

抢跑的时钟：超级平坦的美债收益率曲线

报告要点：

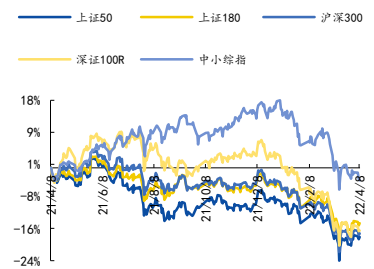
- 短期收益率代表着流动性松紧，长期收益率代表着在流动性现实下的经济预期，于是，长短收益率的差异（期限利差）代表了经济基本面的远期预期。
- 事实上，大多数美债期限利差是跟着流动性走的：
 - 1) 美债期限利差大体上与流动性松紧亦步亦趋，流动性放松时，期限利差走阔；流动性收紧时，期限利差收窄；
 - 2) 其原因应该是：远期经济预期与现实流动性松紧存在关系，在流动性收紧时，市场因流动性收紧而增加的基本面悲观预期额外增厚了长端收益率的配置价值，于是，长端收益率受流动性收紧的冲击自然不如短端收益率。
- 这次亦是如此，本轮超级平坦的美债收益率曲线源于流动性的过于收紧，这蕴含的一个预期是：若短时的流动性如预期般收紧，经济基本面已然难以承受。
- 然而，与之前曲线倒挂不同的是，此次曲线倒挂过于提前，这导致 3M 这种短端利率还没有太明显地上升，中长端收益率已经在预期的推动下明显向上，这与这次非常有效的预期管理相关，也造就了这一轮 3M-10Y 利差的不跌反升。
- 正因为这次期限利差倒挂的预警过于提前，我们不用在短时就警惕美国经济衰退这件事情：
 - 1) 10Y-3M 利差还未收窄，10Y-2Y 却已收窄，这代表了即使曲线形态中存在衰退预期，这个预期不见得会在短时兑现；
 - 2) 其实期限利差也不是单纯对经济基本面预期的反映，短端收益率向上的这件事情，本就会推动经济增长减速，但经验上，这个时间差至少要一年时间，而当前短端收益率却刚刚开始上升。
- 客观来说，美国经济基本面今年不见得差，但明年却可能变得危险一些：
 - 1) 美国加息至少可能持续一年，除了对冲通胀的需求之外，还有政策常态化的需求；
 - 2) 按照既往的时间差倒推的话，美国的衰退可能会在明年开始，今年美国的基本面应该没有太大问题，况且今年美国还有 discouraged workers 重回就业市场的红利。
- 但这个弹簧压下去，不一定能很快抬起来：
 - 1) 美国扁平的收益率曲线 price-in 的已经是居中甚至偏高的利率环境，只有利率重新降下来，才能带动曲线重新走阔；
 - 2) 照此来看，美国的收益率曲线在今年只会更加平坦，后续 3M-10Y 的利差也会随着加息的推进而逐步收窄。
- 至少今年，美国的经济基本面和资产风格都是 risk-on 的，但长端美债收益率剩余的空间可能已经不大，若年内如预期般，美国再完成 6 次加息，辅之缩表计划，10Y 美债也未必能回到 2018 年底的那个高点。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3251.85
深圳成指：	11959.27
沪深 300：	4230.77
中小盘指：	4163.54
创业板指：	2569.91

