



彭文生：上调美债利率，难挡曲线倒挂



1994 年，在美联储一系列高强度高密度加息下，美债长端利率大幅走高 200 个基点。今年美联储可能非常陡峭的加息路径很难不让市场联想到 1994 年那一轮加息周期。虽然当下的美债供需关系与当年大不相同，我们也不预计今年激进加息缩表会导致美债如此大幅抛售，但正如市场去年低估通胀风险一样，今年可能正在低估美债利率上行风险。

综合历史规律、加息缩表传导机制，以及基于美联储官方模型的测算，我们预计 10 年期利率今年将趋势上行至 2.6%-2.7%。如果四季度美国经济显露疲软甚至衰退迹象，利率在四季度恐有一定下行风险。在文末，通过比较两种较为常用的曲线利差，我们认为市场正在释放对于衰退预期“近无忧，中有虑”的信号。我们的美国经济衰退概率模型预测也显示类似信号。

在去年 12 月《联储加速紧缩，如何影响资产价格》中，我们分析了 2021 年压制美债长端利率的重要因素是美联储通过 QE 购入太多债券，人为扭曲了美债的供需关系；并判断今年伴随压制因素被移除，利率可能上行 50-60bps（去年 12 月的判断）。美联储前主席伯南克及众多学术文献指出，美债供需关系，通过影响美债期限溢价，进而将显著影响长端利率。基于我们的模型以及众多学术文测算，一个经验法则是，美联储每购买占比 GDP 1% 的债券时往往压低十年期利率 8bps。2021 年，美联储购买了近 80% 的购债净供给，今年这个数字在缩表过程中将骤减至负数，压制因素变为推升因素，因此 10 年期利率今年恐有较大上行空间。本文通过历史

复盘及模型测算来定性定量判断今年美债 10 年期利率。

理论上，在加息周期中，市场往往会通过预期渠道“重定价”未来政策利率中枢，即通过提高风险中性利率来提升长端利率。同时，伴随加息周期深入，通胀预期及其波动将得到抑制，市场也会调低由此带来的久期的期限溢价。所以，在加息周期中，长端利率往往伴随政策利率趋势上行，然而幅度却不及，因此体现为曲线的平坦化甚至倒挂。基于美联储官方模型 FRB/US，我们测算 25 个基点的加息往往导致 10 年期利率上行 6 个基点左右。

通过复盘 1983 年以来（“大缓和”时期）的 6 次加息周期，我们梳理出以下三条规律：首先，加息周期平均持续 21 个月，累计加息 290bps 左右。其次，十年期利率峰值往往出现在加息周期的下半场，平均来说，距首次加息 16 个月后，或 70%-80% 的加息进程处。最后，整个加息周期，十年期利率平均上行 90 个基点，而利率峰值较首次加息时的利率水平平均抬升 160 个基点。基于以上理论机制、模型测算、及历史规律，我们发现美债 10 年期利率在加息周期的上半场甚至更久大概率趋势上行。

缩表对经济、长端利率及其它资产的传导机制，简单来说，缩表增加国债净供给，通过资产组个再平衡渠道提高久期的期限溢价从而提高长端利率。基于我们的利率模型及 FRB/US 模型，一个经验法则是，美联储每缩表占比 GDP 1% 的债券时，往往推升 10 年期利率 6-8 个基点。

鲍威尔在 3 月议息会议答记者问环节透露，4 月初公布的会议纪

要将有更多缩表路径的信息，并表示今年缩表将大致等同于一次加息（我们预计指 25 基点）的效果（对于经济来说）。后者是非常关键的信息。加息和缩表都是通过抑制需求来压低通胀，并基于 FRB/US 模型，我们估算加息 25 个基点对增长和通胀的影响大致等同于由于缩表带来的长端期限溢价上行 20 个基点。更进一步，我们推算出今年美联储将累计缩表 6000 亿-8000 亿美元（最快于 5 月开始）。基于上面缩表的经验法则，仅缩表一项将推升 10 年期利率 20 个基点左右。

考虑到全年尤其上半年通胀压力仍然很大，我们预计美联储全年采取至少 7 次 25 个基点加息（某些会议可能加息 50 个基点）。根据上面讨论，这将导致 10 年期利率上行至少 40 个基点。综合考虑加息和缩表，我们预计 10 年期利率今年将趋势上行至 2.6%-2.7%。如果四季度美国经济显露疲软甚至衰退迹象，利率在四季度恐有一定下行风险。

根据 DCF 模型，长端利率同时决定了股市价格的分子分母，因此利率上行未必导致股市、尤其长久期股市诸如成长风格承压。历史上，美债 10 年期利率和股市表现确实也没有明显相关性。然而，当经济下行而利率上行时，股市往往承压。基于此，在报告《宏观眼中的中美市场联动》中，我们构建出美债 10 年期利率所隐含出来的权益金融条件，或者风险溢价。历史上，该股权金融条件跟股市尤其纳指表现高度相关。今年美债利率趋势上行，而经济动能逐渐趋弱，因此美债利率所隐含的权益金融条件将收紧，风险溢价提升，可能对股市形成一定压制。

“曲线倒挂”近期再次成为市场关注点。加息周期下，曲线往往平坦化甚至出现倒挂。曲线倒挂是否预示着未来经济陷入衰退？历史经验似乎印证这一点，而学术界对背后的因果联系仍存争议。这里我们暂不讨论其因果逻辑是否站得住脚，仅简单梳理历史上曲线倒挂后未来几个季度经济是否衰退。1960 年代以来的 8 次曲线倒挂，均对应了未来几个季度内经济出现衰退，短则领先 7 个月（疫情引致的衰退），长则 22 个月，平均 13 个月。按照我们对今年利率的判断，未来三个季度美债曲线将进一步平坦化，并于年末可能出现倒挂。除了 2s10s 利差，市场和美联储也较为关注 3 个月利率 18 个月远期和 3 个月利率的利差，该利差年初至今大幅走阔，逼近历史高位，这表明市场预期未来一年出现衰退的概率较低。历史上，这两个利差大多时候较为同步，出现如此大分歧可能意味着市场对于衰退预期“近无忧，中有虑”。

这次是否有可能不一样？首先，如上分析，去年美联储购债过多是压制长端利率重要因素，因此，人为扭曲（平坦化）了曲线形态。基于此，曲线平坦化或者倒挂对于经济的含义或许较以往有所弱化。其次，疫情消退带来的全球共振-即资本主义共振-目前尚未发生。疫情以来，绝大多数

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_39754

