

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强力的加息同时缩表，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

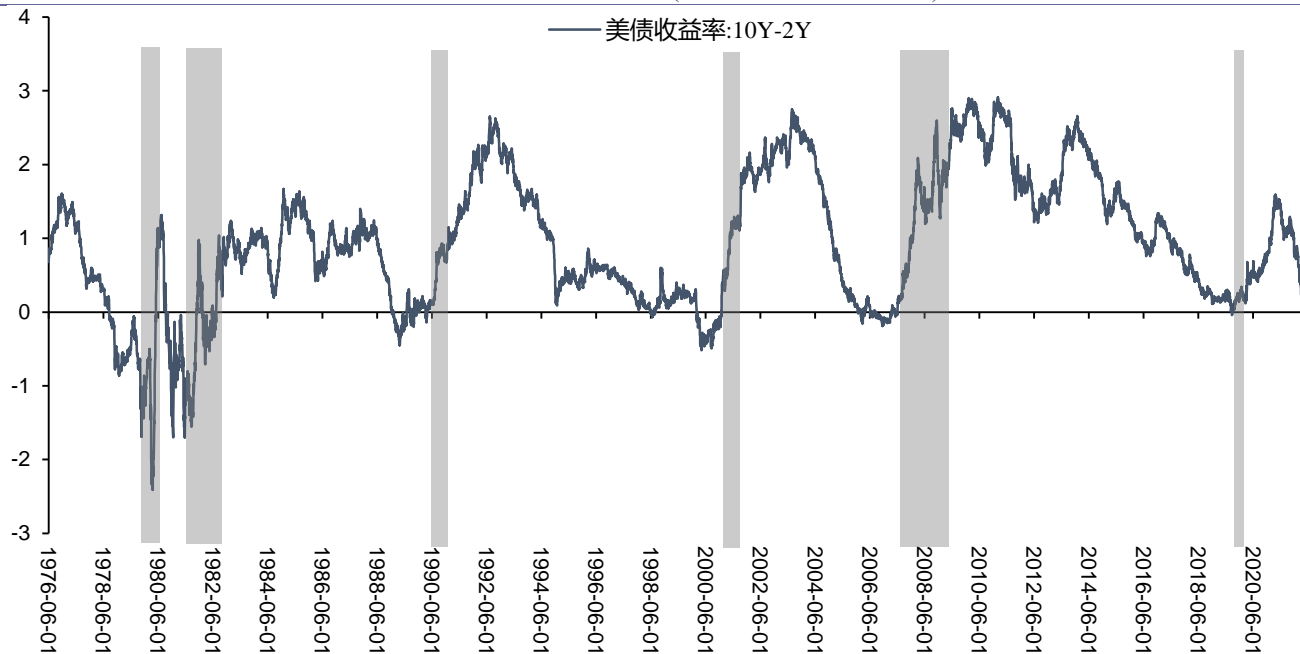
图表 1: 美债 2Y 与 10Y 收益率历次倒挂均预警了衰退(阴影部分为衰退时段).....	5
图表 2: 美债 2Y-10Y 历次倒挂及经济衰退的时间点	6
图表 3: 美债收益率曲线反转	6
图表 4: 美国劳动力供给严重不足	8
图表 5: 美国非农就业总数不及疫情前	8
图表 6: 美国统计局调查的无业人员不工作的各类原因占比	9
图表 7: 美国实际薪资增速为负	9
图表 8: 美国消费者信心指数跌至大危机时期水平	9
图表 9: 美国消费者信心指数对居民消费的前瞻性较强	10
图表 10: 美国抵押贷款利率与房屋销售反向	10
图表 11: 美国新房销售领先住宅	10
图表 12: 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

