



美债曲线倒挂，海外资产无近忧有远虑

——关注黄金配置机会，警惕美元、美股风险

■ **美债利率曲线倒挂引发“衰退”遐想：**随着美联储迈出了货币政策正常化的脚步，美债利率曲线逐渐呈现“熊平”特征，部分期限利差甚至出现了倒挂现象。其中，2s10s（10Y-2Y）利差作为市场较为关注的“衰退信号”指标之一，近期呈现的短暂倒挂也引发了市场关于美国经济可能即将步入衰退的争议。

■ **谈衰退为时尚早，可能需要等到年底或明年初：**1) **利差倒挂对预测衰退具备前瞻性：**从1980年以来，美债长短端利率总共出现过5轮明显的倒挂现象，且在出现倒挂后的一段时间内均出现了经济衰退/经济下行的情况，这也令利率曲线倒挂成为了经济衰退的领先指标之一。2) **本轮2s10s倒挂对经济衰退的预测或暂时失真：**由于美联储采取的紧缩动作过于滞后，2s10s倒挂对衰退的信号含义可能会出现“失真”，建议还是以3m10s利差是否倒挂作为经济的前瞻指标。3) **两个利差指标在未来或将趋于弥合：**随着美联储加息动作的不断推进，预计未来两个利差指标将趋于弥合，3m10s利差在今年年底或明年年初存在倒挂可能。

■ **利差倒挂对大类资产的影响：**1) **黄金：**3m10s利差倒挂或是黄金配置起点的信号。利差倒挂带来美国经济衰退预期以及货币政策转松预期，若在今年年末/明年年初观察到3m10s利差的倒挂，我们认为这也将成为黄金的一个配置起点。2) **外汇：**警惕3m10s利差倒挂后的美元下跌。若今年年末/明年年初出现利差倒挂情形，美元有可能会迎来一波下跌行情，但持续时间则取决于美欧的相对差异情况。3) **权益：**倒挂叠加高估值对权益市场或有较大冲击。单一的收益率曲线倒挂，对股市并不是有效的拐点信号。但若收益率曲线倒挂叠加估值高位，往往会开启美股熊市。

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

石武斌

资本市场研究员

☎：0755-83195645

✉：shiwubin123@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所所长

☎：0755-83167787

✉：liudongliang@cmbchina.com



目录

一、美债利率曲线倒挂引发“衰退”遐想	1
二、谈衰退为时尚早，可能需要等到年底或明年初	1
（一）利差倒挂对预测衰退具备前瞻性	1
（二）本轮 2s10s 倒挂对经济衰退的预测或暂时失真	2
（三）两个利差指标在未来或将趋于弥合	4
三、利差倒挂后对大类资产的影响（注：本章节的利差倒挂以 3m10s 利差衡量）	4
（一）黄金：利差倒挂或是黄金配置起点的信号	4
（二）外汇：警惕利差倒挂后的美元下跌	5
（三）权益：倒挂叠加高估值对美股或有较大冲击	6



图目录

图 1: 美债利率曲线平坦化	1
图 2: 2s10s 利差出现倒挂	1
图 3: 利率曲线倒挂后不久往往会出现经济衰退/经济下行	2
图 4: 3m10s 利差倒挂后往往会迎来美联储降息周期	2
图 5: 美国货币政策收紧大幅落后于通胀的上行	3
图 6: 2 年期美债率先大幅上行	3
图 7: 美联储的点阵图显示全年或有 7 次加息	4
图 8: 利差出现倒挂后往往迎来黄金的上涨	5
图 9: 利差出现倒挂后往往会导致美元的阶段性下跌	6
图 10: 倒挂距离衰退 6-20 个月不等	7

