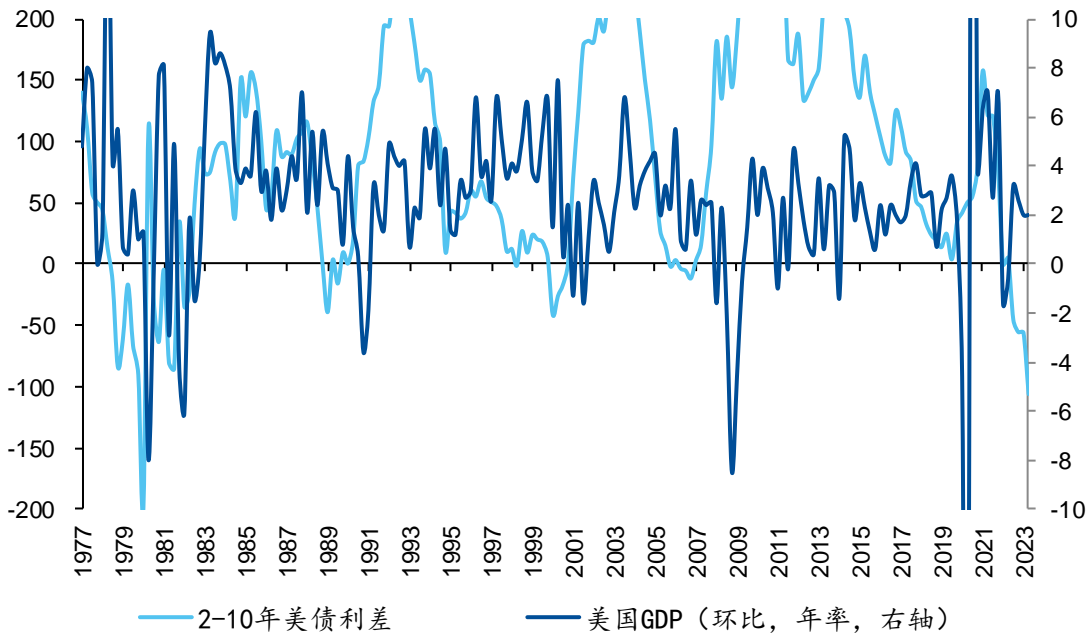




美国：“衰退”先行指标为何失效？

美债“倒挂”往往意味着衰退即将到来



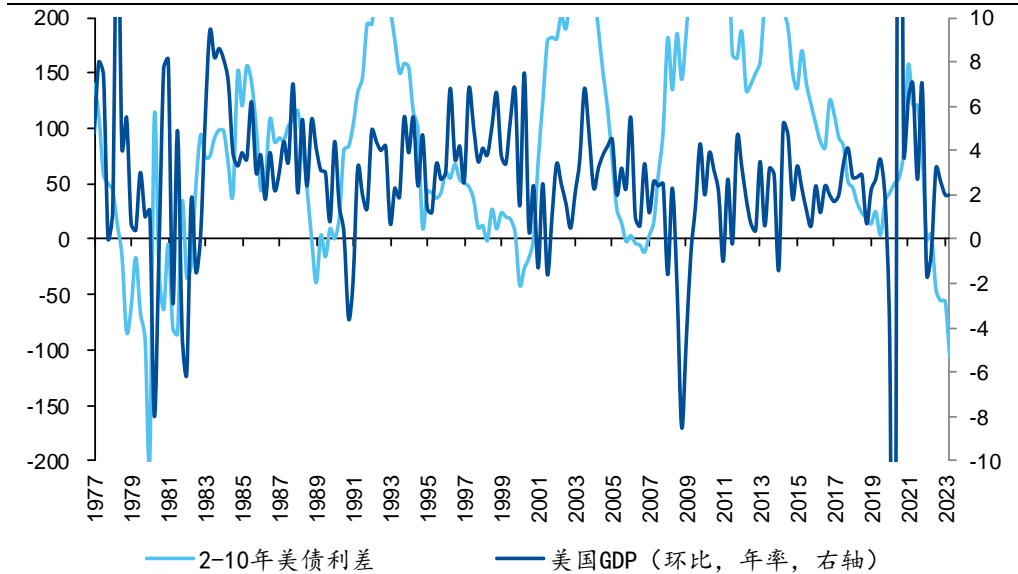
数据来源：彭博，国泰君安国际

- 今年以来，一直困扰市场的问题是，为何经典的美国衰退“先行指标”——2-10年的国债利差——失去了往常的预测魔力？
- 时至今日，2-10年的美债利差“倒挂”显得更加严重，但市场却开始在有意无意淡化美国经济可能的“衰退”。
- 过度依赖历史经验，却忽视了经济结构性变化，是导致“先行指标”失效的根本原因。美国劳动力市场的结构性变化、房地产市场对于利率的“脱敏”，都意味着简单的传统线性外推存在的巨大风险。
- 向前看，市场需要厘清几个逻辑。首先，按照多数美国大银行的融资成本，其平均融资成本已超过 3%，如果给予一定的期限利差，10 年美债利率的公允利率水平应该在 3.5% 以上；第二，货币市场基金是目前最兼顾流动性和收益率的金融产品，一旦流入货币市场基金的资金变多，尤其从长期国债市场流入的资金增多，整体利率曲线理应呈现出一定的“平坦化”。