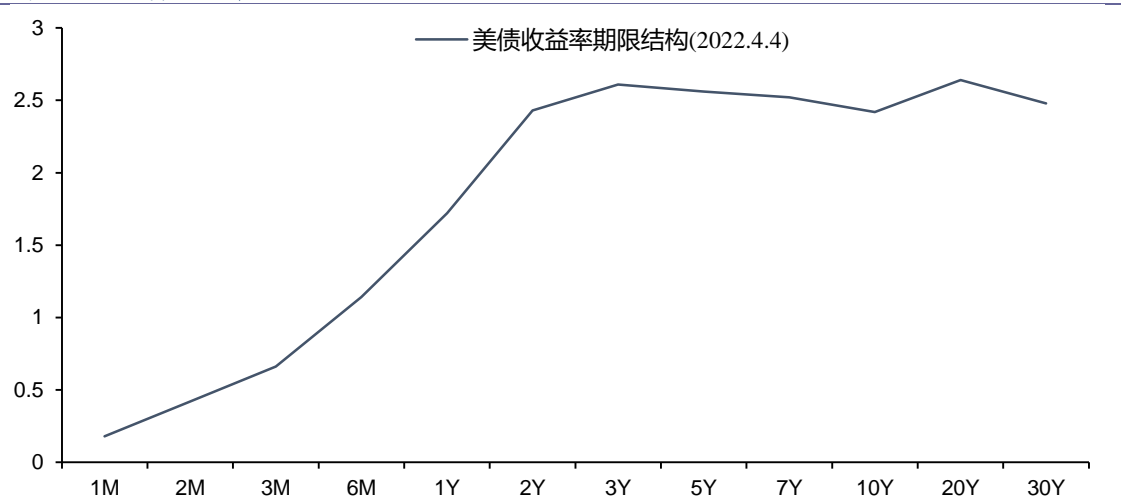
倒挂开始时点	衰退期开始时点	衰退期结束时点	初次倒挂到衰退的时间 (月)
1978.08	1980.01	1980.07	17
1980.09	1981.07	1982.11	10
1988.12	1990.07	1991.03	19
2000.02/1998.05	2001.03	2001.11	13/34
2005.12	2007.12	2009.06	24
2019.08	2020.02	2020.04	6

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?Johannson (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。

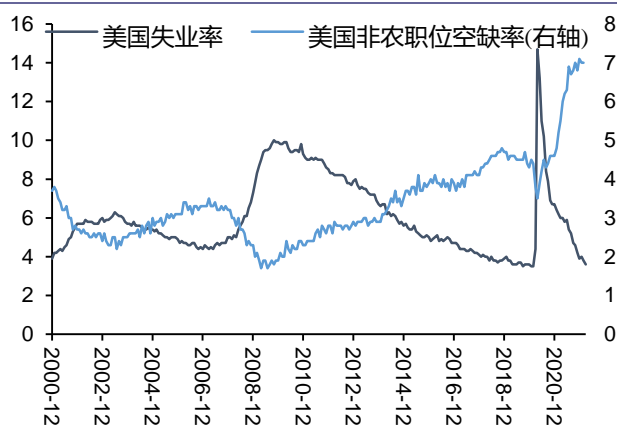
2. 美国经济基本面也出现衰退信号

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。

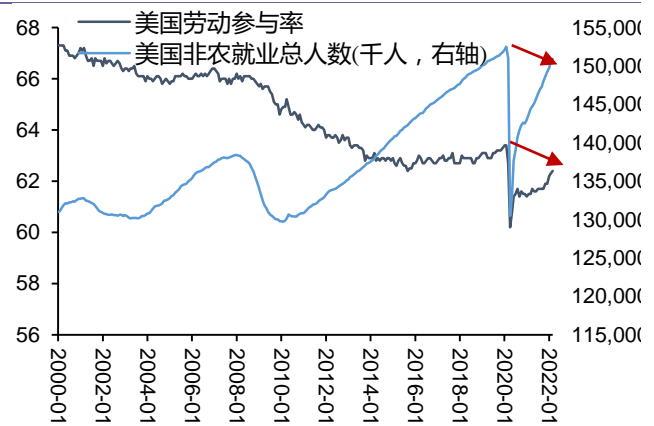
首先，美国的就业市场虽然紧俏，但不健康。过低的失业率搭配很高的通胀水平会给经济带来相当大的压力。3 月美国失业率已经下降至 3.6%，恢复到了疫情之前的水平。不过这是由于疫情后美国相当一部分劳动力人口退出了劳动力市场导致的。至今美国非农总就业人数仍较疫情之前少了近 160 万人，劳动参与率也较疫情前低 1 个百分点。所以当前就业市场其实并未达到潜在的充分就业水平，却带来了与极度过热期相当的通胀压力。在失业率接近历史低位的情况下，美国职位空缺率却达到有数据统计以来的最高水平，预示着出现薪资——通胀螺旋的压力非常大。根据 Alex Domash (2022) 等人的研究，如果满足现在市场上的正常招工需求，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



