

## 宏观动态跟踪报告

## 美债收益率倒挂，这次有什么不一样？

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

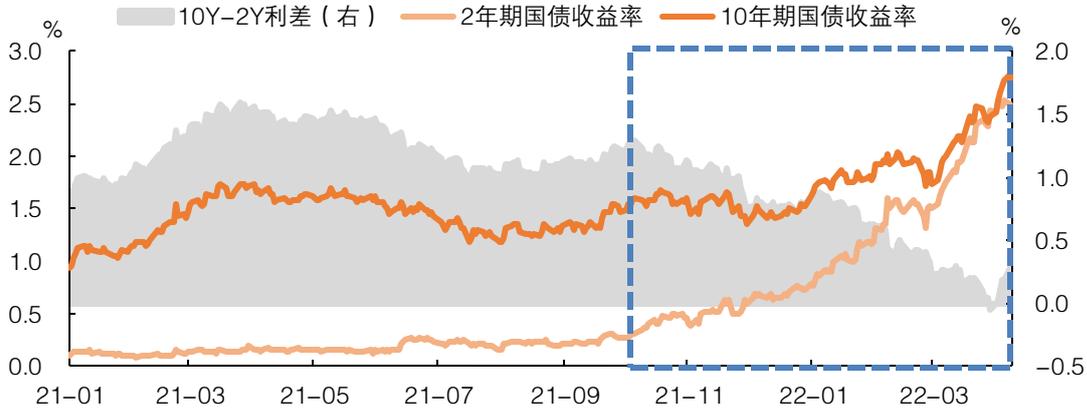


## 平安观点：

- 2022年4月1日，10年期与2年期美债收益率之差出现倒挂，截至当日收盘倒挂幅度达到5BP。历史上，10Y-2Y利差倒挂往往预示着美国经济在一段时间后将陷入衰退。我们研究发现，本次10Y-2Y利差的倒挂与以往存在诸多不同之处，或将削弱其对衰退的预测能力。
- 不同点一：本次倒挂时美国通胀压力远超以往，仅次于上世纪80年代初。通胀压力加剧催生出一些不同的现象：一是，10Y-2Y利差与10Y-3M利差走势分化，在10Y-2Y利差倒挂的同时，10Y-3M利差却在不断走阔。二是，本次倒挂发生在加息初期，且10Y与2Y利率同时上行时出现。
- 不同点二：本次倒挂是在美联储大幅扩表、压低长期利率后发生的。诸多研究表明，美联储资产购买对长端美债收益率有直接影响，但对短端收益率的影响有限。因此，美联储实施QE直接压低了期限溢价，美债利率更容易出现倒挂。若剔除掉新冠疫情后美联储QE的影响后，目前10Y-2Y利差距离倒挂仍有较远距离。
- 不同点三：美联储紧缩之际，欧、日央行尚未退出货币宽松。其他经济体央行的货币政策对美国同样存在溢出效应，进而影响长端美债收益率，产生与QE类似的效果。前两轮美债收益率倒挂时，欧、日投资者持有美债数量有所下降。但2021年中以来，日、德、法等国持有美债规模不断上升，表明其他央行货币政策对美国的溢出效应正在压低美债长端收益率。
- 本次倒挂对于判断美国经济是否即将陷入衰退意义有限：1)与10Y-2Y相比，对于衰退预测能力更强的10Y-3M利差仍在走阔，无疑削弱了10Y-2Y利差倒挂的指示作用；2)以往倒挂与衰退出现的时间间隔并不稳定，平均时长16个月，最长可达24个月；3)QE、QT等非常规货币政策工具使得期限利差与金融环境松紧程度间的相关性变得更加模糊，使得倒挂对衰退的预测能力也有所减弱；4)美联储政策可能适时调整，以避免美国经济衰退，力图实现“软着陆”；5)从基本面来看，美国经济目前仍处疫后复苏阶段，劳动参与率、服务业消费等方面仍有修复空间，短期陷入衰退的可能性不大。
- 总的来说，本次10Y-2Y美债利差的短暂倒挂，主要由两方面因素导致：一是，高通胀背景下加息预期急速升温，大幅推升了2年期美债收益率；二是，美联储、欧央行等资产负债表大幅扩张后，长端美债收益率被明显压低。但是，对衰退预测能力更强的10Y-3M利差走阔、美国经济尚处复苏阶段、美联储货币政策可能相机调整等因素，均表明本次10Y-2Y利差倒挂对于美国经济即将陷入衰退的预示作用有限。

