

# 五问五答：美债利率倒挂意味着什么？

证券研究报告

2022年04月08日

## 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**林彦** 联系人  
linyanyan@tfzq.com

## 相关报告

- 1 《宏观报告：世界进入两个石油体系》2022-04-07
- 2 《宏观报告：风险定价-疫情和联储虽负面但已定价，市场情绪继续修复-4月第2周资产配置报告》2022-04-06
- 3 《宏观报告：美国经济能在加息中“软着陆”吗？-美国经济能在加息中“软着陆”吗？》2022-03-30

美债倒挂究竟对经济衰退有没有预测性？存在例外吗？为什么倒挂能预测衰退？本轮美国经济衰退的可能性有多高？倒挂会如何影响美联储的货币政策和股债市场？参照历史经验和当前美国的经济形势，我们将尝试在这篇报告中给出这几个问题的答案。

美债收益率曲线的倒挂通常发生在经济扩张期的末期和衰退期的开端。从历史规律上看，除 98 年的短暂倒挂以外，一般倒挂开始 1-2 年后，美国经济大概率进入衰退（NBER 定义）。2019 年倒挂到衰退的时间较短（6 个月），是因为新冠疫情的爆发提前引发衰退。

从历次倒挂后出现衰退的情况看，美债曲线倒挂对美国经济衰退的预测性，主要和美国经济的内生性因素有关。曲线倒挂和衰退的间隔时间，主要和外部经济环境对美国的影响有关。外部经济环境越强，衰退发生时间越晚。

当前的美国经济面临财政支持趋弱、通胀蚕食居民收入和消费、住宅和工业投资回落三重压力，明年经济进入衰退的概率加大。如果外生条件进一步恶化（过快加息缩表或高油价持续时间超预期），衰退可能提前到今年年内。

由于联储大幅落后于通胀曲线，年初以来加息预期快速上升，不排除未来联储比想象中更鹰，即使出现衰退迹象也没有及时转为谨慎，导致美债利率可能超调至 2.5-3.0%。但重要的美国经济数据均已回落（消费、投资、地产），虽然美债利率路径上比较动荡，如果看半年时间，加息预期和美债利率的方向依然是回落。

历史告诉我们，倒挂后的股票市场可能是先扬后抑。因为倒挂通常发生在经济扩张期末尾和衰退期开端，经济预期转弱但货币政策预期转向宽松，因此短期股市可能有正回报。但随着衰退的逐渐临近，权益市场的分子端开始承压，此时利空才开始兑现。

**风险提示：俄乌冲突超预期；北约和欧盟对俄罗斯制裁超预期；美联储货币政策超预期**

3 月 FOMC 美联储正式宣布进入加息周期，美债利率快速上升。与紧缩预期不断加码矛盾的是，衰退预期交易愈演愈烈，美债期限结构不断走平。3 月最后 1 周，美债 2\*10y 收益率已经两次发生倒挂。作为市场最为关心经济衰退预测指标之一，美债 2\*10y 期限结构倒挂让投资人开始担忧美国经济衰退快于预期。

美债倒挂究竟对经济衰退有没有预测性？存在例外吗？为什么倒挂能预测衰退？本轮美国经济衰退的可能性有多高？倒挂会如何影响美联储的货币政策和股债市场？参照历史经验和当前美国的经济形势，我们将尝试在这篇报告中给出这几个问题的答案。