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 5：美国非农就业总数不及疫情前



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

根据美国统计局的家庭调查，疫情之后始终有较多人因为新冠疫情直接或间接的影响而没有工作。最新的调查显示仍然有 10% 以上的无业者不工作的原因和新冠疫情有关。对比去年年

中到现在的历次调查，可以看出这一比例一直在下降，但速度不算快，美国劳动力市场的供给端想要完全摆脱新冠疫情的冲击仍然需要较长时间。

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

不工作的原因	2022.03	2021.12	2021.09	2021.06
暂时不想工作	5.4%	4.7%	5.8%	5.0%
照顾新冠病人或自己患病	2.8%	2.9%	4.5%	1.7%
照顾孩子	4.8%	5.1%	4.2%	7.7%
照顾老人	1.8%	2.0%	1.9%	2.0%
害怕新冠不敢外出工作	2.3%	2.5%	3.1%	3.0%
生病或残疾(非新冠)	7.3%	7.7%	6.1%	6.4%
已退休	42.9%	42.7%	41.3%	41.7%
因新冠疫情被辞退或休假	2.7%	3.8%	4.6%	6.5%
新冠导致雇主暂停营业	1.3%	1.4%	1.9%	2.8%
新冠导致雇主倒闭	1.3%	1.7%	1.4%	1.9%
没有交通工具上班	1.4%	1.6%	1.5%	1.1%
其他原因	19.0%	17.5%	17.4%	17.8%
未报告	7.0%	6.2%	6.3%	2.2%
新冠疫情导致的无业比例	10.4%	12.4%	15.4%	16.0%

资料来源：美国统计局，太平洋证券研究院整理

其次，当前的高通胀导致居民实际收入缩水，就业向消费传导的链条断裂。虽然美国紧俏的劳动力市场推升了薪资增速，但是相对而言美国通胀上升的幅度更高，平均时薪同比与CPI同比的差值即实际薪资同比涨幅是负的，自然也无法提升居民的实际消费能力。历史回顾来看，高通胀一直是抑制居民消费意愿的重要因素，这次也不例外。美国密歇根大学消费者信心指数已经跌至60以下，甚至远低于新冠疫情大封锁时期，达到了2008年金融危机和70年代末经济危机时期的水平。美国密歇根大学消费者信心指数对居民消费的前瞻性较强，历史趋势来看与居民实际消费支出的相关性极高。这预示着未来美国居民消费并不乐观。居民消费占美国GDP比重接近70%，消费意愿的快速下滑大大增加了美国经济衰退的概率。