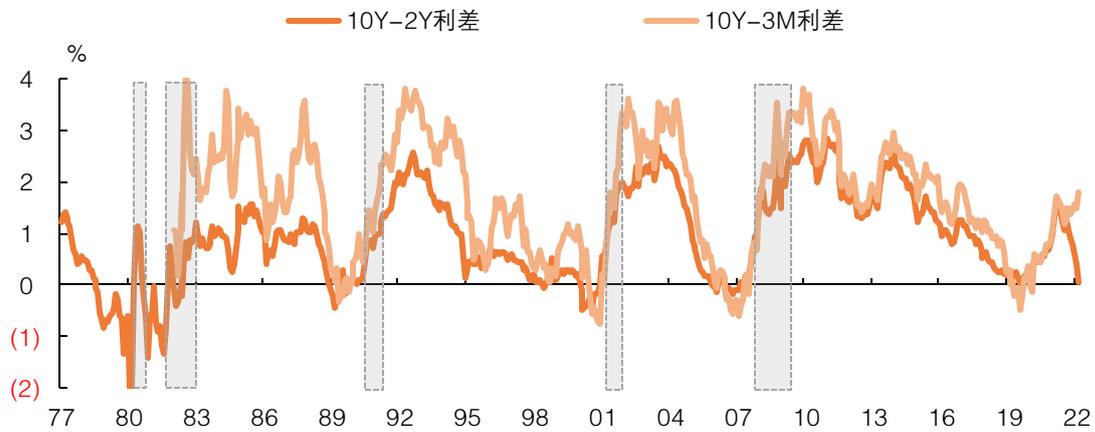
2022年4月1日，10年期美债与2年期美债收益率之差（以下简称10Y-2Y利差）出现倒挂，截至当日收盘倒挂幅度达到5BP。从历史经验来看，10Y-2Y利差的倒挂往往预示着美国经济在一段时间后将陷入衰退，但我们发现，本次10Y-2Y利差的倒挂与以往存在诸多不同之处，或将削弱其对美国经济衰退的预测能力。

图表1 2021年9月末以来，10Y-2Y利差不断收窄直至倒挂



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表2 美债利率倒挂后，美国经济往往陷入衰退（灰色区域为NBER划分的美国经济衰退区间）



资料来源：Wind,NBER,平安证券研究所

## 一、本次倒挂有何不同？

与以往相比，本次10Y-2Y利差倒挂出现的背景发生了较大变化，这也使得这次倒挂呈现出一些不同的特点。

**不同点一：本次倒挂时美国的通胀压力远超以往，仅次于上世纪80年代初**

2021年二季度开始，在天量财政货币刺激以及供应链紧张等因素的影响下，美国通胀压力不断增加。2022年初俄乌冲突爆发后，原油等国际大宗商品价格蹿升，推动美国物价加速上涨。截至2022年3月，美国CPI同比升至8.5%，达到近40年

来高位。通胀预期也在不断上升，3月密歇根大学消费者通胀预期达到5.4%，同样是近40年来高点。无论是从实际通胀还是通胀预期来看，目前美国面临的通胀压力都远超以往几轮收益率曲线倒挂发生之时，仅次于上世纪80年代初。