表目录

表 1: 倒挂期间美股表现涨跌不一	7
表 2: 收益率曲线倒挂与美股历轮熊市	8

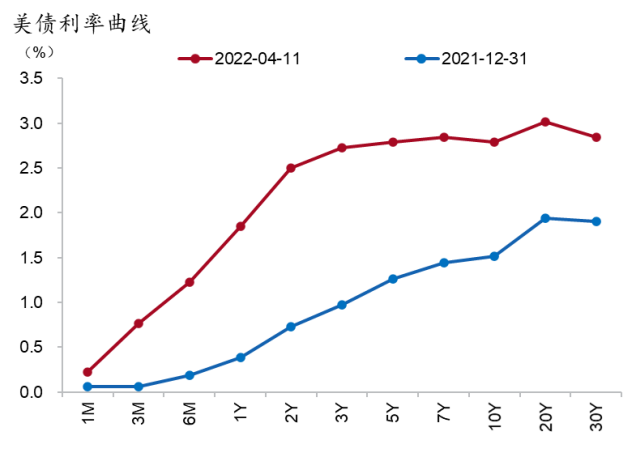


一、美债利率曲线倒挂引发“衰退”遐想

随着美联储迈出了货币政策正常化的脚步，美债利率曲线逐渐呈现“熊平”特征，部分期限利差甚至出现了倒挂现象。其中，2s10s（10Y-2Y）利差作为市场较为关注的“衰退信号”指标之一，近期呈现的短暂倒挂也引发了市场关于美国经济可能即将步入衰退的争议。

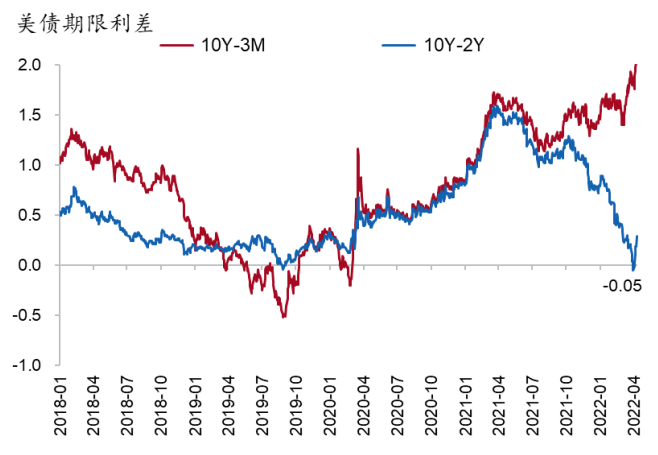
但是，与此同时，另一个关键指标 3m10s（10Y-3M）利差却正趋向于陡峭化，似乎与 2s10s 利差指向的经济衰退不符，这两个指标出现分化的原因是什么？到底哪个指标更具有预测经济衰退的信号意义？对于资产价格又将有什么影响？我们尝试在本篇报告中找出答案。

图 1：美债利率曲线平坦化



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：2s10s 利差出现倒挂



资料来源：Wind、招商银行研究院

二、谈衰退为时尚早，可能需要等到年底或明年初

（一）利差倒挂对预测衰退具备前瞻性

从 1980 年以来，美债长短端利率（2s10s /3m10s）总共出现过 5 轮明显的倒挂现象，且在出现倒挂后的一段时间内（1 年左右）均出现了经济衰退/经济下行的情况，这也令利率曲线倒挂成为了经济衰退的领先指标之一。

那么，利差为何会出现倒挂？又为何能够预测经济的变化？

首先，随着美联储加息的轮番落地，企业融资成本将不断抬升，这会逐渐侵蚀美国强劲的经济运行形态，市场对经济回落的预期加重，导致长端利率上行乏力甚至趋于下行。但是，货币政策的反应往往会相对滞后，美联储加息延续，短端利率在流动性继续收紧的驱动下仍会不断走高，在长短端利率“一下一上”的共同作用下，利率曲线也将逐渐从平坦化走向极端的倒挂状态。