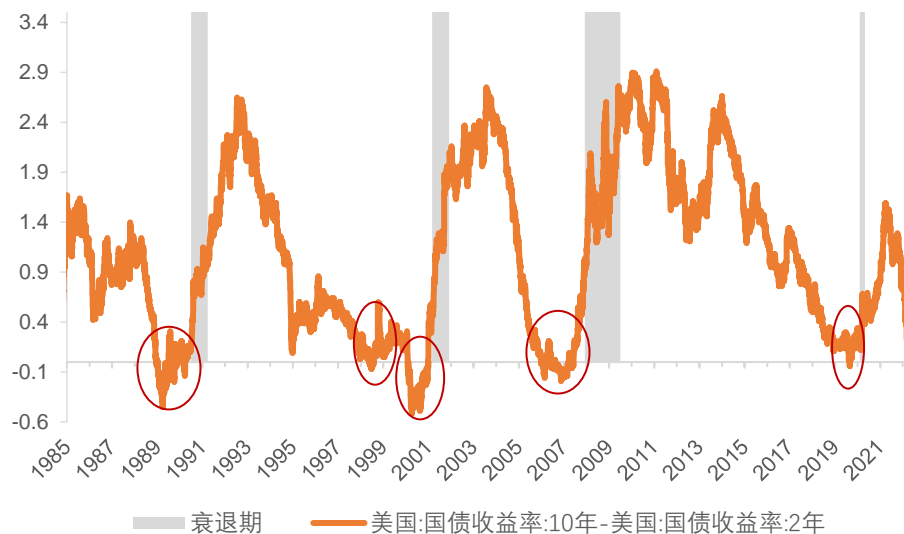
## 问：美债倒挂对经济衰退是否有预测性？为什么？

过去 30 年美债 2 年和 10 年期利率共有 5 次倒挂，分别发生在 1988 年、1998 年、2000 年、2006 年、2019 年。这 5 次倒挂对应了 5 次著名的危机，其中 3 次发生在美国（90 年储贷危机、00 年科网泡沫、08 年金融危机），1 次发生在亚洲（98 年亚洲金融危机），1 次发生在全球（20 年新冠疫情）。

美债收益率曲线的倒挂通常发生在经济扩张期的末期和衰退期的开端，由于通胀上行，美联储加息以控通胀，从而推高短端利率，而长端反映市场对经济前景的预期，早期跟随短端上行，但是没有短端上行速度快，于是曲线趋平，到了扩张后期，长端利率随基本面预期转而向下，期限利差更是逐步缩小。

随着 GDP 增速大幅下滑，美联储关注的焦点转移至基本面，于是开始降息操作以刺激经济，降息初期短端利率迅速下行，且下行速度快于长端，于是收益率曲线不断变陡而恢复正常。

图 1：1985 年以来的四次美债收益率倒挂（10Y-2Y）



资料来源：Wind，NBER，天风证券研究所

## 问：从倒挂到衰退相隔多久？时间由什么决定？

从历史规律上看，除 98 年的短暂倒挂以外，一般倒挂开始 1-2 年后，美国经济大概率进入衰退（NBER 定义）。2019 年倒挂到衰退的时间较短（6 个月），是因为新冠疫情的爆发提前引发衰退。

2006 年的倒挂和衰退相隔时间较长（23 个月），是因为当时新兴市场和欧日的经济增长相对强势，带动美国产能利用率在 2007 年 4 月和 9 月又触及新高，一定程度上延缓了美国经济步入衰退的节奏。可见海外因素虽然会影响对国经济的短期走向，但最终走向还是由美国经济的内生性力量主导。

1998 年美国本身经济韧性较好，虽然当时受 97 年亚洲金融危机的影响短暂下行，但产能利用率在 1999-2000 年又回到了高点。因此美债曲线虽然 1998 年短暂倒挂，但之

后并没有出现衰退，再次说明了美国经济的最终走向由美国内生性力量主导。

从历次倒挂后出现衰退的情况看，美债曲线倒挂对美国经济衰退的预测性，主要和美国经济的内生性因素有关。曲线倒挂和衰退的间隔时间，主要和外部经济环境对美国的影响有关。外部经济环境越强，衰退发生时间越晚。反之，外部经济环境越弱，或受疫情等因素影响，全球经济高度趋同，衰退发生的越快。

