



夏春：美债收益率倒挂而股市反弹，债市股市该信谁？



文/意见领袖专栏作者 夏春、郑梅玫

过去一两周，美债和美股走势的“冰火两重天”，就仿佛像是浦东和浦西的封控政策一样。



在股票市场，俄乌冲突初现缓和，标普和纳指分别从 3 月中的低位反弹了 10%和 15%。市场刚从冲击中稍缓过气来，美国散户就已经开始蠢蠢欲动。

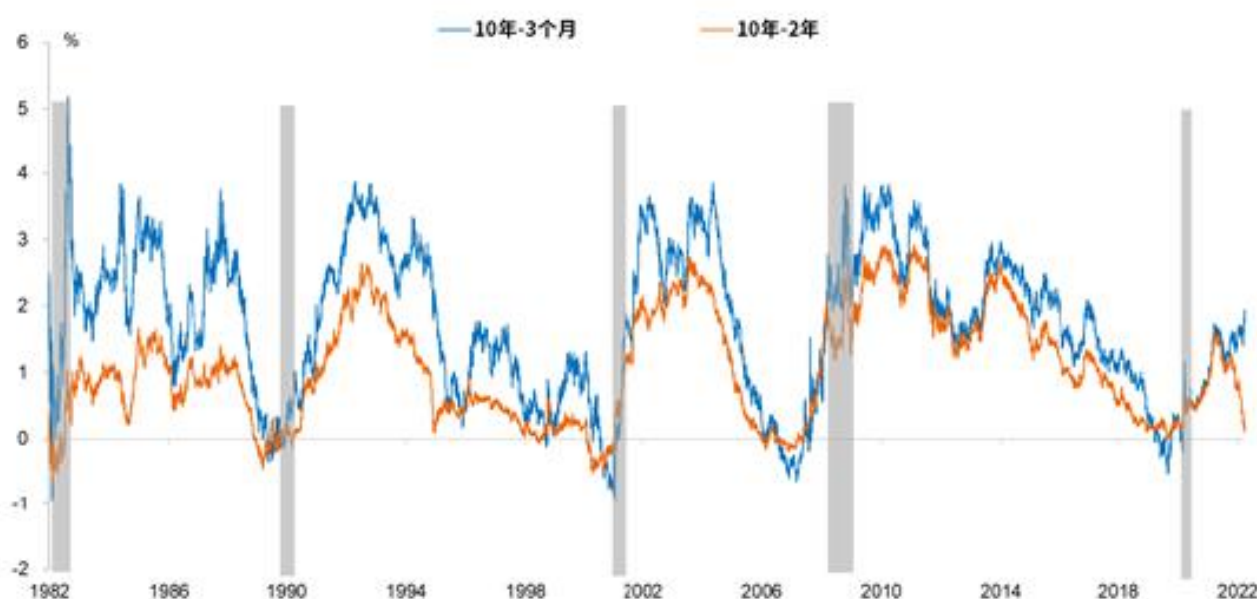
散户正加杠杆疯狂抄底之前超卖的科技股，三倍做多纳斯达克 100 指数的 ETF TQQQ, 今年的日交易量飙升到了过去十年最高;所谓的“MEME 股”有卷土重来之势，游戏驿站和 AMC 院线股价过去一周分别飙升了 33% 和 50%。

然而，债券市场却完完全全是另一番景象。与股市形成鲜明对比的是，债市正在经历几乎是史上第三大回撤幅度的抛售，特别是较短期限国债的抛售速度明显快于较长期限的国债。

国债收益率倒挂叠加石油价格上涨

在这场债市的抛售中，市场最担心的事情还是发生了。昨晚盘中，对经济衰退有预示作用的美国 10 年期和 2 年期国债收益率曲线，自 2019 年 8 月以来首次出现倒挂。

在这之前，美国 30 年期和 5 年期国债收益率已经出现了 16 年以来的首次倒挂。3 月初的时候，10 年期和 5 年期国债收益率出现倒挂。不过这些指标相对来说，都没有 10 年期和 2 年期国债收益率曲线来得重要。



过去美国 10 年期与 2 年期国债收益率倒挂出现了 6 次，接下来美国

经济都步入衰退，在历史上成功预测了包括金融危机在内的多次重大衰退，只是出现衰退所需的时间长短不同。平均来说，国债收益率倒挂后一年内美国经济将陷入衰退。

例如 2006 年的时候，倒挂出现两年之后美国经济才进入衰退，而 2019 年的时候，经济衰退因新冠疫情而很快出现。

特别值得强调的是，如果国债收益率倒挂和石油价格快速上涨同时发生，衰退会来得更快一些。

近期出现收益率逼近倒挂的最主要原因是，市场预期美联储会激进加息，推升对利率政策敏感的 2 年期国债收益率，上升速度远超对增长前景敏感的 10 年期国债收益率，反映出市场同时又非常担忧经济的增长前景，导致 10 年期对 2 年期的利差大幅收缩。

