



# 靳毅：美债利差倒挂意味着什么？



## 意见领袖 | 靳毅

美联储和学界一般用 10 年期美债利率减去 2 年期美债利率来表征期限利差。通常认为，一旦期限利差进入“负区间”，即短端利率和长端利率形成倒挂，则预示着未来经济将较有可能出现“衰退”现象。1970 年以来曾经出现过 7 次期限利差倒挂现象，均处于美联储加息末期，其中有 6 次，在之后的 2 年内出现了不同程度的衰退。

我们认为，目前利差即将“倒挂”并非意味着市场对未来经济的担忧。一个比较好的分析方法是引入 18 个月后的 3 个月美债远期利率和当前 3 个月美债即期利率之差，该利差实际上反应的是市场对中期货币政策走向的预期，本轮此利差的走阔，实际代表的是市场对未来货币政策加快收紧的预期。

根据我们先前提出的“五因子模型”，10 年期美债利率可能会在今年年中达到 2.60%至 2.80%水平，除此之外，接下来美联储的具体“缩表路径”可能也会对美债利率产生额外推动作用。因此，我们认为目前美债利率仍有进一步上行空间。

与此同时，目前市场已经基本消化了地缘冲突带来的冲击，美股估值又重新回到了相对较高的位置。在此格局下，下阶段美债利率可能存在的继续上行，叠加 5 月份美联储可能开启“缩表”操作，将会使得美股的“风险溢价”受到明显挤压，进而出现一定的回调风险。

风险提示 俄乌冲突升级，美联储超预期宽松，新冠疫情传播超预期。

## 1、美债曲线倒挂的背后

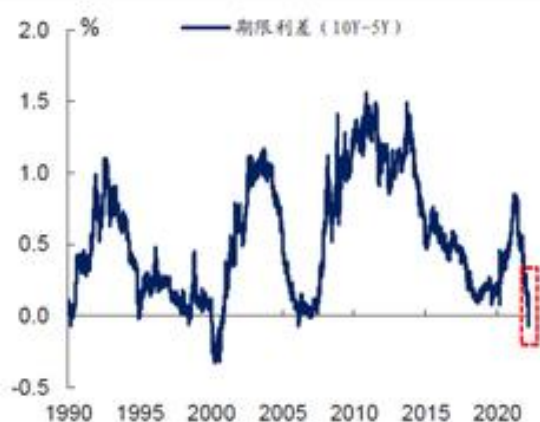
### 1.1

#### 即将倒挂的美债利差

3 月份议息会议上，美联储加息的“靴子”终究落地，如期提升联邦基金目标利率 25 个 BP，会后鲍威尔暗示目前美国通胀水平“过高”，在未来的议息会议中不排除一次性加息 50BP 的可能性。

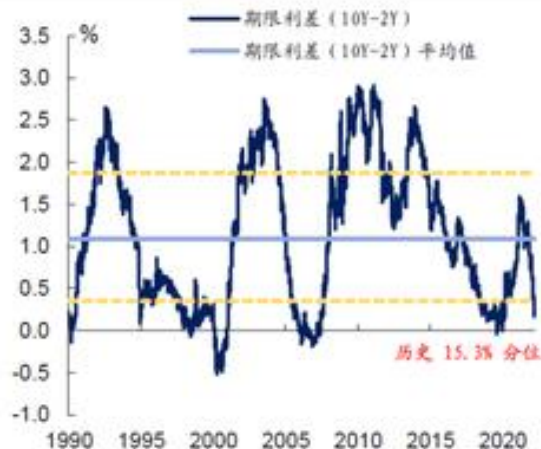
在愈显鹰派的美联储表态后，出于对加息节奏加快的预期，美债利率短端部分上行显著，目前 10 年减 5 年美债利差已经出现“倒挂”，而平时大家更为关心的 10 年减 2 年美债利差也被进一步压缩，截至 3 月 25 日，利差水平已经降至 18BP，位于历史 15.3 分位处。

图 1: 美债利差 (10Y-5Y) 出现倒挂



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 2: 美债利差 (10Y-2Y) 极限压缩



资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 图中黄色虚线表示 75% 和 25% 分位水平。

一直以来，期限利差都是美联储和学界较为关注的指标之一，一般用10年期美债利率减去2年期美债利率来表征。通常认为，一旦期限利差进入“负区间”，即短端利率和长端利率形成倒挂，则预示着未来经济将较有可能出现“衰退”现象。