图表3 美国当前面临的通胀压力远超以往

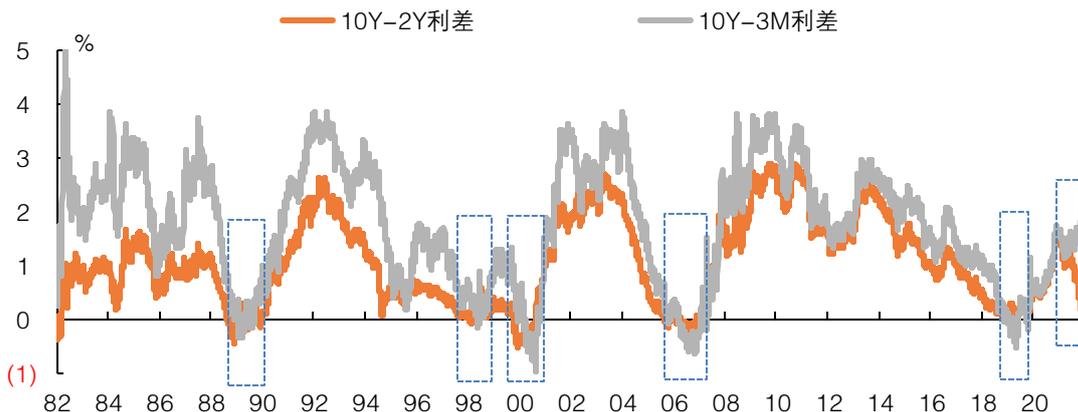


资料来源: Wind,平安证券研究所

高通胀的背景使得本次10Y-2Y利差倒挂出现了一些与以往不同的现象。

一是，10Y-2Y利差与10Y-3M利差走势分化：在10Y-2Y利差倒挂的同时，10Y-3M利差却在不断走阔。以往几次倒挂出现时，10Y-2Y与10Y-3M利差均不断收窄，二者倒挂出现时间也较为接近。但本次10Y-2Y倒挂的同时，10Y-3M却在不断走阔。在今年3月末10Y-2Y利差倒挂5BP之时，10Y-3M利差仍有180BP，二者走势出现了明显的背离。

图表4 本次倒挂10Y-2Y利差与10Y-3M利差走势明显背离

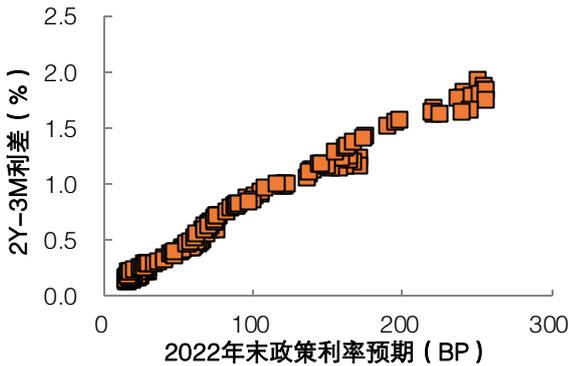


资料来源: Wind,平安证券研究所

这一现象的出现，与当前的高通胀背景密切相关。一方面，通胀压力的加剧对短期通胀预期和加息预期的影响更大，而长期通胀预期上升相对较慢，导致10Y-2Y利差不断收窄甚至倒挂；另一方面，与10Y-3M利差相比，10Y-2Y同时计入了2Y-3M利差，本轮正是由于2Y-3M利差的迅速上行，推动了10Y-2Y利差与10Y-3M利差走势分化。根据我们之前的研究（可参考

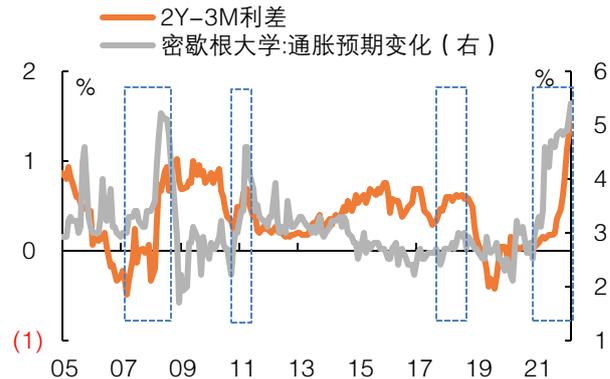
报告《美债收益率曲线平坦化：成因、前景和变数》），以 3 个月为代表的短期美债收益率可以近似看作即期利率，基本围绕美国联邦基金目标利率波动；而以 2 年期美债收益率为代表的短端美债收益率，不仅会受到即期利率变动的影响，同时也反映美联储加息预期。因此，2Y-3M 利差主要反映的是市场对美联储的加息预期。随着市场的通胀预期不断升温，美联储加息预期也随之上行，2Y-3M 利差不断上升，导致 10Y-2Y 利差与 10Y-3M 利差明显分化。因此，本次 10Y-2Y 利差的倒挂更多的反映了通胀预期和美联储加息预期的不断升温，但 10Y-3M 利差受到通胀和加息预期的影响更小，最终二者出现了明显的背离。