图表 7：美国实际薪资增速为负



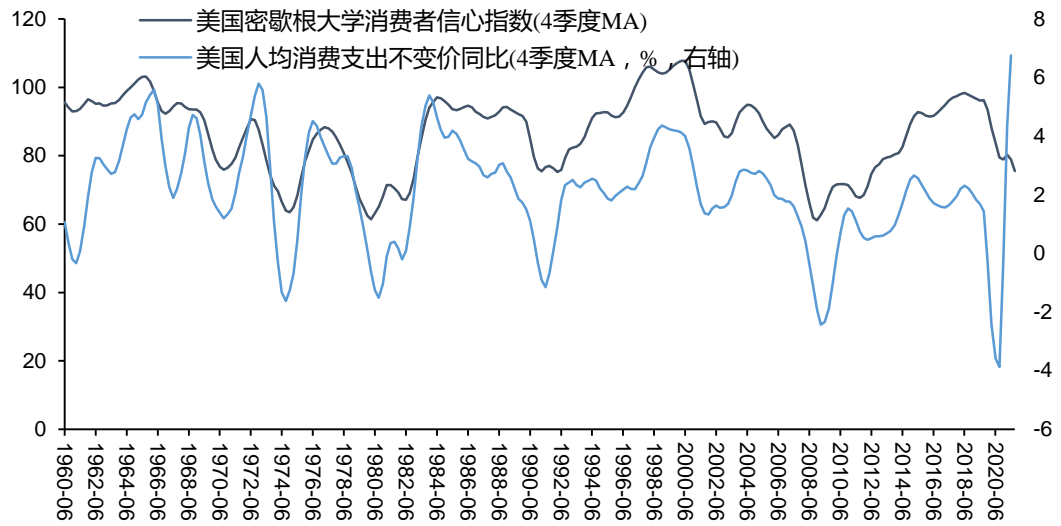
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 8：美国消费者信心指数跌至大危机时期水平



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 9: 美国消费者信心指数对居民消费的前瞻性较强



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

2.2. 利率上行将导致美国房地产市场骤冷

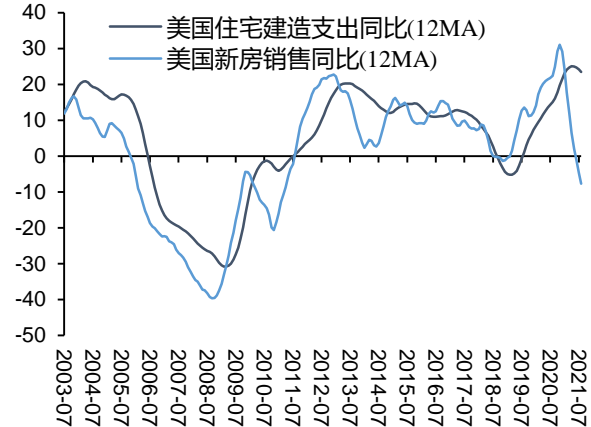
美国利率水平是影响房地产市场景气度的直接因素, 固定或浮动的抵押贷款利率均与房屋销售呈明显的反向关系。随着利率曲线的抬升, 30 年期抵押贷款固定利率在半年多的时间里上升了近 200bp, 5 年期浮动利率在今年一季度上行超过 100bp。随之而来的是新房销售的大幅下滑。美国新房销售通常领先住宅建造支出 6 个月左右, 可以预见住宅建造支出也将出现快速下滑。虽然美国房地产在经济中的重要性不像中国这样高, 但住宅建造支出也占 GDP 比重 3% 以上, 此外还有地产后周期相关消费链条的影响。所以房地产市场潜在的断崖式下滑也将给美国经济带来很大下行压力。