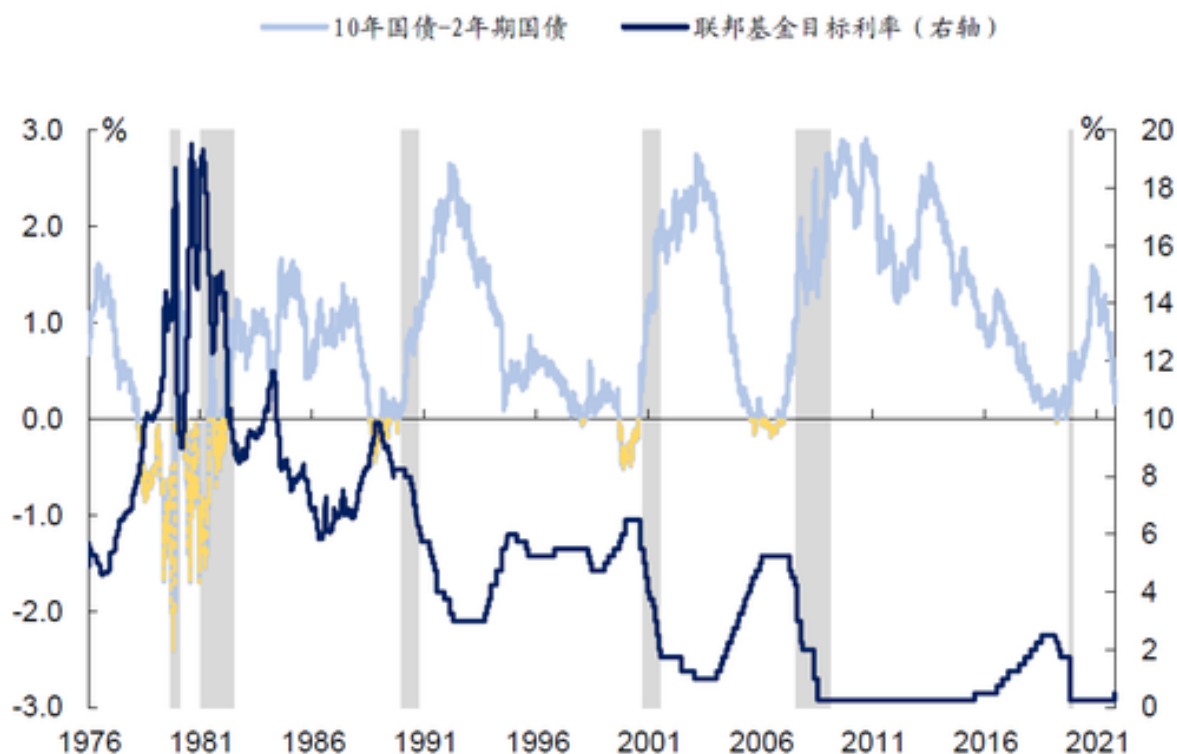
1970年以来曾经出现过7次期限利差倒挂现象，均处于美联储加息末期，其中有6次，在之后的2年内出现了不同程度的衰退。整体来看：

(1) 前3次衰退的主要诱因均是国际原油价格飙升。从1970年代的两次石油危机，到1990年海湾战争，国际油价均出现了大幅上扬，导致美国国内通胀高企，叠加联储为抗击通胀进行大幅加息。“一紧一涨”压制了消费需求，从而引发经济上的衰退。

(2) 第4、5次主要源于金融市场出现的“流动性危机”。美联储的加息周期，刺破了2000年的“科网泡沫”和2008年次贷危机的房地产泡沫。资本市场的风险偏好骤降，导致大量的证券被赎回，流动性趋紧的格局下，投资、消费和就业均遭到了不同程度的重创。

(3) 最后一次衰退出现在疫情之后，由经济出现的“短暂休克”所引起。2020年3月“疫情”在美国爆发，居家限令下，服务业遭遇重创，大量居民失业，生产停滞是此轮经济衰退的主要原因。然而，由于美联储和财政部的货币财政“双宽组合拳”出击及时，本轮衰退仅持续了2个月。

图 3: 1970 年以来, 美债利率曲线的 6 次“倒挂”



资料来源: Wind、Fred、国海证券研究所

注: 1990 年以前, 联邦基金目标利率采用联邦基金有效利率 30 天移动平均; 灰色区域为由 NBER 定义的美国衰退期。

表 1: 期限利差倒挂程度和衰退时间

倒挂开始时间	最大倒挂程度	与衰退间隔(月)	衰退持续时间(月)
1978-08	169BP	19	5
1980-09	158BP	10	18
1988-12	14BP	20	8
2000-02	52BP	14	8
2005-12	19BP	24	19
2019-08	4BP	8	2

资料来源: Wind、国海证券研究所

## 1.2

曲线倒挂究竟意味着什么?