图表5 2Y-3M 利差主要反映加息预期



资料来源：Wind, CME, 平安证券研究所

图表6 通胀预期上升往往带动美联储加息预期升温



资料来源：Wind, 平安证券研究所

更进一步，加息预期高涨也是美联储政策节奏落后于市场预期的表现。一般来说，3M 利率基本围绕美联储政策利率波动，但 2Y 利率主要反映的是市场对于未来两年政策利率的预期。正是由于美联储加息节奏落后于市场预期，与政策利率同步的 3M 利率并未大幅上行，而计入加息预期的 2Y 利率迅速蹿升，因而导致了（10Y-2Y）利差与（10Y-3M）利差走势的背离。前纽约联储主席杜德利（William C. Dudley）在 2018 年的一次演讲中指出，“随着我们（美联储）逐步取消货币政策宽松，收益率曲线应该会趋于平缓。如果收益率曲线没有变平，则表明我们（美联储）在取消宽松政策方面落后于曲线<sup>1</sup>”。近期（10Y-3M）利差的上行，可能正是美联储紧缩落后于市场预期的一种表现。

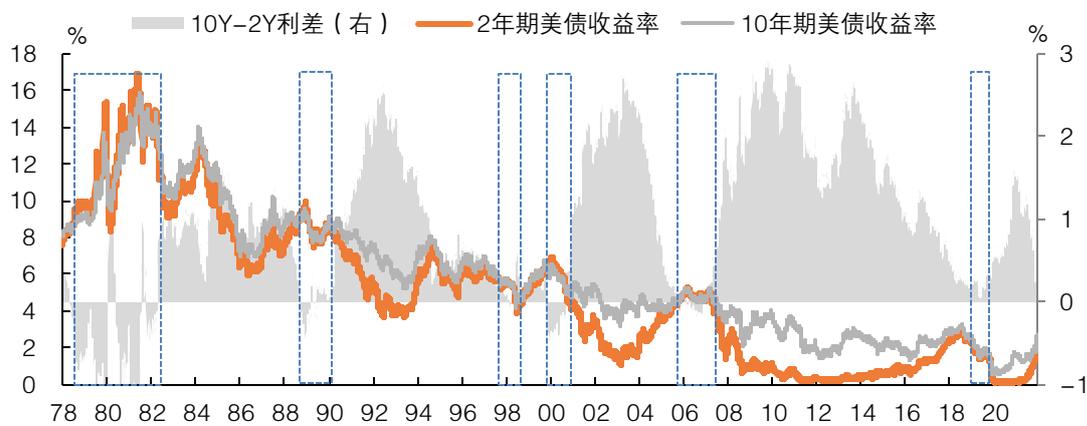
二是，本次倒挂发生在美联储加息初期，且 10Y 与 2Y 利率同时上行时出现。从以往几轮倒挂的情况来看，通常是 10Y 与 2Y 利率在加息末期同时下降，而 10Y 利率下降更快时出现倒挂。而本次倒挂则有所不同，美联储尚未加息，仅开始引导 Taper 预期时，2Y 利率便迅速上行，且快于 10Y 利率，直至倒挂。

这一现象的出现亦与当前高通胀背景下的通胀预期有关：在新冠疫情以及俄乌冲突等外生供给冲击的影响下，美国国内供应链紧张、国际大宗商品价格暴涨，美国实际通胀上行带动短期通胀预期升温，但长期通胀预期仍相对稳定，从而令长端美债收益率上行较慢，这导致在美联储加息初期就出现了倒挂。纽约联储编制的供应链压力指数（Supply Chain Pressure Index）显示，2021 年下半年以来，美国供应链再度紧张，成为美国通胀压力加剧的推动因素之一。以密歇根大学一年通胀预期代表短期通胀预期，10 年期美债收益率隐含的通胀预期代表长期通胀预期，可以发现 2021 年中以来二者差值不断扩大，短期通胀预期上升更快，迅速推升了短期内的加息预期，导致美债利差出现倒挂。与当前类似，1980 年前后高通胀时期的美债利差倒挂，同样发生在加息前半程。

<sup>1</sup> <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2018/dud180111>

