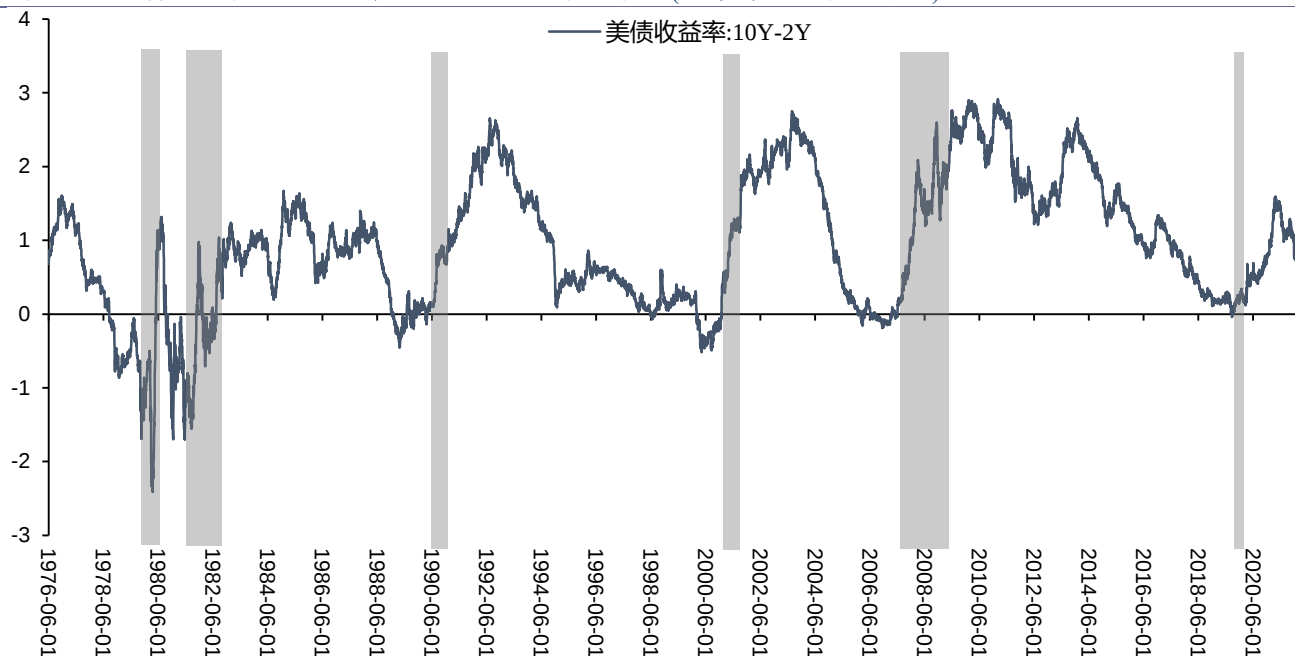
图表 1: 美债 2Y 与 10Y 收益率历次倒挂均预警了衰退(阴影部分为衰退时段).....	5
图表 2: 美债 2Y-10Y 历次倒挂及经济衰退的时间点	6
图表 3: 美债收益率曲线反转	6
图表 4: 美国劳动力供给严重不足	8
图表 5: 美国非农就业总数不及疫情前	8
图表 6: 美国统计局调查的无业人员不工作的各类原因占比	9
图表 7: 美国实际薪资增速为负	9
图表 8: 美国消费者信心指数跌至大危机时期水平	9
图表 9: 美国消费者信心指数对居民消费的前瞻性较强	10
图表 10: 美国抵押贷款利率与房屋销售反向	10
图表 11: 美国新房销售领先住宅	10
图表 12: 历次美债 2Y-10Y 倒挂均预警了美联储降息	11
图表 13: 美债 2Y-10Y 历次倒挂与美联储降息的规律	12
图表 14: 股市下跌的起点和终点仅略早于衰退周期的起点和终点 (阴影部分为经济衰退期) ..	13
图表 15: 美债收益率倒挂通常对应着 10 年期美债收益率的高点	13
图表 16: 黄金的投资机会通常不在倒挂之初	14