图表 10: 美国抵押贷款利率与房屋销售反向



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 11: 美国新房销售领先住宅



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

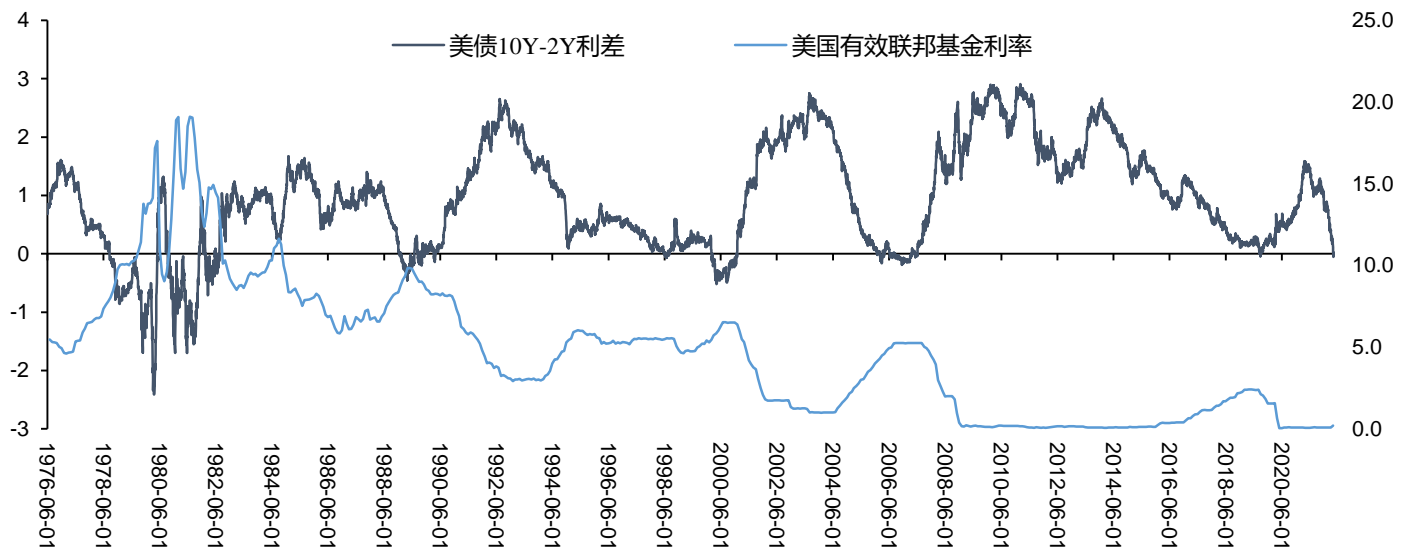
总之, 从供给的角度来看, 美国劳动力供给和商品供应链的恢复都慢于预期。从需求的角度来看, 美国消费和房地产等重要需求端前景都不乐观, 美联储快速加息将导致总需求更快地收缩, 所以美债收益率倒挂并非空穴来风, 美国经济确实存在很大下行压力和衰退风险。

3. 美债收益率倒挂会带来什么影响

3.1. 美联储本轮加息周期可能不会太长

美债收益率倒挂对经济衰退的预示意义很强，而美联储也通常会在衰退之前进行“预防性”降息，这使得美债收益率倒挂与美联储降息也有了很强的相关关系。事实上，美债收益率倒挂对美联储降息的预示作用甚至更强于对经济衰退的预示作用，因为有数据统计的 70 年来，每一次美债长短端收益率倒挂之后均很快迎来了美联储的降息，即使 60 年代中叶唯一一次发出错误信号的倒挂——没有成功预测经济衰退——但也成功预测了随之而来的美联储降息。再如偶尔会受到质疑的 1998 年和 2019 年的美债倒挂，有市场人士认为这两次倒挂并没有很准确地预测经济衰退或存在一定的“运气”成分，但不可否认的是，这两次倒挂也很精准地预测到了美联储接下来的降息，甚至这两次倒挂与美联储降息的时间间隔较正常情况下更短，分别为 4 个月和当月。

图表 12：历次美债 2Y-10Y 倒挂均预警了美联储降息



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

美债收益率倒挂对美联储降息的“预测”作用其实不难理解。因为美债倒挂是客观信号，而美联储降息是主动行为，往往“客观信号”在预测“主观行为”时会更加准确——只要这一主观行为具有一致性和连续性，而美联储的政策行为就满足这一条件。具体而言，美国经济的历次衰退必然会促使美联储降息——而且通常是在衰退之前就开始降息，因为保证经济和通胀的稳定是美联储一如既往的目标。此外，美联储在几大衰退期之外的经济下行期中也可能使用降息手段来刺激经济，预防衰退的发生。也就是说，美联储降息的条件要比经济衰退更宽泛。而美债收益率倒挂通常发生在经济深层矛盾较大、市场预期很差的情况下，其预示的经济压力往往比普通的经济下行更大，美联储自然也能看到这一点，所以二者的相关关系就很好解释了。