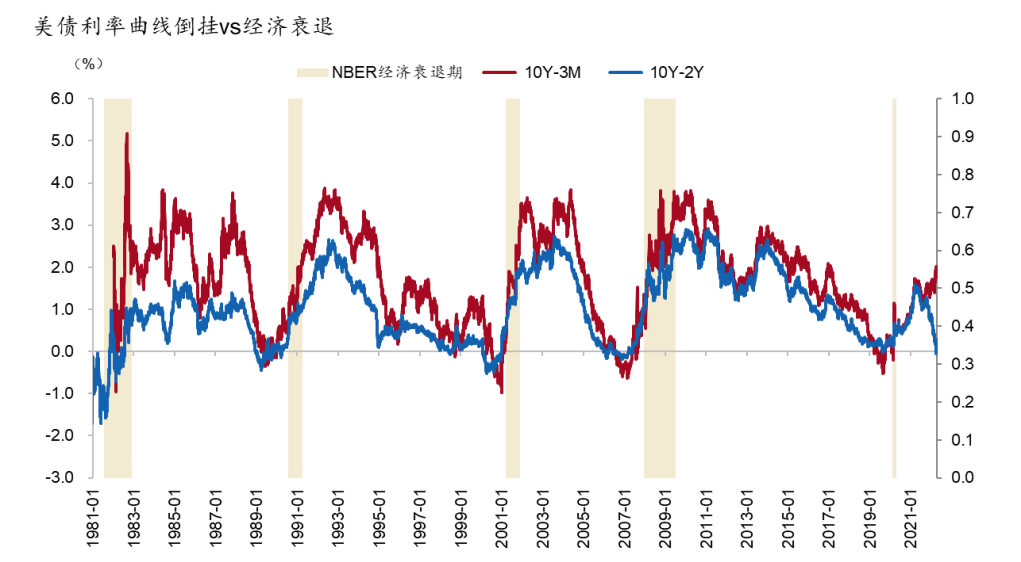
其次，倒挂只是现象，背后实际隐含着“市场预期经济回落+美联储加息政策延续”的宏观场景。随着加息力度的继续加重，不仅仅会带来利差倒挂程



度的加深，也会导致经济的回落逐步从“预期”转为“现实”，利差倒挂也因此成为了预测经济衰退的有效指标之一。

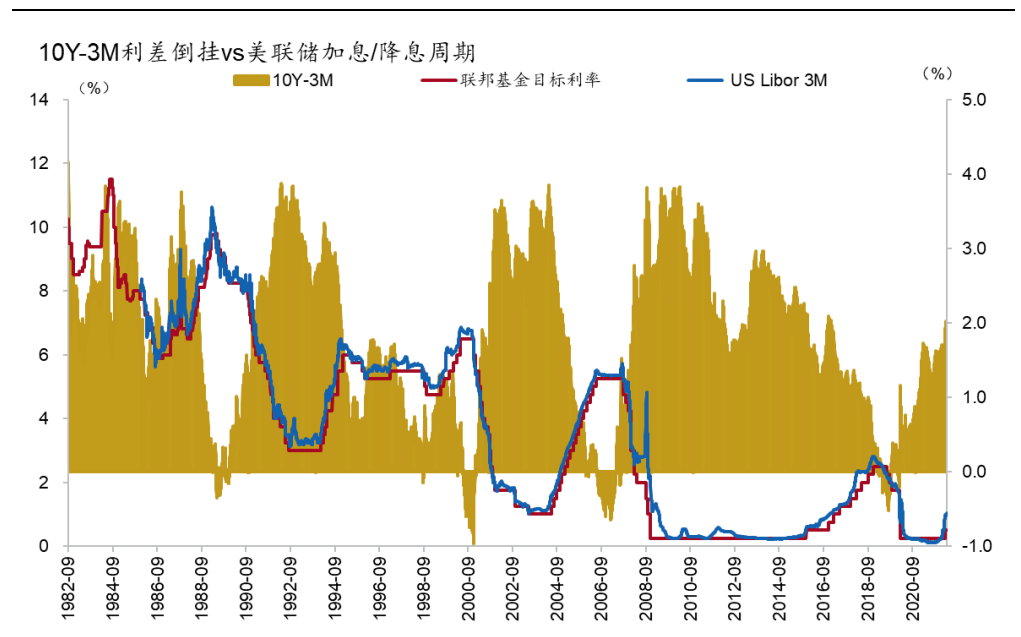
另外，在利差倒挂之后，不仅仅带来了经济的衰退预期，同时也会带来美联储货币政策的转向（由加息转向降息），无一例外。