- “倒挂”本身就反映出很多专业投资者对于“加息”可持续性的不认同——而这可能是一代交易员的“坚持”，在过去的十多年中，lower for longer 和 TINA (there is no alternative) 这样的观念深入金融市场的骨髓，而现在市场对于 10 年利率的坚守，在很大程度上反映出“惯性”的强大力量。
- 水无常势，兵无常形。金融市场和经济预测中没有永远有效的“先行指标”。

衰退先行指标失效

今年以来，一直困扰市场的问题是，为何经典的美国衰退“先行指标”——2-10年的国债利差——失去了往常的魔力？从历史上来看，美债2-10年的利差对于经济有着神奇的预测能力，从1970年代以来，几乎每一次2-10年利差出现“倒挂”（即10年利率低于2年利率），美国经济都会随之陷入“衰退”的泥潭。

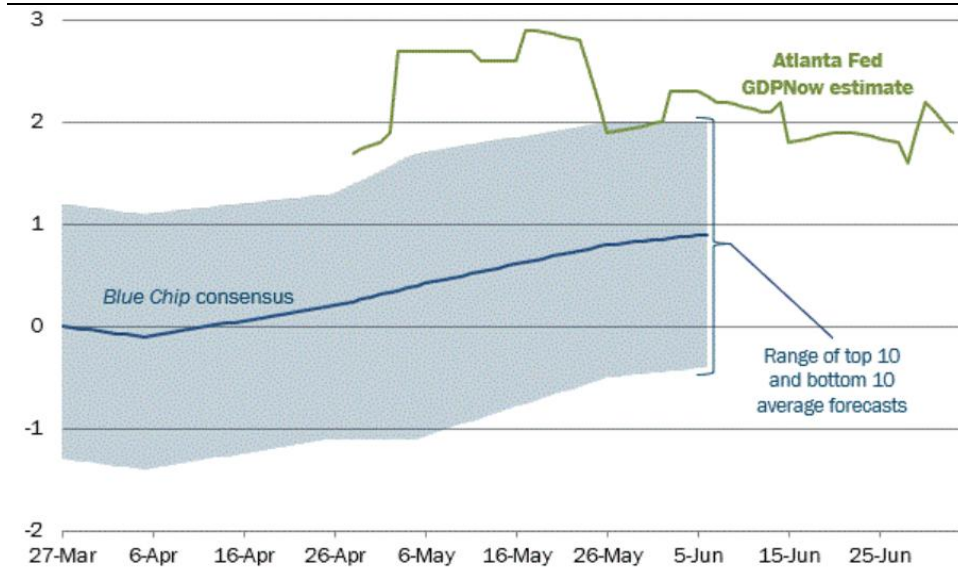
图 1：美债“倒挂”往往意味着衰退即将到来



数据来源：彭博，国泰君安国际

由于这一指标屡试不爽，因此当本轮2-10年国债利差于2022年第一季度再度出现倒挂时，市场的共识是“衰退即将到来”，这一预期在2022年底达到了顶峰，市场普遍认为美国经济会在2023年初开始出现严重衰退，并最终倒逼美联储降息。