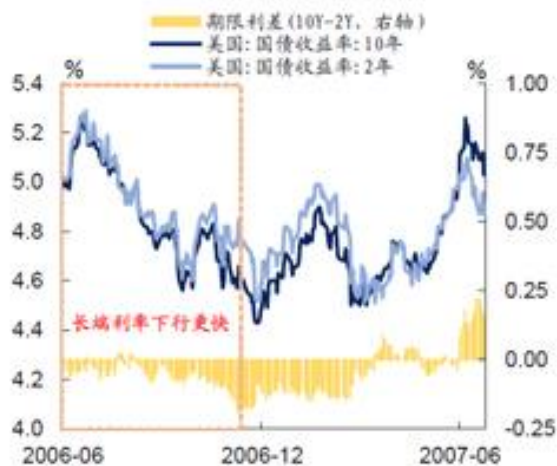
理论上来说，当市场预期未来经济出现衰退，长短端利率都会出现一定程度的下行。具体来看，长端利率会因为长期经济增长预期的下降而出现下行，与此同时，短端利率同样会出现一定幅度的下行，反应的是市场对未来美联储货币政策应对衰退进行宽松的预期。整体上，长端较短端下行幅度更大，因此，会表现出期限利差“压缩”甚至“倒挂”的现象。

图 4：2000 年利差倒挂，美债利率长短端同下



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5：2008 年利差倒挂，美债利率长短端同下



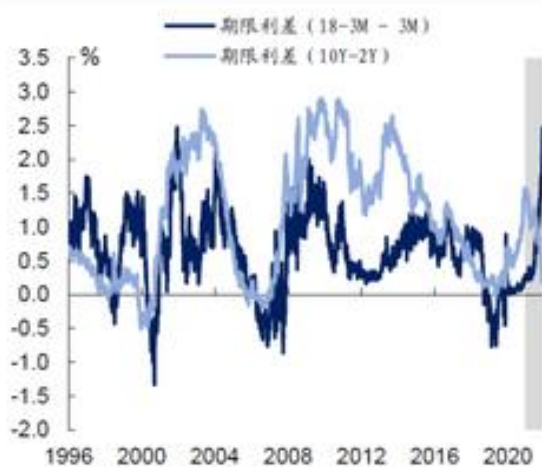
资料来源：Wind、国海证券研究所

然而，本轮期限利差的压缩与过往几轮有所不同。鲍威尔在 3 月 21 日华盛顿的经济研讨会上指出，相较于 10 年减 2 年利差，美联储本轮可能更关心期限结构上短端的变化，一个比较好的指标是 18 个月后的 3 个月美债远期利率和当前 3 个月美债即期利率之差。18 个月后的 3 个月美债远期利率，实际上反应的是市场对中期货币政策走向的预期，因此当此利差走阔时，则代表市场对未来货币政策持续收紧的预期。

从历史上来看，2000 年以来，18 个月后的 3 个月美债远期利率与 3 个月美债即期利率之差和 10 年减 2 年美债利差走势基本一致，而本轮这两

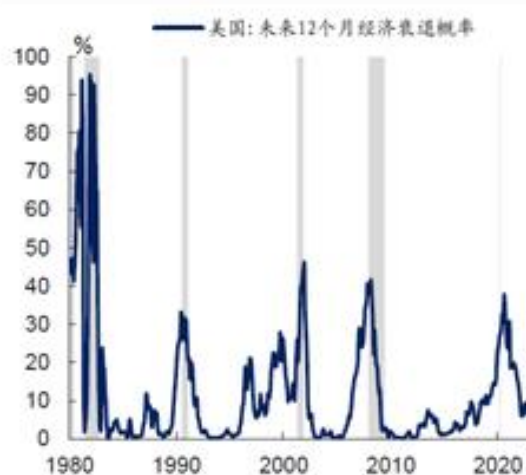
项利差走势存在显著背离。因此，本轮期限利差压缩的背后，蕴含的并非是对未来经济衰退的预期，而主要是市场对未来美联储加快收紧货币政策的预期。

图 6: 18-3M 减 3M 利差与 10 年减 2 年利差背离



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 7: 未来 12 个月美国经济衰退概率仍旧较低



资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 灰色区域为由 NBER 定义的美国衰退期。

### 1.3

下阶段，加息将有多快？

综合以上分析，我们认为现在通过期限利差的“倒挂”迹象来判断美国经济即将进入衰退，还为时尚早。鲍威尔已经明确表态目前美国通胀水平已经过高，如果继续放任通胀高位运行将对美国经济产生制约，后续美联储可能会加快收紧货币政策的步伐。

图 8: 当前美国通胀水平远超长期平均 2%水平



资料来源: Wind、国海证券研究所

与此同时, 随着今年下半年“中期选举”的临近, “通胀议题”将毫无疑问地成为美国两党博弈的重要战场, 目前拜登和民主党的支持率均偏低, 中期选举压力较大, 下阶段两党博弈将倒逼民主党更加坚决地控制“通胀”, 从而向美联储进行施压。因此, 我们认为, 下阶段美联储加息将“宜快不宜慢”。

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\\_39850](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39850)