图 3：利率曲线倒挂后不久往往会经济衰退/经济下行



资料来源：Fred、Wind、招商银行研究院

图 4：3m10s 利差倒挂后往往会迎来美联储降息周期



资料来源：Wind、招商银行研究院

(二) 本轮 2s10s 倒挂对经济衰退的预测或暂时失真



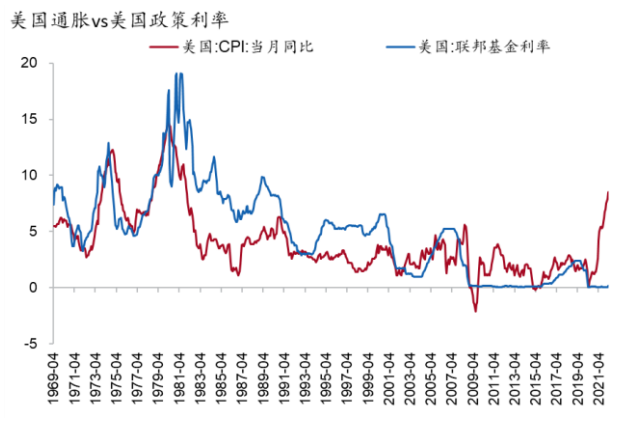
尽管利差对预测经济衰退具备前瞻性，但今年却出现了新问题——即 2s10s 利差和 3m10s 利差出现了明显分化（往年基本趋向于同步变动），前者已经早早步入平坦化甚至一度倒挂，但后者则仍处于“熊陡”的状态当中，离倒挂仍有一段距离。那么，到底哪个利差指标才能真正预测经济衰退的到来呢？在探究这个问题之前，需要率先明确本次分化出现的原因究竟是什么。

我们认为，出现分化的原因主要来自于美联储对于通胀的误判，导致政策决策大幅落后于市场曲线。

在新冠疫情爆发之后，美联储释放了天量的流动性以对抗疫情带来的负面压力，资产负债表规模也超过了 9 万亿美元。随后，市场开始担忧过量流动性的外溢可能会导致高通胀问题，隐含通胀预期在此背景之下不断上移。与此同时，由于疫情在全球范围内时不时卷土重来，供应链紧张问题也给高通胀“添了一把火”。然而，美联储却在去年始终维持“通胀暂时论”，导致其货币政策的收紧步伐远远落后于通胀的上行，也落后于市场的定价。

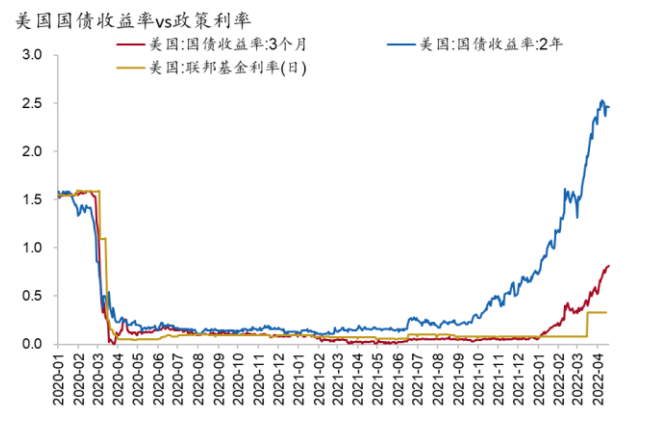
正是因为市场认为美联储“误判”，2 年期美债利率在隐含通胀预期走高的推动下早已先于政策利率出现大幅攀升，这也导致在加息初期 2s10s 利差就已经出现了极度的平坦化。但相对于 2 年期，3m 美债利率基本跟随政策利率运行，其直到美联储加息前夕才出现逐步上移，这也就造就了 2s10s 和 3m10s 利差的分化。

图 5：美国货币政策收紧大幅落后于通胀的上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：2 年期美债率先大幅上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