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图7 10Y-2Y 利差倒挂多发生在利率见顶回落时



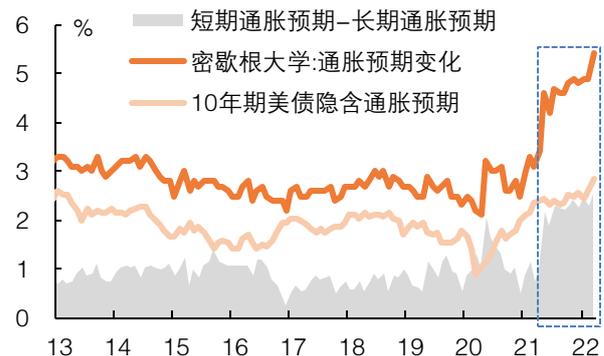
资料来源: Wind,平安证券研究所

图8 2021年下半年美国供应链压力回升



资料来源: 纽约联储,平安证券研究所

图9 2021年中以来短期通胀预期上升较快



资料来源: Wind,平安证券研究所

### 不同点二：本次倒挂是在美联储大幅扩表、压低长期利率后发生的

美联储资产购买对长端美债收益率具有直接影响。根据美联储2017年4月的研究<sup>2</sup>，QE1（即LSAP1，Large-scale Asset Purchases，第一轮大规模资产购买计划）降低了10年期美债收益率34个BP；QE2降低了10年期美债收益率12个BP；QE3（即MEP，Maturity Extension Program，期限延伸计划）降低了10年期美债收益率28个BP；QE4降低了10年期美债收益率31个BP。也即是说，新冠疫情爆发前美联储的资产购买计划合计压低了10年期美债收益率105个BP。根据美联储前主席伯南克在2020年的测算<sup>3</sup>，美联储每购买5000亿美元资产，将压低10年期美债收益率20BP。

但是，美联储扩表对短端收益率的影响有限。以2年期美债收益率为例，由于2年期美债收益率主要受到政策利率及美联储加息预期的影响，基本围绕联邦基金目标利率波动。即使美联储进行大规模的资产购买，也难以明显压低短端收益率至政策利率以下，在全球金融危机后美联储实施零利率后更是如此。可以说，QE对短端美债收益率的影响远不及对长端美债收益

<sup>2</sup><https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/effect-of-the-federal-reserves-securities-holdings-on-longer-term-interest-rates-20170420.htm>

<sup>3</sup> <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.110.4.943>

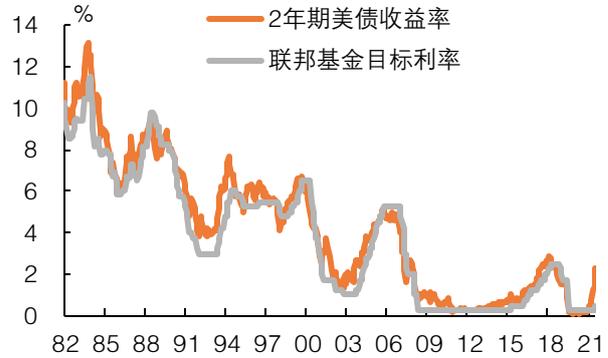
率的影响。因此，美联储实施 QE 直接压低了期限溢价，美债利率更容易出现倒挂。

图表10 研究表明 QE 直接影响长端美债收益率

LSAP Policies	Estimated Decline in 10-Year Treasury Yield (basis points) at onset of the program	Other Studies
LSAP 1	34	91 - (Event Studies); 36 to 82 (Regressions) - Gagnon et al. (2011) 100 - Krishnamurthy and Vissing-Jørgensen (2011) 20 to 30 - (Treasury security purchases only) - D'Amico and King (2013) 35 - (Treasury security purchases only) - D'Amico et al. (2012)
LSAP 2	12	25 - Krishnamurthy and Vissing-Jørgensen (2011) 55 - D'Amico et al. (2012) 21 - Meaning and Zhu (2011) 15 - Swanson (2011)
MEP	28	22 - Hamilton and Wu (2012) 17 - Meaning and Zhu (2012)
LSAP 3	31	60 - Engen, Laubach, and Reifschneider (2015) <sup>1</sup>