1976 年以来历次美债 2Y-10Y 倒挂距离美联储进入降息周期的时间间隔为 0-21 个月，其间隔时间较倒挂与经济衰退之间的间隔时间更短。而且多数情况下是在 6 个月以内。也就是说，以往经验来看通常在倒挂发生后不久，美联储就会进入降息周期。

图表 13: 美债 2Y-10Y 历次倒挂与美联储降息的规律

倒挂开始时点	降息开始时点	间隔时间 (月)
1978.08	1980.04	20
1980.09	1981.07	10
1988.12	1989.06	6
1998.05	1998.09	4
2000.02	2000.05	3
2005.12	2007.09	21
2019.08	2019.08	0

资料来源: Wind, 美联储, 圣路易斯联储, 太平洋证券研究院整理

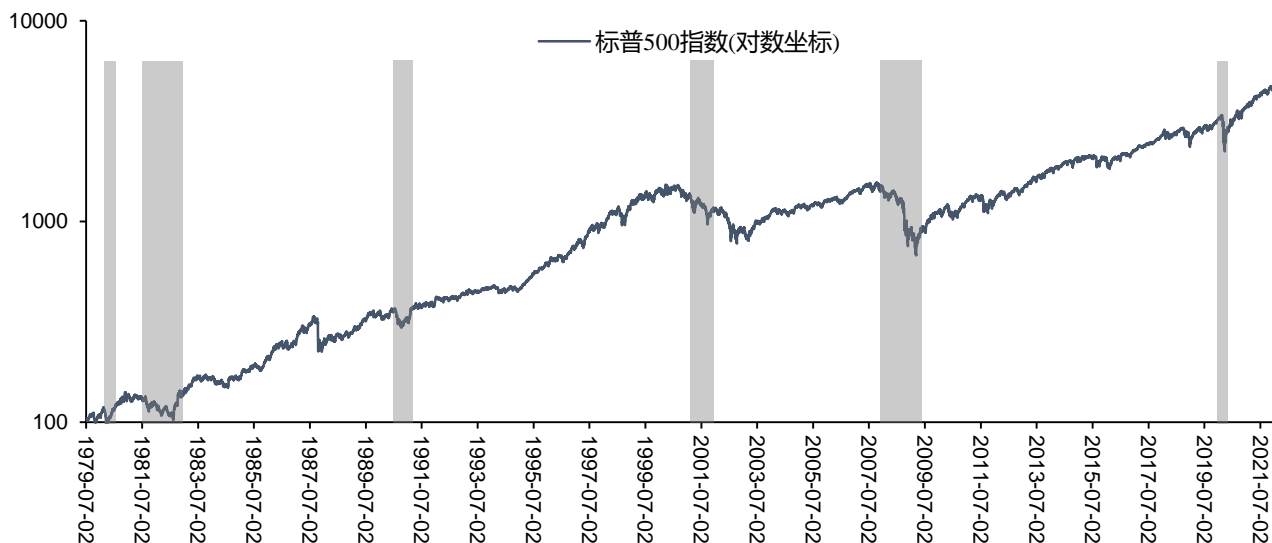
当前的宏观背景有特殊性: 一方面, 美联储刚刚开始加息, 且在高通胀的压力下需要快速、强力地加息以控制通胀预期; 另一方面, 经济下行的压力确实已经显现, 劳动力供给还没有从疫情中恢复, 本轮加息周期是在经济“不那么好”的情况下被迫开始的。所以未来美联储的态度可能会跳跃性较大, 一旦通胀出现缓和迹象, 美联储可能会很快向鸽派转向。我们认为二季度美联储会有较有力的加息同时缩表, 三季度略微缓和, 四季度可能停止加息。在通胀水平降至相对可以接受的范围之后, 美联储很可能会像 1998 年和 2019 年一样提前采取预防性降息来阻止经济衰退。所以整体上, 我们认为本轮加息周期持续的时间不会太长。