由于美联储采取的紧缩动作过于滞后，2s10s 倒挂对衰退的信号含义可能会出现“失真”，建议还是以 3m10s 利差是否倒挂作为经济的前瞻指标。

一方面，美联储才刚刚进入加息周期，1 年期以下的短端融资成本还不算太高，对经济的负面冲击本身也还未到值得过度担忧的地步。

另一方面，美联储大概率将在 5 月开启历史上最快的一轮缩表，这也带动了长端利率的迅速走高（美联储资产负债表持有长债规模较高），修复了 2s10s 利差的短暂倒挂情形，这种非持续性的倒挂对经济预测的有效性本身也相对有限。



（三）两个利差指标在未来或将趋于弥合

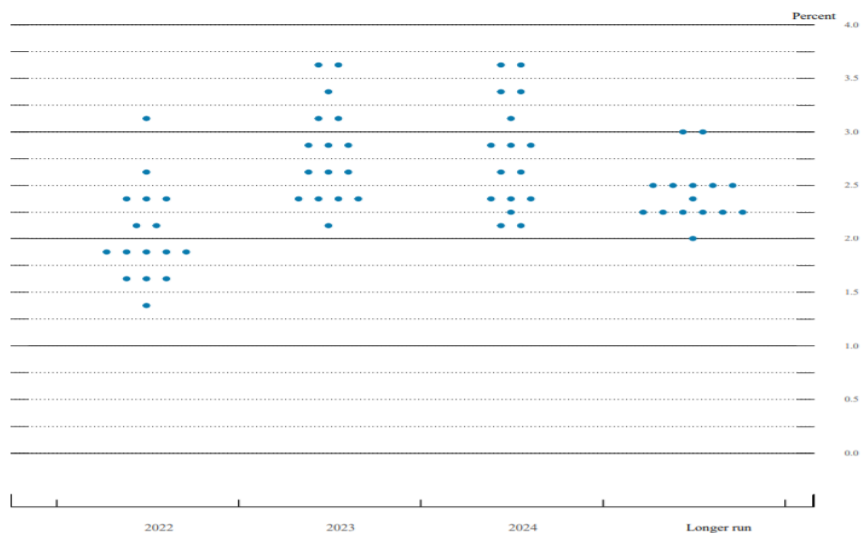
展望未来，随着美联储加息动作的不断推进，预计未来两个利差指标将趋于弥合，3m10s 利差在今年年底或明年年初存在倒挂可能。

一方面，对于长端利率来说，虽然短期内仍有上行空间，但考虑到美国通胀大概率将先升后落，预计美联储的货币政策收紧也将呈现“短平快”的节奏，因此，美债长端利率的上行将主要集中于上半年，下半年存在回落可能，初步判断将回落到 2.0-2.5% 的区间当中。

另一方面，对于 3m 利率来说，由于美联储加息周期覆盖全年，预计 3m 利率也将在年内不断上行。根据点阵图和相关的利率衍生品定价来看，今年剩余的加息次数可能在 6-8 次（8 次指其中有两次会议将直接加息 50BP）。也就是说，3m 利率在年末或将达到 2.0-2.5% 的水平，无限接近甚至高于长端利率。

图 7：美联储的点阵图显示全年或有 7 次加息

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Fed、招商银行研究院

综合来看，3m10s 利差有可能会在年末时点形成极度平坦化的状态，甚至不排除倒挂的可能。若年底未出现倒挂，考虑到明年年初仍存在加息预期，3m 利率仍有上行空间，届时也将存在倒挂可能。一旦两个利差指标趋于弥合并同时倒挂，市场或将逐渐形成美国经济的下行预期，以及对美联储货币政策由鹰转鸽的切换预期。

三、利差倒挂后对大类资产的影响（注：本章节的利差倒挂以 3m10s 利差衡量）

（一）黄金：利差倒挂或是黄金配置起点的信号

从 1982 年以来的 4 次利差倒挂来看（以 3m10s 衡量），其中有 3 次均迎来了黄金的上涨行情，上涨的逻辑主要有以下两点：

第一，美国经济的衰退预期推动黄金价格上涨。如前文所述，3m10s 利差倒挂往往是经济衰退的前瞻指标，尽管未必会很快迎来经济的实际性下行，但市场预期将提前向回落倾斜，黄金作为避险资产也将获益。