表 1：美债倒挂与衰退之间的领先关系

倒挂时间	倒挂历时 (月)	经济衰退期	从出现倒挂到经济衰退的间隔 (月)	衰退原因
88.12-90.03	15	90.07-91.03	19	储贷危机
98.05-98.08	2	-	-	亚洲金融危机
00.02-00.12	11	01.03-01.11	13	科网泡沫
06.01-07.06	17	07.12-09.06	23	次贷危机
19.08-19.08	1	20.02-20.04	6	新冠疫情

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 问：这次美国经济衰退的内生性因素？和外生性因素？

当前的美国经济面临财政支持趋弱、通胀蚕食居民收入和消费、住宅和工业投资回落三重压力，明年经济进入衰退的概率加大。如果外生条件进一步恶化（过快加息缩表或高油价持续时间超预期），衰退可能提前到今年年内。亚特兰大联储 GDPNow 预测，1 季度美国 GDP 增速环比折年率为 1.5%（前值 5.5%）。

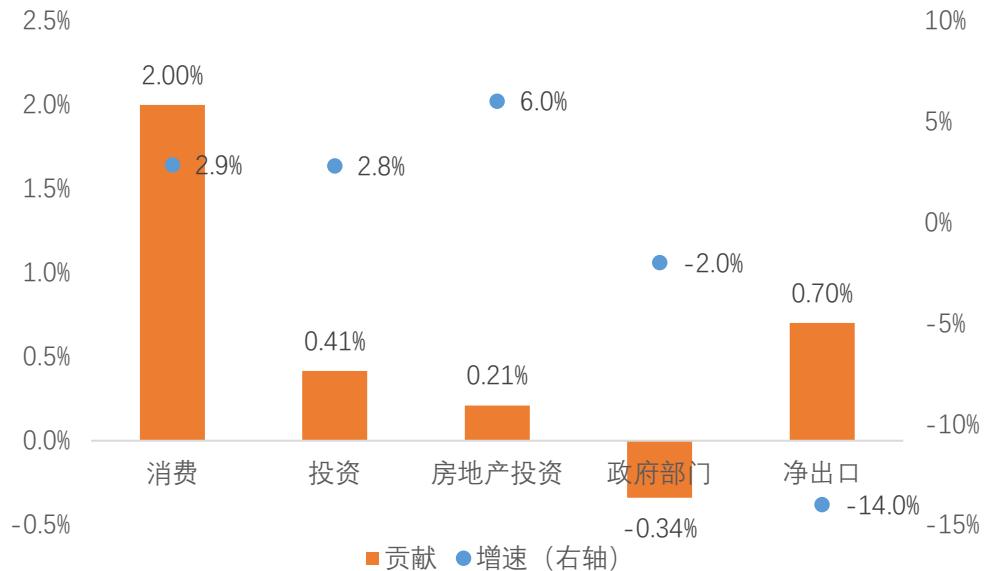
**财政：**美国财政赤字始终处于历史高位，中期选举在即，民主党继续扩张的财政政策提案在国会难被通过。根据 CBO 在 2021 年 11 月发布的 2022-2031 联邦收入和支出预测，预计 2022 财年，美国政府总支出将减少到 5.87 万亿美元，相比 2021 财年减少 1.147 万亿美元，同比减少 16.35%。

**消费：**高企的能源价格将挤出消费者在非能源商品和服务的消费支出。今年 1 月美国居民实际可支配收入增速已降至 40 年来最低的 -9.9%，密歇根消费者信心指数降至近 10 年低谷 62.8。20-21 年消费替代效应显著，21 年下半年耐用消费品下滑，服务消费上升，但服务消费的超额空间有限，且部分服务消费修复仍有困难。同时，疫情期间积累的超额储蓄呈现出 K 型分布，给美国消费带来了较大不确定性。

**投资：**去年 2 季度之后，企业利润同比增速高位回落，工商业贷款增速也持续回落至负增长，非住宅投资增速已经进入回落周期。同时，在技术周期的末尾，知识产权投资呈周期性和结构性变化，当前知识产权项增速上行放缓，对企业资本开支的支撑开始减弱。