3.2. 美债倒挂对各类资产的影响

经验上来看, 从关键期限的美债收益率倒挂到经济衰退仍有 6 个月到 24 个月的时间间隔, 所以资本市场即使意识到了衰退的风险, 也很少有立竿见影的猛烈反应。各类资产价格对美债倒挂的反馈多是随着其信号意义的增强而不断积累的。

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。第一, 在每次美债收益率倒挂之后, 市场上均会出现关于“这次不一样”的论述, 其对衰退的指示意义总会受到市场的质疑, 所以市场通常也不会对这一信号反应过激。第二, 美债倒挂发出的信号太早, 股市通常不会提前对太远期的衰退定价, 而是直至临近衰退之时才迅速反应。在经济衰退期中, 股市的下跌仅略早于衰退起点, 反弹多数时候也略早于衰退终点。对于美国股市的结构性行情, 根据 Geungu Yu (2008) 等人的研究, 大企业的股价在美债倒挂期间通常有更好的表现。一是因为大企业防御属性相对更强, 会吸引一些有避险意愿的资金流入。二是美债收益率倒挂预示着未来通胀下行, 过于通缩的环境对企业盈利不利, 而大企业可以凭借更强的议价能力获得相对优势。当然现在的情况有所不同, 目前处于通胀过高的环境, 未来通胀即使下降也很难通缩。不过结论是相似的, 因为通胀太高也不利于企业发展, 相对而言大企业仍然可以靠较强的议价能力减小负面影响。

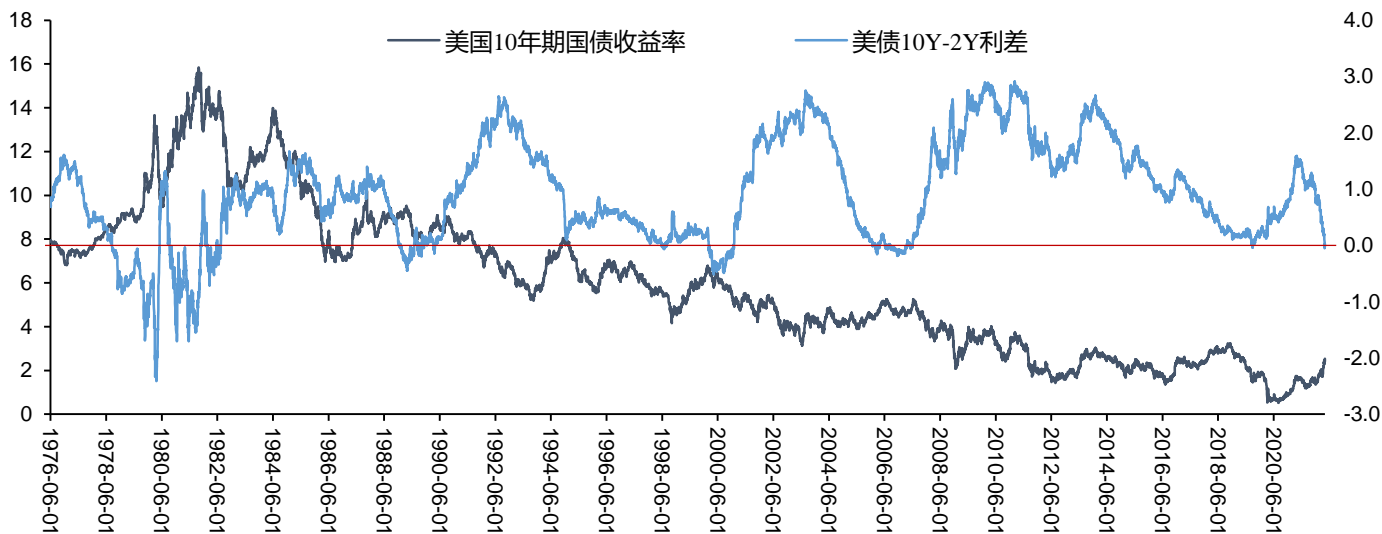
图表 14: 股市下跌的起点和终点仅略早于衰退周期的起点和终点 (阴影部分为经济衰退期)