资料来源: FED,平安证券研究所

图表11 但短端美债收益率基本围绕政策利率波动



资料来源: Wind,平安证券研究所

若剔除掉新冠疫情后美联储 QE 的影响后，目前 10Y-2Y 利差距离倒挂仍有较远距离。我们根据伯南克（2020）的研究对疫情后的 10 年期美债收益率进行还原，计算得出仅新冠疫情后美联储大规模 QE 就压低了 10 年期美债收益率 185BP。即在不存在 QE 的情况下，目前（10Y-2Y）利差仍有相当大的空间。反之，若美联储以较快速度缩表，长端美债收益率或将有所回升，期限利差将再度扩大。美联储在 4 月 6 日的议息会议纪要中释放每月 950 亿美元的缩表信号后，10Y-2Y 利差迅速从 0 附近回升至目前的 30BP 以上，正反映出这一点。

图表12 疫情后美联储大规模 QE 压低 10 年期美债收益率约 185BP



资料来源: Wind,平安证券研究所

不同点三：美联储紧缩之际，欧、日央行尚未退出货币宽松

与已经开始加息的美联储相比，欧央行及日央行目前尚未退出货币宽松。欧央行虽然于今年 3 月如期结束了大流行病资产购买计划（PEPP），但其常规资产购买计划（APP）并未停止，整个 3 月的资产购买量仍有 219 亿欧元。日央行政策利率目前仍维持在 -0.1%，并通过无限量购买计划将 10 年期日本国债利率持续压低至 0.25% 以下。4 月 13 日，日本央行行长黑田东彦发表讲话称，“将继续坚定实施强有力的货币宽松政策”。但是，2000 年与 2006 年 10Y-2Y 美债利差倒挂时，欧、日央行正处于紧缩区间。

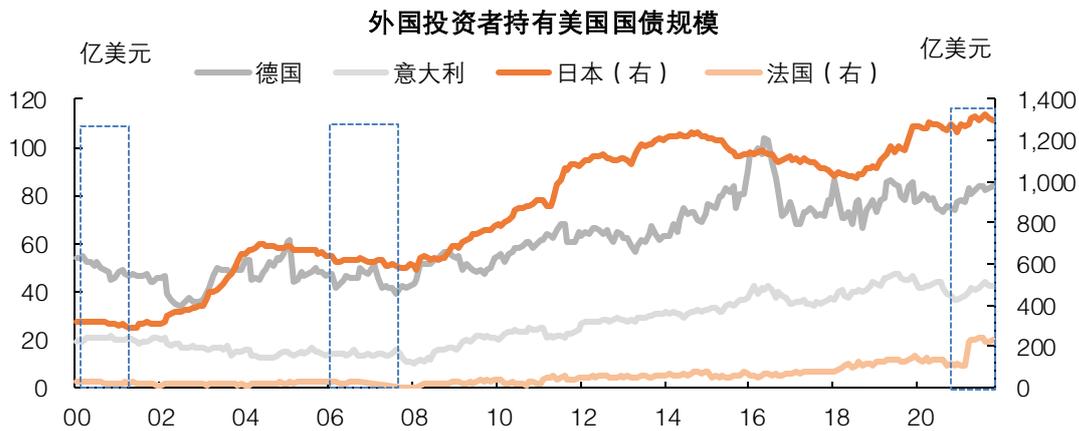
图表13 2000年及2006年10Y-2Y美债利差倒挂时，欧、日央行正处于紧缩区间



资料来源: Wind,平安证券研究所

货币政策的溢出效应表明，其他主要经济体央行的宽松政策会通过资金回流渠道压低长端美债收益率，产生与QE类似的效果。与美联储货币政策的溢出效应相对应，其他经济体央行的货币政策对美国同样存在溢出效应。对比欧洲主要经济体及日本投资者持有的美债数量可以发现，在2000年及2006年10Y-2Y利差倒挂时，欧、日投资者持有美债数量并未明显上升，甚至有所下降。但2021年中以来，日、德、法等国持有的美债规模不断上升，表明其他央行货币政策对美国的溢出效应正在压低美债长端收益率。