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

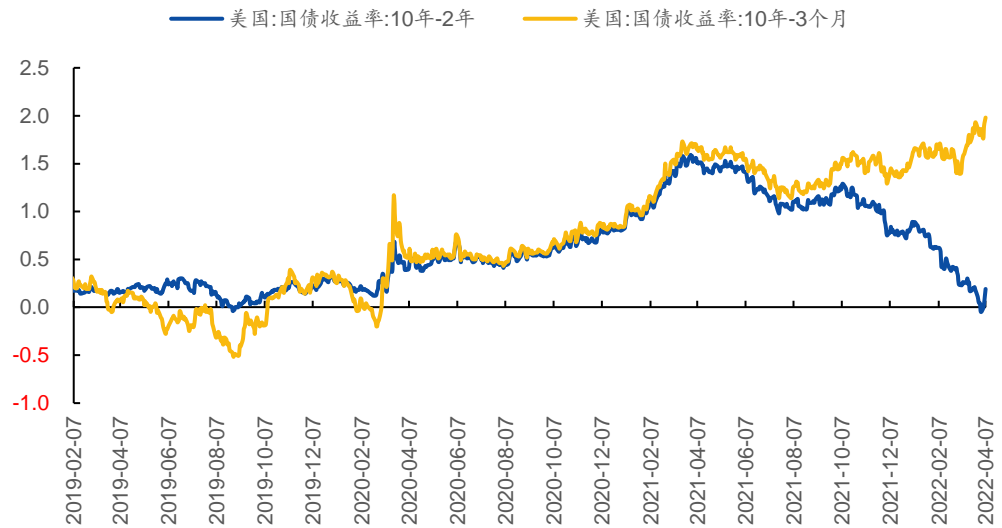
- 《利率的“一价定律”：走向倒挂的中美利差》
2022.03.31
- 《边际转势的人民币汇率》2022.03.17

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

此前美债 10Y-2Y 利差自 2019 年以来首次逆转，发出了美国经济衰退的信号。而 3 月议息会议纪要披露的缩表计划更是加剧了经济衰退的担忧。更高的加息叠加更快的缩表，10Y-3M 利差倒挂极有可能再次上演。利差倒挂的抢跑似乎在逐步验证经济衰退的到来。

图 1：10Y-2Y 利差已经出现 2 个交易日的倒挂

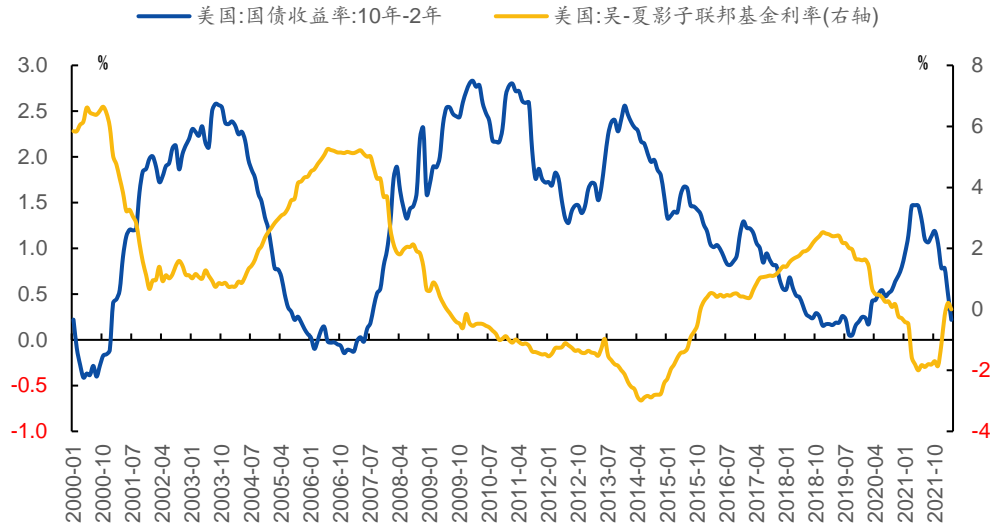


资料来源：Wind，国元证券研究所

对于收益率曲线而言，短端收益率代表了流动性的松紧，长期收益率代表着在流动性现实下经济的预期，于是，长短收益率的差异代表了经济基本面的远期预期。

事实上，大多数美债期限利差是跟着流动性走的，流动性放松时，期限利差走阔；流动性收紧时，期限利差收窄。其原因应该是：远期经济预期与现实流动性松紧存在关系，在流动性收紧时，市场因流动性收紧而增加的基本面悲观预期额外增厚了长端收益率的配置价值，于是，长端收益率受流动性收紧的冲击自然不如短端收益率。