第二，降息预期升温带来实际利率的下行，并推动黄金上涨。利差倒挂后，美联储也往往会结束原本的加息周期，虽然未必会立即转为降息，但市场中的降息预期将会逐渐升温，实际利率出现下行，对金价也将产生极强的推动力。

但是，这 4 次样本中却有 1 次例外——89-90 年虽然出现了利差的明显倒挂，也在后续带来了经济的衰退以及货币政策的转松，但黄金却并未迎来上涨行情。乍一看似乎与逻辑相悖，但这背后其实是存在特定的历史影响因素的。在 1976 年，《牙买加协定（Jamaica Agreement）》达成，标志着黄金的正式非货币化。在此之后，也正是由于黄金基本褪去了货币职能，储备需求下降，全球央行从 20 世纪 80 年代初进入了持续的售金期，令金价进入了长达 20 年的低谷时代，同时也导致了这次“例外”的发生。

综合来说，考虑到黄金市场目前并没有类似于“央行持续售金”这样的特定影响因素，若在年末/明年年初观察到 3m10s 利差的倒挂，我们认为这也将成为黄金的一个配置起点。

图 8：利差出现倒挂后往往迎来黄金的上涨

利差倒挂vs伦敦金



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）外汇：警惕利差倒挂后的美元下跌



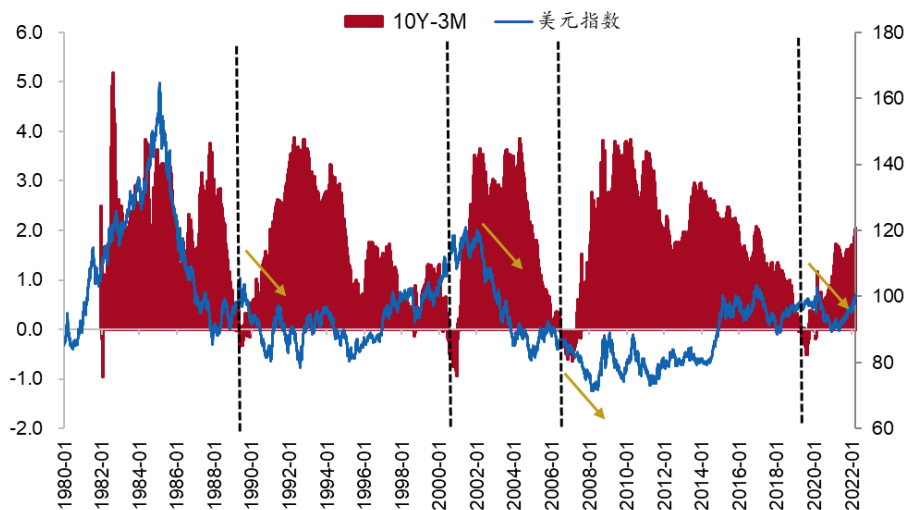
同样，从 1982 年以来的 4 次利差倒挂来看，美元指数基本均出现了下跌行情，而下跌的逻辑则主要来源于市场对美国经济、货币政策预期的切换（由“经济强劲+政策鹰派”转向“经济回落+政策鸽派”）。

但需要留意的是，影响美元中期行情的核心逻辑仍在于美欧之间的相对差异，尽管市场对美国经济、货币政策的预期转换会导致美元出现利空情绪的释放以及阶段性的下行，但未来是否能够持续仍需要关注美欧的差异情况。在利差倒挂之后，美欧之间可能会进入“比差”阶段，在此阶段若欧洲经济差于美国，或是货币政策比美国更松，这将会导致美元在下跌到一定程度后再次转为上行。

综合来说，若年末/明年年初出现 3m10s 利差倒挂情形，美元有可能会迎来一波下跌行情，但持续时间则取决于美欧的相对差异情况。

图 9：利差出现倒挂后往往会导致美元的阶段性下跌

利差倒挂vs美元指数



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）权益：倒挂叠加高估值对美股或有较大冲击

单一的收益率曲线倒挂，对股市并不是有效的拐点信号。回顾 1982 年以来的 4 轮利差倒挂，倒挂后距离衰退 6-20 个月不等，平均 11.5 个月。因此，收益率曲线倒挂，对股市盈利拐点的判断，并不能作为一个稳定的领先指标。此外，倒挂期间股市也未必下跌，反而四轮倒挂有三轮上涨，原因是倒挂初期经济往往尚好。