而货币紧缩明显抑制房地产销售，房价涨幅已经明显放缓，3 月底 30 年期抵押贷款利率已经超过 4.5%，接近 2018 年底的高点（上一轮缩表）。住宅投资转负，21 年 4 季度美国住宅投资同比增速降至 -1.45%。

图 2：2022 年美国各经济部门预测增长率与对 GDP 增长的贡献



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 此外还有两个外生性因素在压缩美国的经济复苏空间：联储紧缩货币和油价高企。

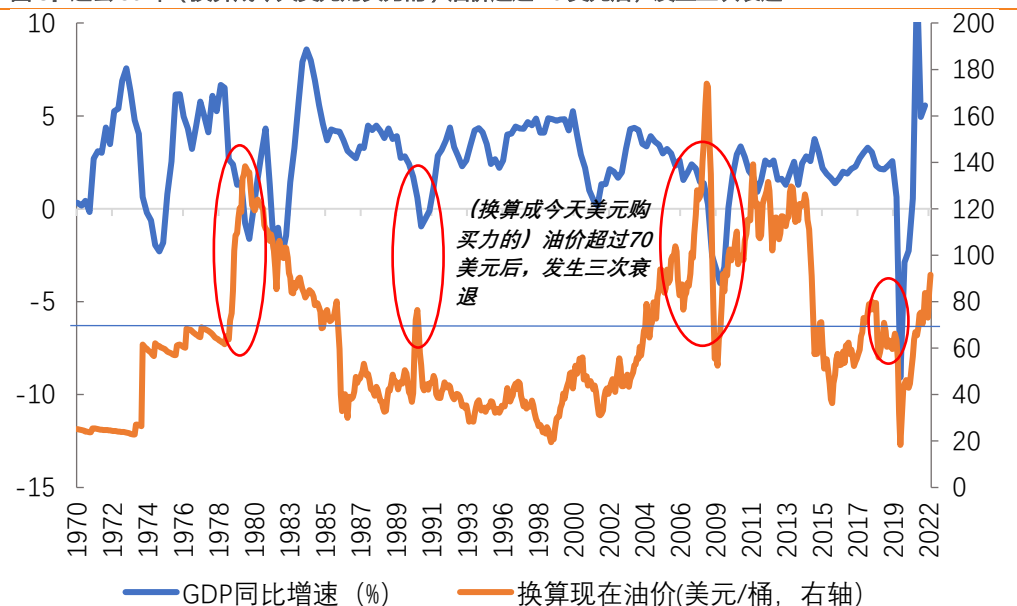
**联储加息：**根据 FRB/US 模型，每加息 100bp，美国 GDP 下降 0.2-0.5%。如果今年联储加息至 2%，GDP 增速将降至 0.5%-1%（接近衰退）。

**油价高企：**我们在《油价 100 美元，离衰退有多远》中测算，油价每上升 20 美元/桶，实际可支配收入增速大约降低 0.66%，除食品能源外实际消费增速降低 1.04%，实际 GDP 增速降低 0.94%。

鲍威尔在 3 月国会听证会上提到的“软着陆”是美联储对未来美国经济的最美好期望，但并不现实。1965 年和 1984 年两次加息周期经济软着陆是在宽财政的背景下避免了经济衰退，而货币财政双紧的 1994-1995 加息周期又对应了 90 年代的“金发女郎”经济。

与当时相比，当下通胀蚕食居民可支配收入，消费者信心低迷，知识产权投资增速上行斜率放缓，资本开支大概率进入下行周期。整体而言，美国经济实现软着陆的希望渺茫，美国经济衰退确实在渐行渐近，未来紧缩政策将被迫面临“两难”下的转向。

图 3：过去 50 年（换算成今天美元购买力的）油价超过 70 美元后，发生三次衰退



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 问：美债利率倒挂将如何影响美联储的加息节奏？这次不一样？