图 2：大多数美债期限利差是跟着流动性走的



资料来源：Wind，国元证券研究所

本轮超级平坦的美债收益率曲线亦源于流动性过于收紧，背后蕴含的预期是：若短时的流动性如预期般收紧，经济基本面已然难以承受。最新点阵图显示 2022 年将加息 7 次，2023 年再加息 3-4 次。如此强烈的加息计划给市场释放了未来流动性过于收紧的信号，导致市场认为基本面难以承受如此收紧的流动性，进而表现出对未来经济的极度担忧。

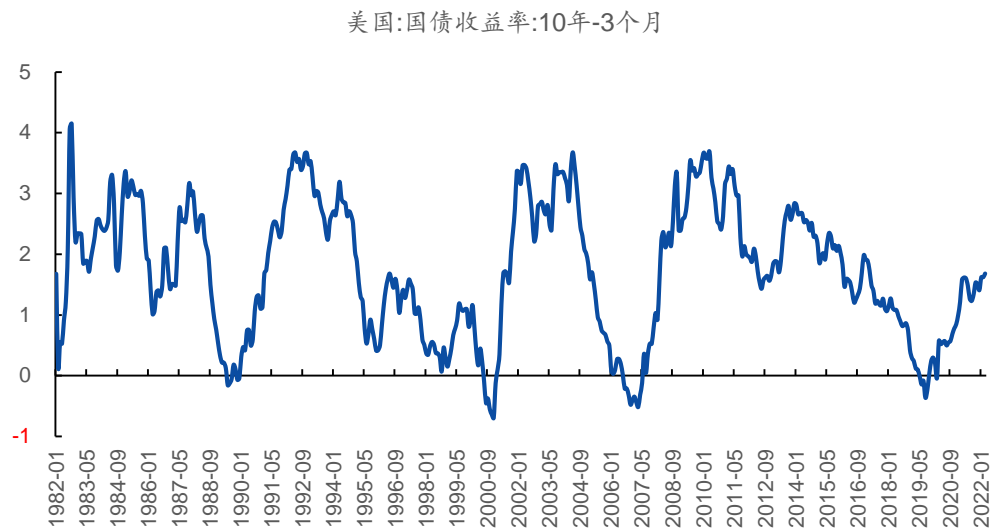
与之前曲线倒挂不同的是，此次扁平的曲线形态在加息初期已经出现。以往 10-2Y 期限利差首次倒挂时点距离首次加息时点至少时滞 9 个月时间，而此次盘中出现倒挂距离首次加息时点只有 12 天时间，倒挂的曲线形态过度提前。在 3M 这种短端利率还没有太明显地上升，中长端收益率已经在预期的推动下明显向上，这与此次非常有效的预期管理相关，也造就了这一轮 3M-10Y 利差的不跌反升。

