



利率再次倒挂，对 A 股有何影响？



作者：黄大智，星图金融研究院研究员

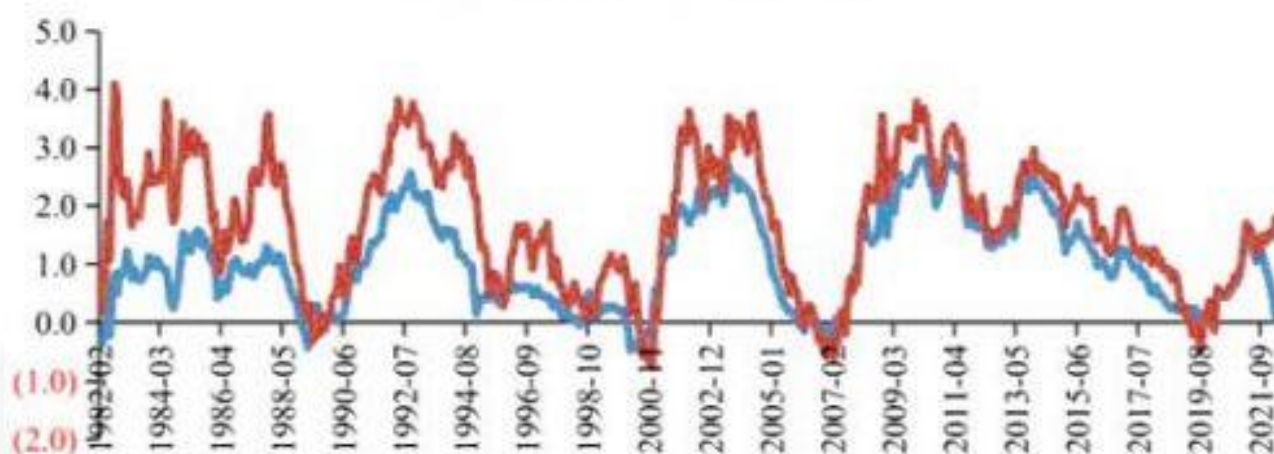
美债利率“倒挂”，意味着什么？

一般来说，在正常的收益率曲线中，期限长的债券收益率应高于期限短的债券收益率。原因在于长期限的债券需要更高的期限风险溢价作为补偿。而所谓的“倒挂”即意味着债券利率出现了“短期债券收益率高于长期债券收益率”的特殊情况。

美债收益率倒挂的最关键期限有两个，一是3月期美债和10年期美债的倒挂；二是2年期美债和10年期美债的倒挂。目前是2年与10年美债发生了倒挂，其他的3年与5年、5年与30年等较有代表意义期限的美债也均发生了倒挂。

美债各期限利差 (%)