尽管已经出现倒挂，且比市场预期的还要来的早一些，油价和通胀的依然高烧不退，但从更多经济数据表现来看，经济衰退还不会那么快出现。目前绝大多数经济领先指标（例如就业率、工资增速、新增订单、商业许可等等）表现依然不错。

一些历史经验还显示，美联储往往在美债收益率倒挂后的数个月结束加息，参考 2002 年和 2005 的情况，这两次美联储分别在倒挂出现 3 个月和 6 个月后停止加息。例外情况是 2019 年 8 月，当时美联储已经降息一次，但市场仍然担心美国经济出现衰退。

但接下来发生的两件事情都是超出市场预期的。先是真正把经济拖入衰退的是新冠疫情的爆发，接下来疫情持续时间几乎是历史最短的。

国债收益率上升对股票市场的影响

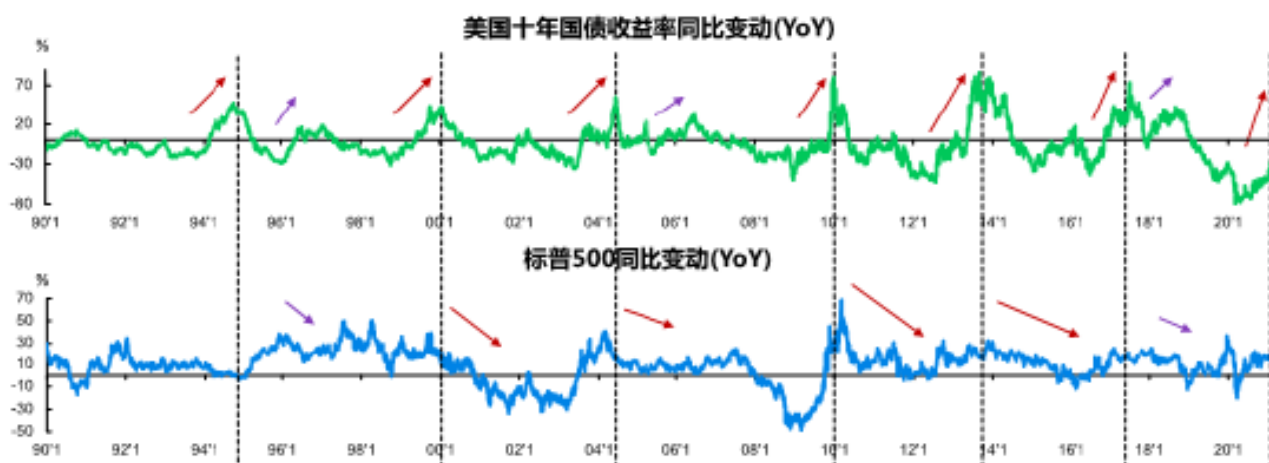
在这场债市的抛售中，不仅仅是收益率曲线的倒挂和经济可能衰退令人担忧，10 年期美债收益率本身也已经大幅上行，并突破了过去 40 年长期下行趋势的上端。

作为全球资产定价之锚，10 年期美债收益率的大幅变动，往往给资本市场带来一系列变化。历史经验显示，美债收益率快速上升后，美股极大概率出现明显回撤。

在这周早些时候，美国 10 年期国债收益率一度突破 2.5% 重要关口。从 3 月美联储加息前夕到目前，10 年期美债收益率迅速上升超过 70 个基点，如果从去年 12 月美联储会议算起，累计上行幅度超过了 1%。

美债收益率这么快的上升速度，在过去十年也仅出现过两次，一次是 2013 年“缩减恐慌”，一次是 2016 年底美联储开始连续加息的时候。

如果大家还有印象，去年 2 月和 9 月也出现了两次美债收益率的快速上行，幅度分别是大约上升 70 和 40 个基点，变化幅度和速度都不及这一次。



当时引发了不少科技股等高估值板块的大幅回调，大盘表现相对好一些，标普 500 指数月内分别回撤 4.2% 和 9.6%，但都与近期的股市表现大不相同。

需要区别的是，美债收益率在短期快速上升和在较长周期内上升，对于股票市场的影响可能不同。在 1950 年以来，10 年期美债收益率在较长的上升周期里，标普 500 指数的回报往往都是正数，仅 1970 年和 1984 年出现例外。

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_39903