图 3：此次盘中出现倒挂距离首次加息时点只有 12 天时间

加息区间	10-3M 美债倒挂区间	10-2Y 美债倒挂区间	倒挂距首次加息的时滞	倒挂持续时长(交易日)	经济衰退区间	倒挂领先衰退
1976/12/1-1980/12	1978/11	1978/8/18-1980/5/1	625天	445	1980/1-1980/7	16个月
		1980/9/12-1981/10/23		291	1981/7-1982/11	10个月
		1982/1/20-1982/7/16		130		经济衰退期中
	1989/3/27、5/22	1988/12/13-1988/12/21		7		18个月
1988/3/30-1989/5/17	1989/5/24-8/25	1989/1/4-1989/6/29	258天	127	1990/7-1991/3	17个月
	1989/10/27-12/28	1989/8/11-1989/10/11		44		11个月
		1990/3/8-1990/3/29		16		经济衰退期中
	1998/9/10、11、21、22	1998/5/26、1998/6/9-1998/7/9		23	2001/3-2001/11	33个月
1997/3/25-2000/5/16	2000/4/7-10	2000/2/2-2000/12/28	427天	237		13个月
	2000/7/7-2001/1/19					
	2006/1/17、18、23	2005/12/29-2005/12/31		2		24个月
2004/6/30-2006/6/29	2006/2/22-2006/3/1	2006/1/31-2006/3/7	547天	26	2007/12-2009/6	23个月
	2006/7/17-2007/5/29	2006/3/21-2006/3/29		7		21个月
	2007/7/20-2007/8/9	2006/6/8-2007/3/20		204		18个月
	2019/3/22-2019/3/28	2007/5/3-2007/6/5		24		7个月
	2019/5/13、2019/5/15				2020/2-2020/4	6个月
2015/12/17-2018/12/20	2019/5/23-2019/10/10	2019/8/27-2019/8/29	1349天	3		
2022/3/17		2022/3/29	12天			

资料来源：Wind，国元证券研究所

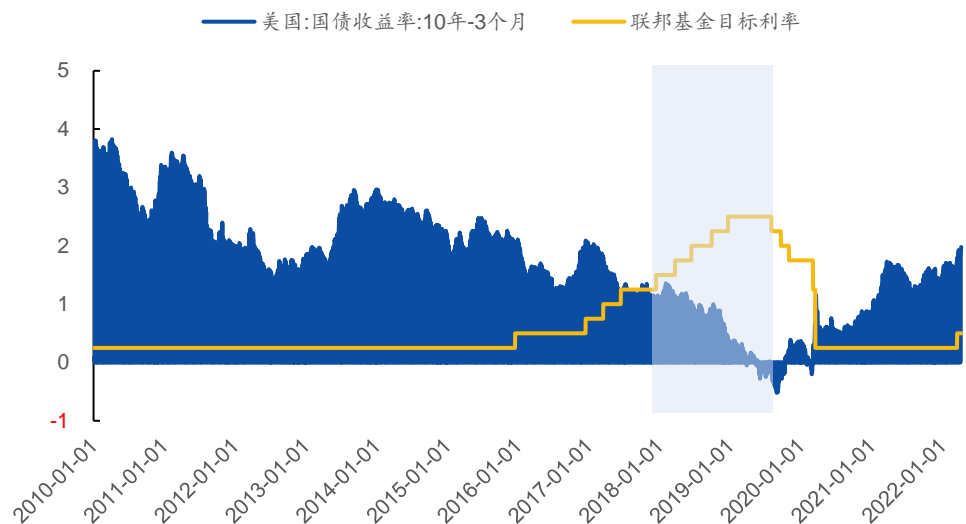
图 4：当前的 10-3M 期限利差仍处于历史中位数的位置



资料来源：Wind，国元证券研究所

如果曲线倒挂不足以担忧的话，那缩表不得不让市场警惕。从 3 月美联储货币政策会议纪要来看，未来每月的缩表计划几乎是上一轮缩表规模的两倍。缩表无疑会推升长端收益率，缓解当前过窄的期限利差，为未来加息赢得空间。然而，加息与缩表叠加期，资金价格与资金规模对短端收益率的抬升作用会显著高于长端利率。后续加息末端，收益率曲线再次倒挂只是时间问题。

