



# 陶冬：美国收益率曲线倒挂， 衰退交易轮到石油



意见领袖 | 陶冬 (瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问)



在不到四周的时间里，全球市场的交易主题出现了彻底的扭转，从交易通胀转为交易衰退，国债收益率曲线倒挂，WTI 跌破每桶 100 美元。

美国联储从一月开始，对遏制通胀的语调越来越强硬，至六月初主席鲍威尔摆出了不惜牺牲增长也要压制通胀的姿态，十年期国债利率从 1.6% 升至 3.5%，市场一度预计 FOMC 今年累计加息 3.9%，也就是平均每次开会加息接近 50 点。然而一个月后，期货市场价格指向今年累计加息 3.3%，十年期国债利率下降至略高过 2.8%。

国债市场之大起大落，是历史上前所未有的，其背后则是货币政策制定者在把握经济形势上的屡屡误判。去年的绝大多数时间里，联储将逐渐上升的通货膨胀看作供应链断裂所带来的暂时性现象，拒绝采取行动推进货币环境正常化。但是美国的工资飙升和租金上涨，带来了工资与物价的螺旋上升，加上石油价格和粮食价格的冲击，通货膨胀预期出现决堤式的突变。联储跌入恐慌状态，不仅加快了加息步伐，还在前瞻指引上急速转鹰，更在政策制定上不见了透明度，令资金无所适从。

这催生出一轮通胀交易，在市场上表现为国债遭到抛售，股市遇到打压，美元受到追捧，按揭利率飙升，石油价格狂涨，公司债集资困难。美联储的“忽然激进”，也触发了大多数发达国家和部分新兴市场国家大幅加息，全球金融环境一片混乱。

联储激烈的政策转身带来了几个后果。首先，资金成本攀升和去杠杆运动产生出“金融抑制”现象，资产价格应声暴挫，债市和股市一起进入熊市。其次，消费者一方面购买力被通胀蚕食，另一方面担心政策收紧最终会影响到就业市场，消费信心迅速回落。再者，能源价格和资金成本上涨改变了企业的经济前景的判断，投资热情降温。

亚特兰大联储编制的实时增长预测 GDPNow 显示，美国经济可能在第二季度收缩 2.1%。如果这个预测被证实，加上美国第一季度意外出现的负增长，美国可能已经进入技术性衰退。最新的 ISM 数据显示美国制造业衰退似乎已在路上，银行的按揭数据则显示房地产热正在降温。

美国家庭的资产负债表，处在近几十年的最佳状态，加上消费者开始动用去年积聚起来的疫情补贴，笔者相信美国的消费具有一定韧性，下半年衰退并非必然，不过消费的底气在很大程度上取决于消费者预期。如果通货膨胀居高不下、按揭利率翻倍、工资增长开始停滞，则消费者的预期随时可以改变。联储在政策上的进退失据，正在毒化预期和信心，从市场到民众都在担心出现滞涨的可能性。

这种背景下，市场开始交易衰退。先是国债市场，然后是股票市场，最近是石油市场，次第以温和衰退为基准重新定价，WTI 跌破 100 美元关口。

美国十年期国债利率的大幅回落，折射着资金对未来数年增长前景的悲观。同时，两年期国债的回落程度则受限于联储的利率政策，十年期对两年期国债出现了收益率倒挂，预示经济衰退在未来十八个月内发生。这是今年以来出现的第三次收益率曲线倒挂，前两次均在短暂倒挂之后重新翻为正值，反映市场对经济是否进入衰退有争论。这次倒挂会否长久，是对美国经济前景的一次投票，对联储政策可信度的一次投票。

**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\\_43691](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43691)