— 10年-2年 — 10年-3个月



数据来源：Wind，星图金融研究院

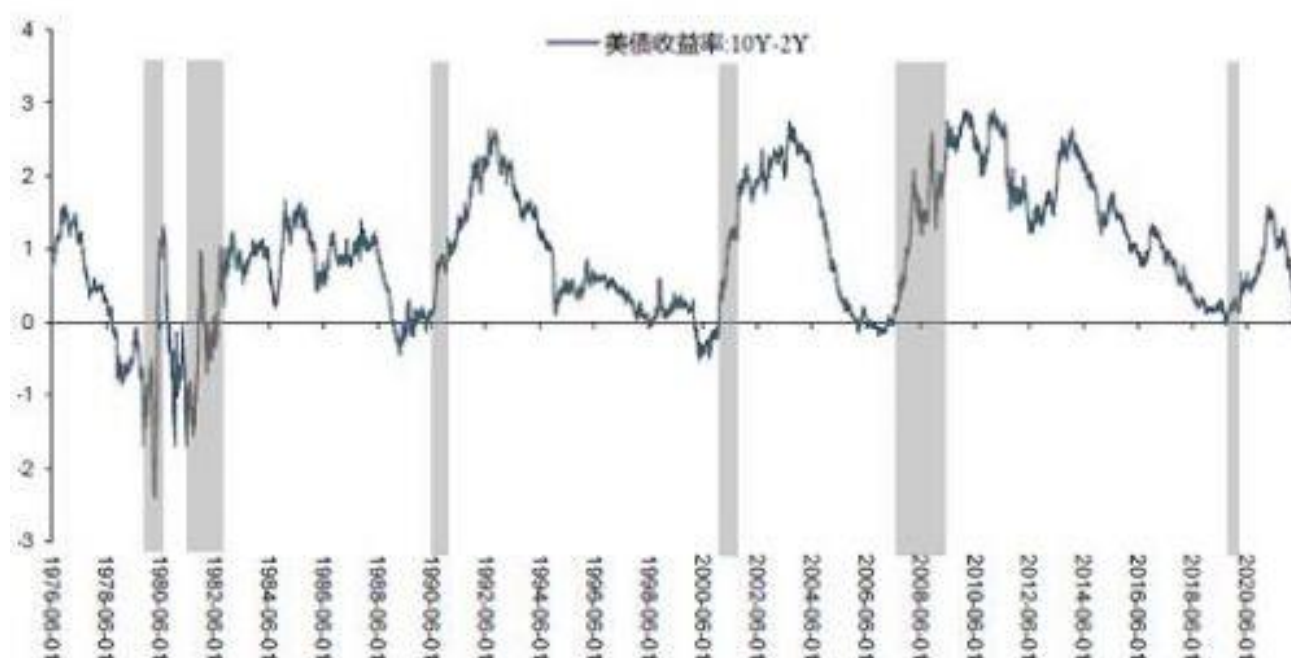
按照一般的情况看，很显然长期利率一定会高于短期利率，因此利率

倒挂这种异常情况的出现，包含着市场对于经济未来预期的非正常发展。

当这种倒挂情况的出现时，市场认为长期的利率水平会下降（或者短期利率上升更快），长短期利率差值的变化出现逆转，这也往往意味着长期的经济前景和通胀预期较低，及市场对于经济长期信心不足。

从美国国债的历史来看，美债收益率倒挂对美国经济衰退的预警准确度极高。每当利率出现倒挂时，都是美国经济可能步入衰退的强力信号。

美债 10 年期与 2 年期利率差值（1976 年至今）



数据来源: Wind, 星图金融研究院

以上图来看，横轴以下的部分为出现倒挂的时期，而阴影部分为美国经济出现衰退的时期。可以看出，每一次倒挂发生之后一定时期内，都会伴随经济衰退，而每次经济衰退到来之前也必定会出现倒挂，这种倒挂对经济衰退的预警准确率几乎为 100%。