图表14 与近期不同，2000年及2006年10Y-2Y美债利差倒挂时，欧洲、日本投资者持有美国国债规模有所降低



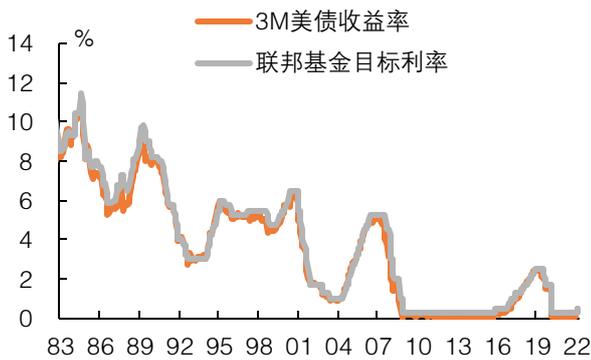
资料来源: Wind,平安证券研究所

## 二、本次倒挂是否预示美国经济即将陷入衰退？

由于本次倒挂发生的背景和特点与以往大不相同，结合以往美债收益率倒挂与美国经济衰退之间的领先滞后关系，我们认为本次倒挂对于判断美国经济是否即将陷入衰退意义相对有限。主要原因如下：

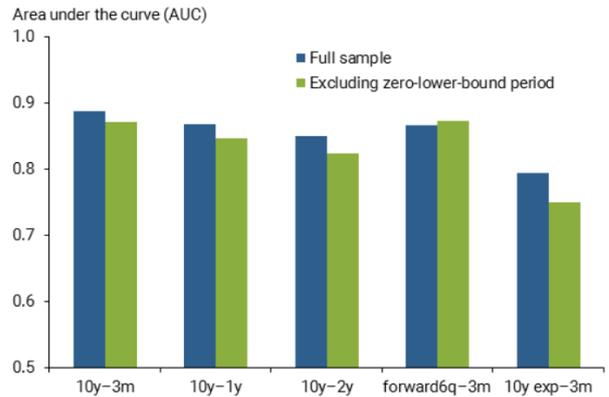
一是，与 10Y-2Y 相比，对于衰退预测能力更强的 10Y-3M 利差仍在走阔，这无疑削弱了 10Y-2Y 利差倒挂的指示作用。与 10Y-2Y 利差相比，10Y-3M 利差对于衰退的预测作用更加明显。这是由于，10Y 美债收益率主要反映的是对未来经济增长的预期，而 3M 美债收益率与政策利率基本一致，当政策利率高于经济所能承受的水平时，衰退便大概率会出现。与此相对应的，10Y-2Y 利差中额外计入了市场的加息预期，而市场预期最终能否实现，存在较大不确定性。旧金山联储的研究<sup>4</sup>亦表明，与 10Y-2Y 利差相比，10Y-3M 利差对于衰退的预测能力更强。

图表15 3M 美债收益率与政策利率基本一致



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表16 10Y-3M 利差对于衰退的预测能力更强



资料来源：旧金山联储,平安证券研究所;

注:其中 forward6q 代表六个季度后的 3 个月国债远期隐含利率

二是，以往倒挂与衰退出现的时间间隔并不稳定，平均时长 16 个月，最长可达 24 个月。根据 NBER 的研究，1980 年至新冠疫情爆发以前，美国经济共经历了五轮衰退，持续时长从 6 个月到 18 个月不等。结合衰退前 10Y-2Y 利差倒挂的首次出现时间，可以发现从 10Y-2Y 利差首次倒挂到美国经济陷入衰退的时间间隔最短也有 10 个月左右，最长可达到两年。如此长且不稳定的领先滞后关系表明，在当前形势下，仅通过 10Y-2Y 倒挂就判断美国经济将很快陷入衰退，或许为时尚早。

图表17 过去 10Y-2Y 利差首次倒挂到美国经济出现衰退的时间间隔较长且不稳定

10Y-2Y 利差倒挂时间	美国经济衰退时间	10Y-2Y 利差首次倒挂到经济衰退时间间隔 (月)
1978.08-1980.05	1980.01-1980.07	17
1980.09-1981.10	1981.07-1982.11	10
1988.12-1989.06	1990.07-1991.03	17
2000.02-2000.12	2001.03-2001.11	13
2005.12-2007.3	2007.12-2009.06	24
2019.08-2019.08		

资料来源：Wind,NBER,平安证券研究所

三是，QE、QT 等非常规货币政策工具对于期限利差的影响，与加息降息等常规货币政策工具不同。以紧缩为例，加息将带动期限利差明显收窄，在全球金融危机前美联储的加息周期中均能观察到这一点，但缩表却会导致期限利差走阔。由于加