回顾最近 5 轮美债倒挂，除 98 年与 19 年两次美联储未处于加息周期外，其余三次倒挂发生后 3-6 个月，联储都停止了加息。

如果这次和历史有所不同，那就是联储大幅落后于通胀曲线，在高油价的助推下，出于对公信力的维护，美联储可能选择首先解决“胀”，再解决“滞”的问题。由于联储大幅落后于通胀曲线，年初以来加息预期快速上升，不排除未来联储比想象中更鹰，即使出现衰退迹象也没有及时转为谨慎，导致美债利率可能超调至 2.5-3.0%。

但重要的美国经济数据均已回落（消费、投资、地产），虽然美债利率路径上比较动荡，如果看半年时间，加息预期和美债利率的方向依然是回落。

表 2：倒挂发生后 3-6 个月，联储都停止了加息

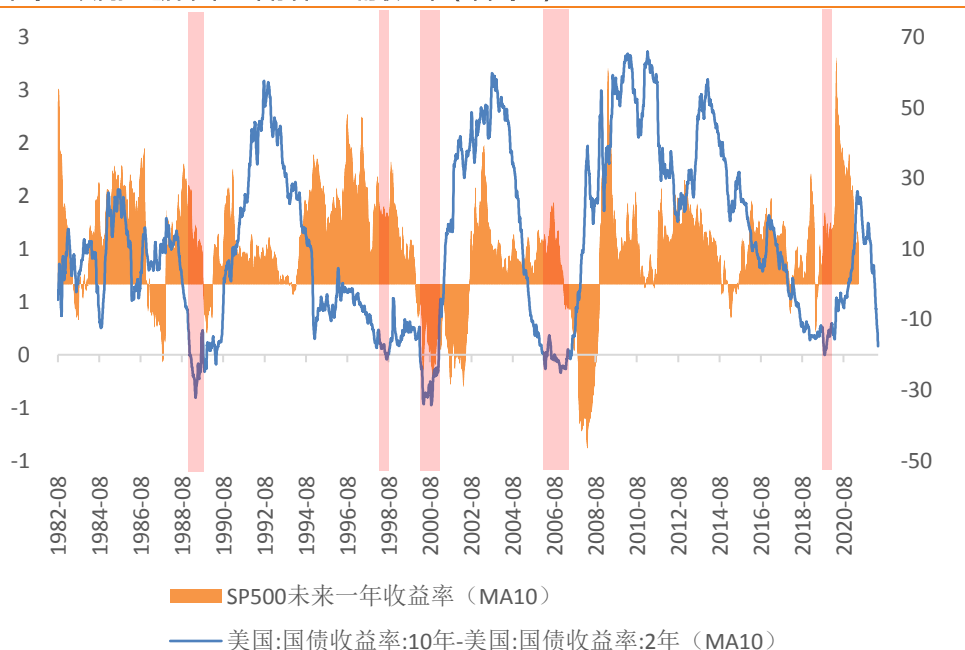
倒挂时间	倒挂历时（月）	经济衰退期	加息周期	从出现倒挂到停止加息的间隔（月）
88.12-90.03	15	90.07-91.03	88.03-89.05	6
98.05-98.08	2	-	-	-
00.02-00.12	11	01.03-01.11	99.6-00.05	3
06.01-07.06	17	07.12-09.06	04.06-06.06	5
19.08-19.08	1	20.02-20.04	-	-

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 问：美债倒挂对于美股市场是什么信号？

历史告诉我们，当股债出现分歧时，债券对经济的预测通常是正确的。美债倒挂是未来经济困境的良好指标，但倒挂后的股票市场可能是先扬后抑。因为倒挂通常发生在经济扩张期末尾和衰退期开端，经济预期转弱但货币政策预期转向宽松，因此短期股市可能有正回报。但随着衰退的逐渐临近，权益市场的分子端开始承压，此时利空才开始兑现。