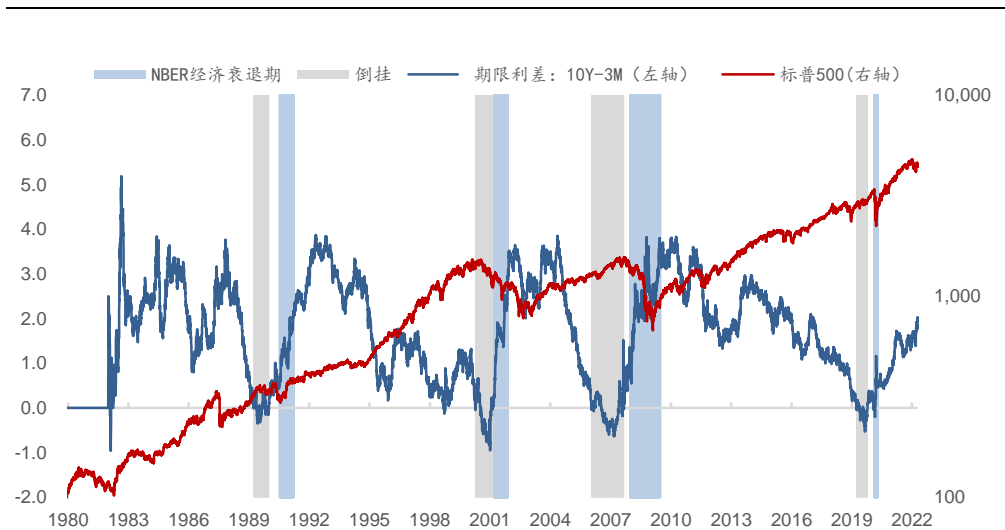


表 1：倒挂期间美股表现涨跌不一

倒挂	起始时间	结束时间	倒挂月数	标普500涨跌幅	纳斯达克涨跌幅
第一轮	1989/03/27	1989/12/28	9.2	21.35%	12.23%
第二轮	2000/04/07	2001/02/09	10.3	-12.43%	-42.10%
第三轮	2006/01/17	2007/08/27	19.6	13.92%	10.54%
第四轮	2019/03/22	2019/10/10	6.7	2.92%	1.43%

资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：倒挂距离衰退 6-20 个月不等



资料来源：Wind、招商银行研究院

收益率曲线倒挂叠加估值高位，往往会开启美股熊市。逻辑上看，当估值高位的时候，叠加美联储加息使得短端利率快速上行，对市场风险偏好和估值的冲击较大。回顾历史，上述第二轮倒挂期间，美股估值处于高位尤其是纳斯达克指数，随着网络股泡沫破灭，股价大跌。回顾更久远的历史（1919-1987年间的历轮大熊市），当收益率曲线倒挂叠加高估值时，美股往往迎来熊市，具体参见下表阴影部分。



表 2：收益率曲线倒挂与美股历轮熊市

熊 市	是否	估值极高	收益率曲线倒挂	道琼斯工业指数下跌%
1919~1921	是		是	-47.6
1923			是	-18.6
1929~1932	是	是	是	-89.2
1933	是			-37.2
1937~1938	是			-49.1
1939~1942		是		-41.3
1946~1949		是		-24
1956~1957			是	-19.4
1962		是		-27.1
1966		是	是	-25.2
1969~1970		是	是	-36.1
1973~1974		是	是	-45.1
1978~1980			是	-16.4
1981~1982			是	-24.1
1987		是		-36.1

数据来源：《马丁·茨威格的华尔街制胜之道》P178（中国出版社 2019），招商银行研究院

综合来说，若在年末/明年年初观察到 10Y-3M 利差的倒挂，同时美股估值依然处于当前高位（当前标普 500 指数 10 年 PB 分位数高达 90%，纳斯达克指数 80%）的话，美股由牛转熊的风险会显著上升。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyj@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