资料来源: NBER, Wind, 太平洋证券研究院

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。这一现象是较为有趣的, 因为在 10Y-2Y 利差中, 10 年期美债收益率是作为被减数出现的, 而该利差居然和自身指标反向, 不符合数学直观。这意味着在倒挂发生之前, 往往对应着 2Y 和 10Y 收益率都在上行, 而 2Y 上行更快, 即“熊平”的走势。而在收益率曲线开始修正时, 往往对应着 2Y 和 10Y 收益率均下行, 而 2Y 下行更快, 即“牛陡”走势。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。

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

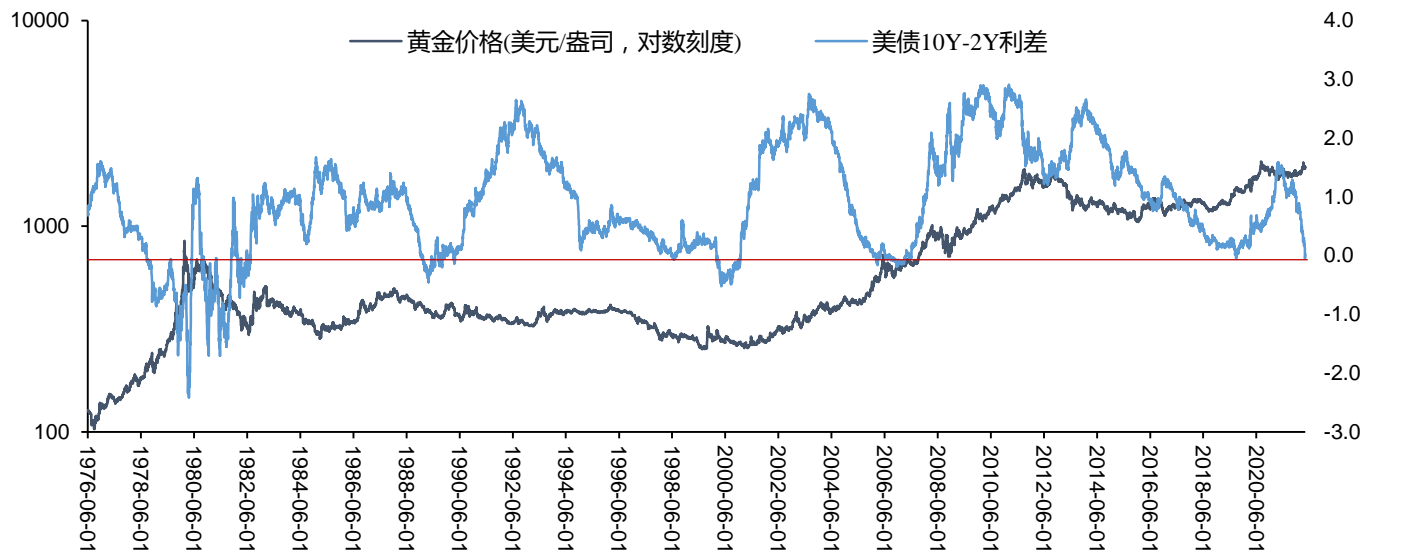


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

对于大宗商品而言, 有很多观点认为黄金是对冲经济衰退的较好选择, 但我们认为不宜操之过急。回顾黄金价格与美债 10Y-2Y 利差的历史走势可以看出, 美债倒挂确实会给黄金带来一

定机会，但其投资机会通常不在倒挂发生之初，而是在收益率曲线向上修正之时。也就是说，通常是在美联储加息后或经济衰退发生后。当前美联储正处于快速加息的进程中，美元指数和实际利率均上行较快，对黄金价格压制力量较强。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。

图表 16: 黄金的投资机会通常不在倒挂之初



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

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。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。