1. 美债收益率倒挂为什么能预警衰退

1.1. 50 年来美债倒挂的预警信号从未出错

4 月 1 日，美国 2 年期与 10 年期国债收益率出现倒挂，这是美国经济可能步入衰退的强力信号。我们统计 1976 年以来（美联储公布的 2 年期国债收益率从 1976 年开始）美债 2Y 与 10Y 的每一次倒挂以及美国经济分析局认定的经济衰退周期，可以看出每一次倒挂发生之后都会伴随经济衰退，而每次经济衰退到来之前也必定会出现倒挂，预警准确率 100%。旧金山联储采用 1 年期与 10 年期美债收益率作为研究对象，以统计更长时间内的倒挂与衰退。该研究指出，1953 年以来，10 次经济衰退之前全部出现了倒挂，同时只有 60 年代中叶的一次倒挂之后没有出现衰退，发出了错误信号，而其它所有倒挂均准确预警了经济衰退。

图表 1：美债 2Y 与 10Y 收益率历次倒挂均预警了衰退(阴影部分为衰退时段)



资料来源：NBER，Wind，太平洋证券研究院

经验来看从美债 2Y-10Y 收益率出现倒挂到美国经济衰退的时间间隔多为 6-24 个月。其中例外的是 1998 年 5 月后曾出现了短暂的倒挂，不久后恢复正常，2000 年 2 月再度倒挂。经济衰退在 2001 年 3 月来临。从 1998 年 5 月到 2001 年 3 月间隔达 34 个月，所以有市场分析认为 1998 年倒挂是发出了“错误信号”。不过 1998 年美债 2Y-10Y 倒挂的背景是俄罗斯金融危机导致 10 年期美债收益率快速下行，而后美联储紧急降息修正了收益率曲线。但这次降息也成为了推动互联网泡沫的导火索，并最终引发 2001 年的衰退。所以与其说 1998 年的倒挂发出了错误信号，不如说是更早的信号和推手。此外，2019 年的倒挂之后迎来的是新冠疫情大衰退，这次正确预警具有“运气”成分。诚然，美债收益率倒挂反映的是经济预期和市场行为，并不具备预测自然灾害的能力，但其实美国经济在 2019 年一季度之后已经显示出较大的下行压力，并且促使美联储货币政策转向，在 2019 年下半年降息三次，暂时修正了收益率曲线。所以无论 2019 年倒挂的正确预测是“运气”还是“实力”，都真实反映了经济的下行压力和美联储降息应对的可能性。

图表 2：美债 2Y-10Y 历次倒挂及经济衰退的时间点

倒挂开始时点	衰退期开始时点	衰退期结束时点	初次倒挂到衰退的时间（月）
1978.08	1980.01	1980.07	17
1980.09	1981.07	1982.11	10
1988.12	1990.07	1991.03	19
2000.02/1998.05	2001.03	2001.11	13/34
2005.12	2007.12	2009.06	24
2019.08	2020.02	2020.04	6

资料来源：NBER，Wind，太平洋证券研究院整理

1.2. 本次倒挂的衰退信号意义依然强

在正常的收益率曲线中，期限长的债券收益率应高于期限短的债券收益率，表现为收益率曲线向右上方单调倾斜，因为长期限的债券需要更高的期限风险溢价作为补偿。而倒挂的发生则意味着相对于短期的利率水平而言，市场认为长期的利率水平会下降，这往往意味着长期的经济前景和通胀预期较低，及市场对于经济长期信心不足。目前不止 2Y 与 10Y 美债发生了倒挂，3Y 与 5Y，5Y 与 30Y 等较有代表意义的期限也均发生了倒挂。