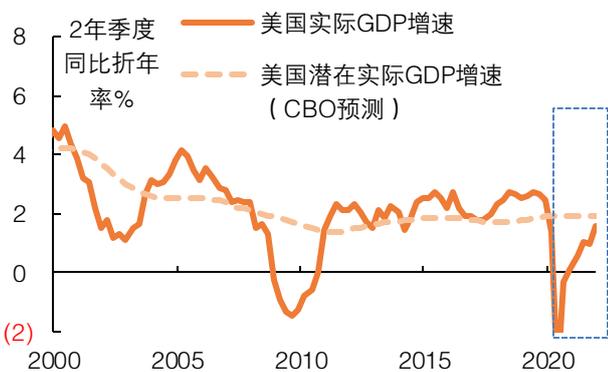
<sup>4</sup><https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/august/information-in-yield-curve-about-future-recessions/>

息与缩表对于期限利差的影响不同，期限利差与金融环境松紧程度间的相关性变得更加模糊，对于衰退的预测能力也有所减弱。

四是，美联储的政策可能适时调整，以避免美国经衰退，从而实现美国经济“软着陆”。正如我们在前文所述，更为关键的10Y-3M利差会否倒挂，也就是政策利率会否上升到高于经济所能承受水平，更多取决于美联储的货币政策。截至2022年2月，美国PCE同比达到6.4%，但根据美联储3月议息会议纪要中的预测，2022年末美国PEC同比或降至4.3%。根据我们此前的研究（《美国“滞胀”：这次有什么不一样》），若今年下半年美国通胀压力缓和，美联储或将适度放慢紧缩节奏，全年的加息节奏或将“前快后慢”。下半年货币紧缩对于美国经济的抑制作用或有所减弱，进而降低其衰退风险。

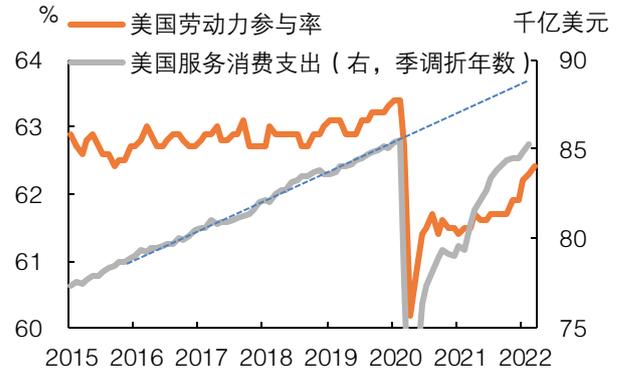
五是，从基本面来看，美国经济目前仍处于疫后复苏阶段，短时间内陷入衰退的可能性较小。本轮美国经济尚未完全抹平新冠疫情的冲击：虽然2021年美国实际GDP同比增长5.7%，但两年平均增速仅1%，2021年4季度的两年复合增速为1.6%，均未达到2%左右的潜在增长水平。因此，美国经济仍处于疫后复苏阶段。美联储今年3月预测，2022年美国实际GDP增速仍可达2.8%。并且，3月美国劳动参与率仅为62.4%，较新冠疫情前仍有0.5到1个百分点左右的差距，服务业消费也尚未恢复至疫情前趋势水平，后续随着疫情管制的进一步放松也将有更多回升空间。以上均表明美国劳动参与率、服务业消费等方面仍有修复空间，短时间内出现经济衰退的可能性不大。

图表18 美国经济两年同比增速尚未超过潜在增长水平



资料来源：Wind,CBO,平安证券研究所

图表19 美国劳动参与率、服务消费等尚有复苏空间



资料来源：Wind,平安证券研究所

总的来说，本次10Y-2Y美债利差的短暂倒挂，主要由以下两方面因素导致：一是，高通胀背景下美联储加息预期急速升温，大幅推升了2年期美债收益率；二是，美联储、欧央行等主要发达经济体货币当局资产负债表大幅扩张后，长端美债收益率被明显压低。但是，对衰退预测能力更强的10Y-3M利差距离倒挂仍有较大空间、美国经济尚处复苏阶段、美联储货币政策可能相机调整等因素，均表明本次10Y-2Y利差倒挂对于美国经济即将陷入衰退的预示作用有限。

风险提示：

- 1) 地缘政治冲突加剧，国际大宗商品价格上涨超预期，导致通胀预期继续升温。
- 2) 美联储下半年加息程度超预期，带动短端美债收益率更快上行。
- 3) 美联储缩表程度超预期，引发金融市场大幅波动。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033