图 5：上轮缩表加息周期下期限利差持续收窄



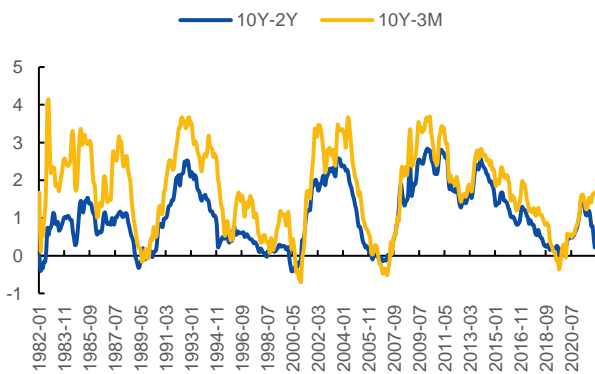
资料来源：Wind，国元证券研究所

正因为这次期限利差倒挂的预警过于提前，我们不用在短时就警惕美国经济衰退这件事情。

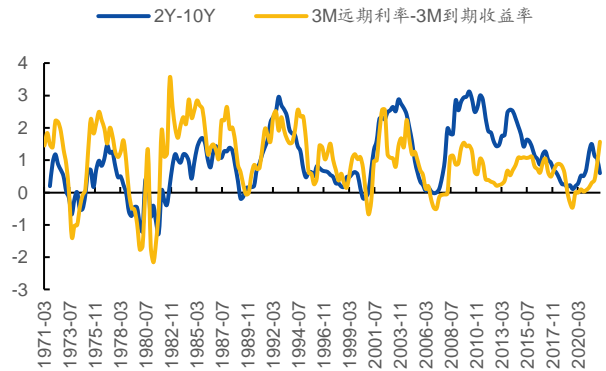
当前常用的 10-3M 利差与 3M 远期利率-3M 到期收益率利差对衰退的指示作用均与 10-2Y 利差产生了背离。这代表了即使曲线形态中存在衰退预期，这个预期不见得会在短时兑现。尤其向上的近端远期利差表明市场并不认为美联储会对未来 6 个季度的经济衰退作出反应。

图 6：近端利差与远端利差出现背离

图 7：近端远期利差与远端利差出现背离



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

期限利差也不单纯是对经济基本面预期的反映，短端收益率向上的这件事情，本就会推动经济增长减速，但经验上，这个时间差至少要一年时间，而当前短端收益率却刚刚开始上升。从短端收益率变动传导到中长期利率走势，再从中长期利率到影响消费、投资、进出口等部门，影响到宏观经济的这条链条并不短暂。

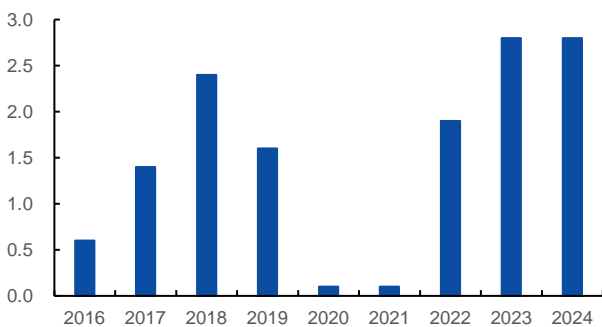
客观来说，美国经济基本面今年不见得差，但明年却可能变得危险一些：

美国加息至少可能持续一年，除了对冲通胀的需求之外，还有政策常态化的需求。自新冠疫情开始，联邦基金目标利率已经触及零利率下线两年之久，常规降息空间已然耗尽。此外，3月美联储将 2022 年的 PCE 通胀预测由 2.6% 大幅上调至 4.3%，更为悲观的通胀预期迫切要求更大加息的力度。