图表 3：美债收益率曲线反转



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

美债收益率倒挂的最关键期限有两个，一是 3 月期美债和 10 年期美债的倒挂；二是 2 年期美债和 10 年期美债的倒挂。学术界较为偏爱前者，因为 3 月期美债更能准确刻画当前货币政策的状态。金融市场较为偏爱后者，因为 2 年期美债收益率反映的是市场对未来一年多以后利率的预期和市场的交易行为，包含了更多市场信息。10 年期美债收益率反映的则是远期的利率预期和期限风险溢价，这涉及到对长期经济、通胀的预期。同时，作为全球最重要的固定收益配置资产和利率之锚，10 年期美债收益率还包含市场的避险情绪、资产配置风格等信息。历史经验来看，3M-10Y 与 2Y-10Y 的利差表现是非常趋同的，用任何一个指标来分析都会得到相同的结论。当然在现在的特殊宏观环境下，3M-10Y 与 2Y-10Y 的利差出现了大幅背离，但我们认为 2Y-10Y 的倒挂对于美国经济衰退的指示意义仍强，下文会对这一背离展开论述。

美债收益率倒挂仅仅是信号意义吗？有没有对经济的实际影响？是有的。第一，对居民来说，短期利率的快速上升会导致一些与短期利率相挂钩的债务负担上升，比如浮动的房贷利率（定

期基于短期利率调整)以及居民信用额度上限等等,将会导致居民的短期偿债压力更大,从而抑制消费。第二,对于商业银行来说,由于银行通常是用“借短放长”的方式来赚取利差。收益率曲线倒挂会压缩银行利润、抑制放贷意愿。第三,对于金融市场而言,作为定价基础的美债收益率曲线倒挂会造成定价系统的扭曲,影响金融系统稳定性。

为了更清晰地讨论美债收益率倒挂的意义,我们用美联储的动态期限模型(DTSM)对债券收益率进行分解:

$$\text{债券收益率} = \text{实际利率预期} + \text{通货膨胀预期} + \text{期限风险溢价}$$

其中,实际利率预期取决于对经济状况的预期,期限风险溢价包含了对未来经济、通胀的不确定风险以及其它各类风险溢价。美债收益率倒挂通常发生在美联储加息的后期——当然美联储加息也是历次衰退的主要导火索。但本轮美联储刚刚开始加息,美债 2Y-10Y 就已经发生了倒挂,速度之快超乎预料,所以很多市场人士质疑本次倒挂对衰退的指示意义,相关观点主要有以下几种:

1. 有分析认为本次 2Y-10Y 美债倒挂是由于当前的高通胀扭曲了收益率曲线,导致 2Y 收益率过高,并不能准确反映经济预期。

当前近期通胀预期高于远期通胀预期是事实,根据上文 DTSM 的拆解,这确实会加速倒挂。但我们并不认为这会削弱倒挂对衰退的指示意义。第一,倒挂反映出的核心信息是当前利率(或预期内的加息)过高,而长期经济并不能承受如此高的利率,这与当前促使加息的原因无关。现阶段高通胀的直接影响是抬升了预期的加息次数,从而推高 2 年期美债收益率,这并不破坏高利率导致衰退的因果逻辑。第二,高通胀本身就是导致衰退的导火索。当前美国高通胀的重要原因是劳动力市场供给严重不足,根据 Alex Domash (2022) 等人的研究,1955 年以来,任何一次平均失业率低于 5%、平均通胀率高于 5% 的状态持续一个季度,均会在 2 年之内出现经济衰退,无一例外。高通胀造成企业生产成本和居民消费成本飙升,大幅增加了经济衰退的几率。

