



美债收益率倒挂：这次有什么不一样



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。

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 20 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。

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。

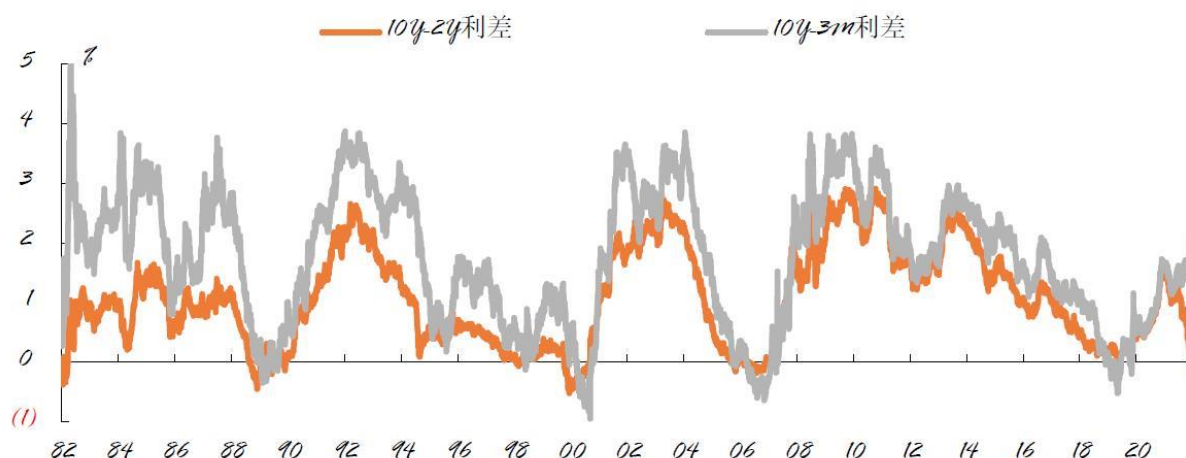


图1 本次倒挂10Y-2Y利差与10Y-3M利差走势明显背离

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，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。

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”。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。

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，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，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。

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。

不同点三：美联储紧缩之际，欧、日央行尚未退出货币宽松

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_40941