图 8：未来美国加息可能至少持续一年

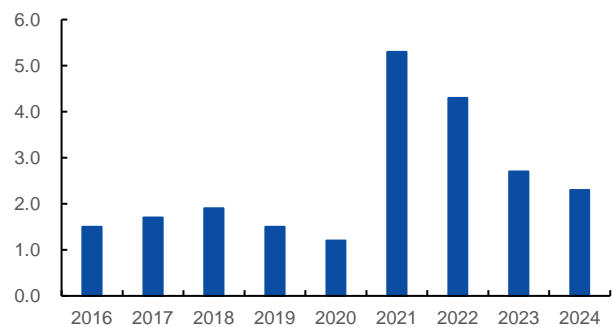
图 9：3 月通胀预测大幅上调

美国:主要经济指标预测:联邦基金利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

美国:主要经济指标预测:PCE通货膨胀率

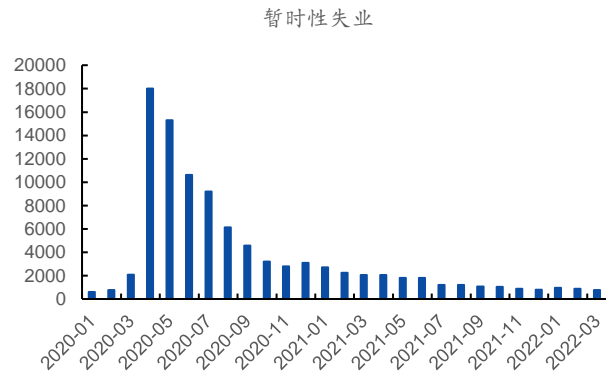


资料来源：Wind，国元证券研究所

按照既往的时间差倒推的话，美国的衰退可能会在明年开始，今年美国的基本面应该没有太大问题，况且今年美国还有 discouraged workers 重回就业市场的红利。美国经济增长的双轮是由私人消费及私人投资驱动的，而当前私人部门消费与投资对美国经济的拉动率仍旧大幅高于历史均值。

图 10：美国未来 12 个月的衰退概率仍处于较低位置

图 11：当前暂时性失业人数逐月递减

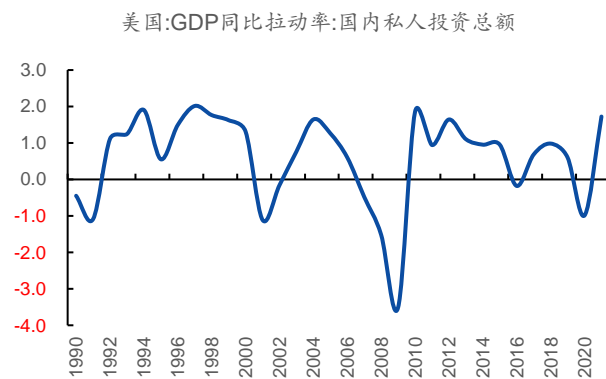
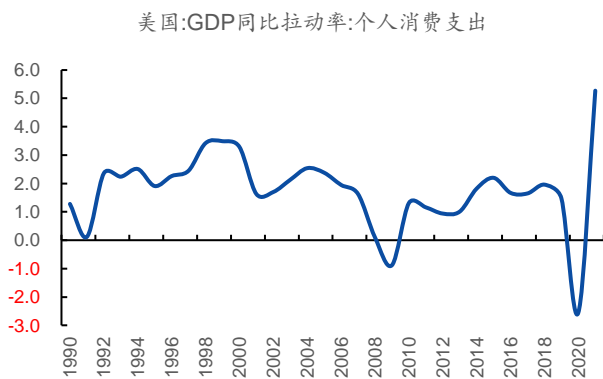


资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：消费对美国经济的拉动率仍旧大幅高于历史均值

图 13：投资对美国经济的拉动率仍旧高于历史均值



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

但这个弹簧压下去，不一定能很快抬起来。美国扁平的收益率曲线 price-in 的已经是居中甚至偏高的利率环境，只有利率重新降下来，才能带动曲线重新走阔。照此来看，美国的收益率曲线在今年只会更加平坦，后续 3M-10Y 的利差也会随着加息的推进而逐步收窄。

至少今年，美国的经济基本面和资产风格都是 risk-on 的，但长端美债收益率剩余的空间可能已经不大，若年内如预期般，美国再完成 6 次加息，辅之缩表计划，10Y 美债也未必能回到 2018 年底的那个高点。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188