图 2：市场在不断上调美国经济预期

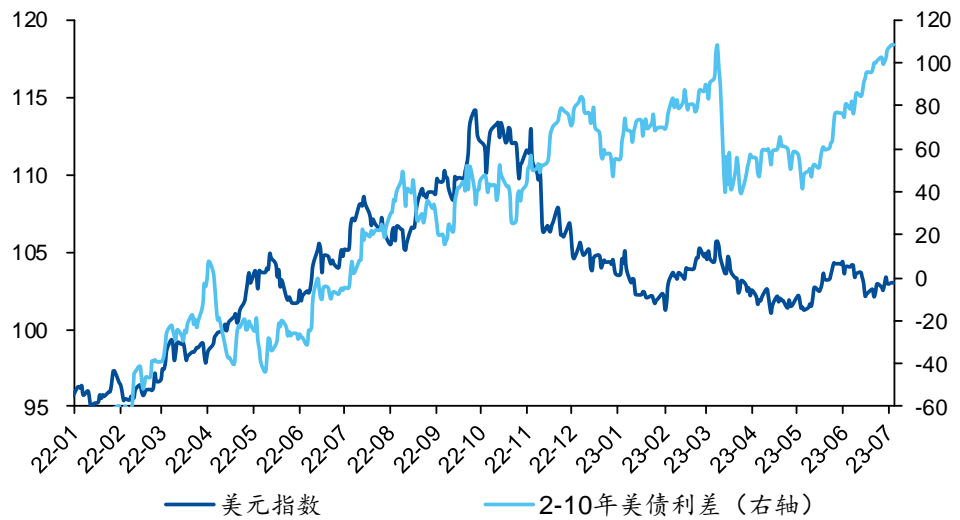


数据来源：亚特兰大联储，国泰君安国际

后面的事情市场也知道了，美国经济在经历了硅谷银行倒闭等多轮波折后，总体走势仍然显得较有韧性。按照亚特兰大联储的 **GDPNow** 预测，美国经济在第二季度仍可能保持大约 2%（环比折年率）左右的增速，与此同时，市场分析师的预测值也在缓慢抬升，换言之，市场对于衰退的预期出现了“推迟”和“减幅”。

然而，2-10 年的国债利差指标并没有正常化，反而出现了进一步的倒挂，到本周“倒挂”幅度已经超过了 108 个基点，创下 1980 年代以来的峰值。尽管市场对于 2024 年的美国经济仍不看好，但似乎即使“浅衰退”在某个时点实现，国债市场的定价也显得过于夸张。换言之，除非美国经济在未来几个季度内出现“大萧条”，否则 2-10 年利差这个被广泛认可的早期衰退指标，其预测性也会被打上问号。

图 3：2-10 年美债利差倒挂进一步加深



数据来源：彭博，国泰君安国际

劳动力市场是否真的“滞后”？

一个显而易见的问题是，为什么这一指标在本轮经济周期中的预测性开始失效？市场纵然有无数的解释，但有一点是确定的，即市场忽视了劳动力市场的结构性变化。这其中最为显著的是贝弗里奇曲线的外移，这条度量“职位空缺率”和“失业率”的曲线，体现了劳动力市场的匹配效率。而这一曲线的外移，意味着劳动力市场匹配效率的下降。由于失业率处于历史低位，但职位空缺率仍在高位徘徊，这表明劳动力市场仍然处于“紧绷”状态，这也意味着工资“易升难降”。

接下来的问题是，市场为何会忽视劳动力市场给出的信号呢？某种程度上，这是一种惯性思维——多数市场分析师认为，劳动力市场是一个“滞后”指标，因此更加关注如房价或者债券定价等更加“前瞻性”的指标。而对于房地产市场而言，“量为价先”是一个普遍的共识，因此当房地产成交量由于利率高企而出现下滑时，一个理性的推论就是房价将出现下降，导致银行持有的抵押品价值下跌，从而带来负面螺旋。而在近期，即使成交量仍然处于低位，美国的房地产市场却出现了房价的上

升，也在很大程度上挑战着传统的“量为价先”的逻辑。如果房地产市场的传统逻辑可能被证伪，那么关于劳动力市场是否是“滞后”指标，也大概率需要被重新论证。

债券市场的“脱节”