2. 有分析认为美联储的 QE 操作影响了期限风险溢价,压低了长期债券收益率,导致债券收益率曲线不能正确反映经济预期。

债券期限风险溢价中包含了市场配置行为的影响,根据 DTSM 的拆解,美联储 QE 确实可能通过改变期限风险溢价来扭曲收益率曲线,但我们认为这也不会削弱倒挂对衰退的指示意义。第一,倒挂的信号意义不止在于经济预期,期限溢价本身也具有信号作用。曾有观点认为,既然美债收益率倒挂反映的是市场对于经济和通胀的长期预期,那么债券收益率中的“期限风险溢价”就是干扰项,将这部分去掉是不是会增加倒挂对经济衰退预警的准确度? Johansson (2018) 等人对此做了相关研究,结果发现去掉了期限溢价这一项后,倒挂对经济衰退的预警准确度反而降低了。也就是说,期限风险溢价的变化本身就在帮助倒挂信号向更准确的方向演变, QE 操作对其产生的扭曲当然也在信号之中。第二,根据 Michael D. Bauer (2018) 等人的分析, QE 压低了期限风险溢价,创造出更宽松的货币环境,这本身就会积累金融风险,威胁金融系统稳定性,最终增加衰退的概率。

3. 有分析认为目前两个关键期限中,虽然 2Y-10Y 出现了倒挂,但 3M-10Y 离倒挂尚远,所以不必担心衰退。

这一观点过于教条主义了。因为 3 月期美债收益率反映的是当前美联储的政策利率水平,而现在美联储才刚刚加息,利率水平自然不高,3M-10Y 美债收益率当然不会倒挂。但是目前无

论是市场预期还是美联储的表态来看，未来美联储快速加息都是毫无疑问的，3 月期美债收益率必然快速上行，直至 3M-10Y 也发生倒挂——除非衰退在其倒挂之前就已经发生，或者美联储提前进行预防性降息来修正收益率曲线。如果经济压力迫使美联储提前降息预防，那么 2Y-10Y 倒挂的预警效果实际上已经起到了。

总结来说，我们没有必要通过各种方式拆解美债收益率来证明其结构“这次不一样”。因为大量的研究已经表明，其拆解开来的各部分都对最终的预测效果有很大作用，即某些部分的“这次不一样”的变化本身也是对未来衰退的预警。所以我们认为，本次 2 年期与 10 年期美债收益率的倒挂仍然对未来经济衰退有很强的信号意义。

2. 美国经济基本面也出现衰退信号

2.1. 美国就业与消费的链条断裂

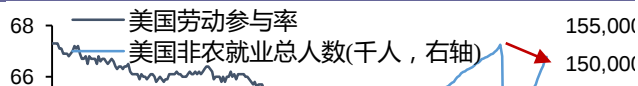
美国经济以消费为主体，所以经济增长的核心逻辑在于就业——消费的循环链条。即繁荣的就业市场会带动居民收入，促进消费，拉动经济。而经济繁荣也会带来更多的就业岗位，提高就业率，形成经济的正向循环。但是现在这个链条出现了断裂。

首先，美国的就业市场虽然紧俏，但不健康。过低的失业率搭配很高的通胀水平会给经济带来相当大的压力。3 月美国失业率已经下降至 3.6%，恢复到了疫情之前的水平。不过这是由于疫情后美国相当一部分劳动力人口退出了劳动力市场导致的。至今美国非农总就业人数仍较疫情之前少了近 160 万人，劳动参与率也较疫情前低 1 个百分点。所以当前就业市场其实并未达到潜在的充分就业水平，却带来了与极度过热期相当的通胀压力。在失业率接近历史低位的情况下，美国职位空缺率却达到有数据统计以来的最高水平，预示着出现薪资——通胀螺旋的压力非常大。根据 Alex Domash (2022) 等人的研究，如果满足现在市场上的正常招工需求，则需要失业率下降至 2% 以下，而过低的失业率将会带来极大的薪资通胀压力。美国所有企业成本中，劳工成本占据了 2/3 以上 (BEA 2022)，劳动力不足及由此带来的薪资通胀的压力将给企业造成沉重负担。Alex Domash 的模型指出，在这一失业率和通胀的水平上，美联储想要“软着陆”是极其困难的。

图表 4：美国劳动力供给严重不足



图表 5：美国非农就业总数不及疫情前



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_40083