美债利率为何再次出现“倒挂”？

那么，美债利率为什么会在当前出现倒挂？

对于美债而言，根据美联储的动态期限模型（DTSM），无论是哪种期限的债券，其收益率都可以范围三个部分：实际利率预期、预期的通货膨胀以及风险溢价。

其中实际利率的预期意味着经济发展情况，对于经济长期的预期向好，则该项值上升，反之则下降。

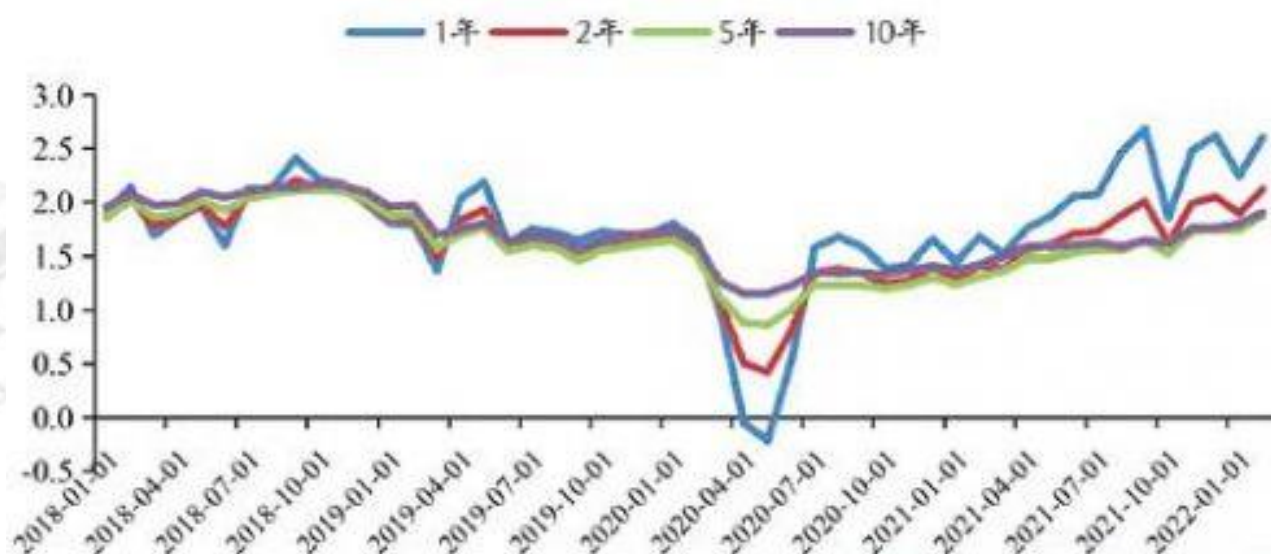
预期的通货膨胀主要影响在于短期，长期的预期通胀变化较小。

风险溢价包含了对未来经济、通胀的不确定风险以及其它各类风险溢价的总和，简而言之就是风险的补偿，一般而言变化也较小。

其中对于经济未来的预期与通胀的变化是本次利率倒挂的显著影响因素。

从下图中克里兰夫联储提供通胀的预期来看，2 年期通胀预期的变化幅度更大，从 2 年期美债收益率构成来看，其对通胀预期的变化也更敏感。当前由于俄乌冲突导致原油等大宗商品的大幅度上行，以及疫情带来的全球供应链不稳定，叠加美联储在疫情期间的天量 QE，都构成了短期通胀上行的因素，也是 2 年期美债利率超过 10 年美债利率最重要的原因之一。

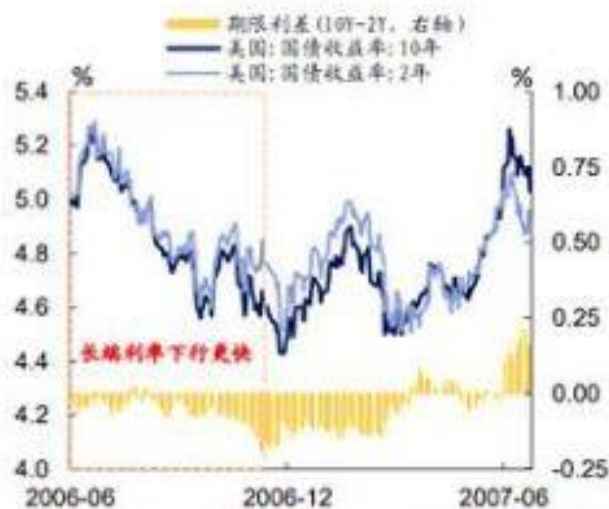
美国各期限的通胀预期 (%)



数据来源：克里兰卡联储，浙商证券

其次则是对未来经济的预期，从历史上每次利率倒挂情况的来看，当市场预期未来经济出现衰退时，长短端利率都会出现一定程度的下行。其中长端利率会因为长期经济增长预期的下降而出现下行，短期利率因为对美联储货币政应对衰退进行宽松的预期，也会下行。但整体上，长端较短端下行幅度更大，因此，会表现出期限利差“压缩”甚至“倒挂”的现象，例如 2000 年和 2006 年左右的利率倒挂时，都是如此。

历史上两次利率倒挂时，长短期利率的变化（%）



数据来源: wind, 星图金融研究院

而从当前的经济运行情况来看，美国面临着真实的经济下行的压力。美国经济的增长主要由消费贡献，但是消费在自 2015 年起便整体处于中枢下行通道。2022 年疫情常态化后，下行态势仍然很难改变。同时，过去两年发放的超额财政补贴透支了部分耐用品消费需求，未来的增长空间或许已经十分有限。

以对居民消费前瞻性较强的密歇根大学消费者信心指数来看，该指数已经跌至 60 以下，甚至远低于新冠疫情大封锁时期，达到了 2008 年金融危机和 70 年代末经济危机时期的水平。再加上通胀的影响，无疑会对消费形成更强的抑制作用。

因此，整体来看，本次美债利率的倒挂，既有通胀带来的干扰因素，也有美国经济面临真实的下行压力的影响。两者共同作用，导致 10 年期与 2 年期美债利率的倒挂。

对 A 股有何影响？

在讨论美债利率倒挂对国内资本市场的影响之外，当前还出现了另一种利率“倒挂”，即中美利率的倒挂，10 年期美债的收益率和中国 10 年期国债的收益率逐渐接近，甚至 10 年期美债的收益率超过中国 10 年期国债的收益率。

从经济和政策的周期来看，在 2015 年以后，无论是 3 年期中美利差的倒挂还是 10 年期中美利差的显著收窄，都受到中美宏观经济、政策周期错位的影响。

2020 年疫情冲击下中美两国的恢复进度不同，中国疫情爆发较早，控制比较及时，经济恢复较快，因此货币政策也较早地边际收紧，而美国疫情防控不力，供给端修复缓慢，经济复苏滞后中国 1-2 个季度，导致中美经济周期再次错位。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40431