对于更加灵敏、同时职业交易员深度参与的债券市场而言，利率的“倒挂”似乎意味着市场的脱节——即在短端交易的逻辑是跟随美联储的政策指引，但在长端交易的却是市场对于经济和通胀的预期。由于短端交易更注重“现实”，而长端交易更注重“感受”，因此两者之间的大幅“倒挂”，意味着长期债券的参与者更加相信自己的经验，即过去 30 年以来的每次“倒挂”，几乎都带来了经济衰退，最终美联储不得不考虑降息来挽救经济。

时至今日，“衰退”虽然尚未出现，但“倒挂”却变得更加剧烈。这表明市场要么在某种程度上高估了“加息”的概率和幅度，要么严重高估了未来经济“衰退”的可能性，抑或两者兼而有之。

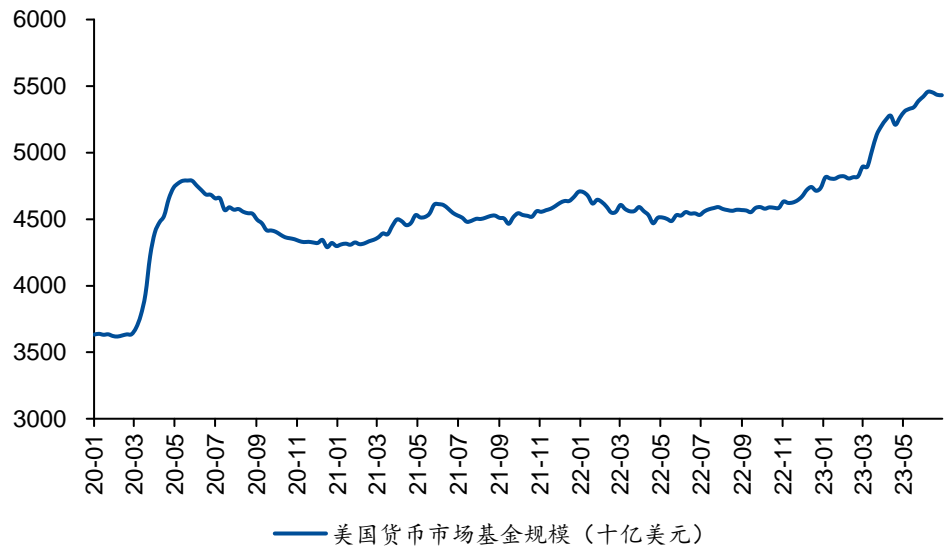
在这种情形下，“倒挂”能否能长期畸形存在，看似是一个难以回答的问题。但其实并非如此。对于投资者而言，最重要的是厘清思路。

基本面分析更加重要

首先，利率的底部和中枢已经显著抬升，这与 2008 年金融危机后的状况形成了鲜明的反差。按照多数美国大银行的融资成本，其平均融资成本已超过 3%，如果给予一定的期限利差，10 年美债利率的公允利率水平应该在 3.5% 以上。

第二，货币市场基金是目前最兼顾流动性和收益率的金融产品，目前给出的收益率在 5% 左右。由于并非所有资金都可以流向货币市场基金，因此其给出的 5% 的短期高收益存在一定程度的“扭曲”，但相信随着更多投资者更加了解货币市场基金，其规模的上行也是一个大概率现象。一旦流入货币市场基金的资金变多，尤其从长期国债市场流入的资金增多，整体利率曲线理应呈现出一定的“平坦化”。

图 4：美国货币市场基金规模上升



数据来源：万得，国泰君安国际

第三，市场的降息博弈在“推迟”，但并没有消失。“倒挂”本身就反映出很多专业投资者对于“加息”可持续性的不认同——而这可能是一代交易员的“坚持”，在过去的十多年中，lower for longer 和 TINA (there is no alternative) 这样的观念深入金融市场的骨髓，而现在市场对于 10 年利率的坚守，在很大程度上反映出“惯性”的强大力量。

对于美联储而言，“惯性”的巨大抵抗力，导致了预期管理的难度也在上升，在某种程度上也使其不得不在货币政策上显得更加“鹰派”。当然，僵持不会是一种常态，市场与美联储会在未来某个时点上达成新的均衡。但有一点似乎是确定的，当 2-10 年利差“倒挂”未来出现时，市场将会淡化其对经济的预测能级。在相当长的时间内，金融市场的指标以其敏锐的判断和优秀的预测能力，成为经济分析青睐的新领域，但从债券市场预测能力的长期“失效”来看，基本面分析似乎开始重新回到舞台中央。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com