图 4：五次倒挂之后未来一年标普 500 的收益率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

历史 5 次美债倒挂期间，标普 500 有 2 次收益率超过 20%，有 3 次收益率为负。5 次倒挂后的 2 年内，有 4 次全球股市整体有正收益，可见倒挂并非是短期引发股灾的必然条件。

权益资产的表现更多取决于经济衰退的扩散性和持续性：譬如 2001 年全球经济共振下行，所有权益资产收益为负；1988 年和 2006 年新兴市场经济较好，带动美国市场取得正收益。而在亚洲金融危机引发的倒挂结束后，美股因其经济韧性较好，相对新兴市场有超额收益。

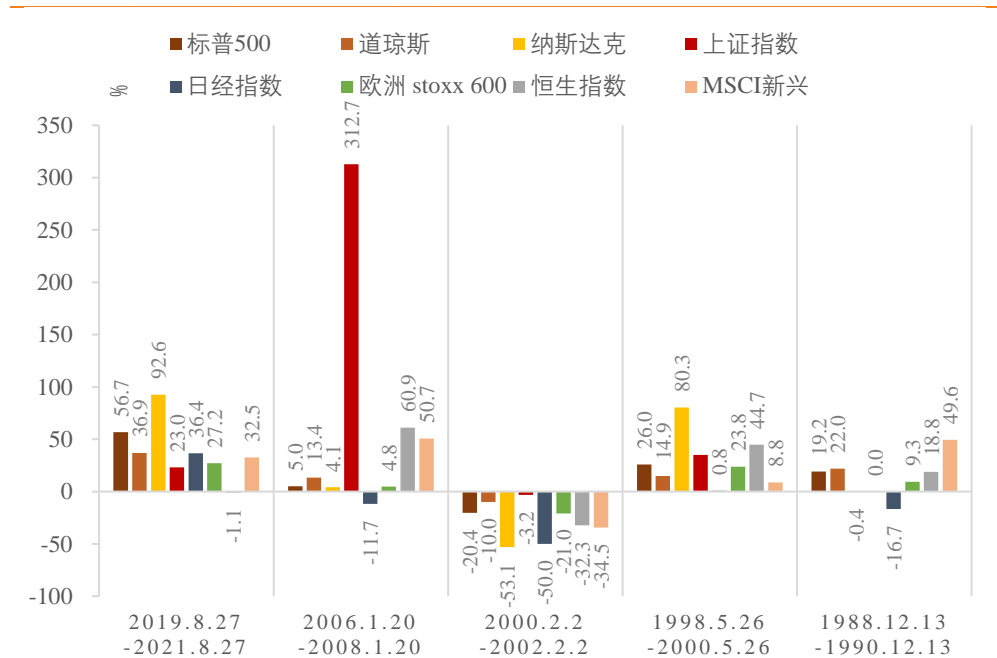
美债倒挂后，预计名义利率将开始磨顶。在美债利率走高至 2.5 的情况下，美股赔率再次降至偏贵水平，Q4 美股业绩仍超预期，未来如衰退迹象出现，美股业绩增速可能出现超预期回落，同时欧日中等非美主要经济体无法支撑美股的海外业绩，将给美股带来二次回踩的风险。

表 3：倒挂期间海外权益市场与美元指数表现

倒挂时间	经济衰退期	S&P500 涨跌幅	美元涨跌幅	MSCI 新兴市场指数涨跌幅
88.12-90.03	90.07-91.03	23.3%	2.2%	53.1%
98.05-98.08	-	-2.0%	1.4%	-13.0%
00.02-00.12	01.03-01.11	-5.3%	5.3%	-33.3%
06.01-07.06	07.12-09.06	20.3%	7.9%	35.8%
19.08-19.08	20.02-20.04	-1.8%	0.3%	-5.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：倒挂后两年全球股票市场主要指数的表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com