

美债收益率曲线倒挂意味着什么？

报告摘要

● 主题评论：美债收益率曲线倒挂意味着什么？

上周美国市场最大的一个事情是两年期美债与十年期美债收益率倒挂。受此影响，标普500指数、纳斯达克指数在8月14日当天分别大跌了2.93%和3.02%。

➤ 1、为何10Y-2Y如此重要？

以3个月为代表的短期债券收益率可以近似的看作即期利率，基本围绕美国联邦基金目标利率波动；以2年期为代表的中期债券收益率包含了即期利率、降息预期和期限溢价；以10年期为代表的长期债券收益率，则包含了即期利率、降息预期、期限溢价和通胀预期。因此，相较于10Y-3M，10Y-2Y期限利差更能反映对未来长期增长和长期通胀的预期。

➤ 2、对美国股市的影响

上周美股走势验证了我们之前的判断，即美股在短期内还会有一波C浪下跌。但我们依然看好美股中期走势，现在对于中期投资者而言已经是进场的好时机。主要原因如下：1) 从债券收益率的分时走势上来看，2年期和10年期美债倒挂的时间非常短，倒挂幅度也很小；2) 历史上，标普500指数在收益率曲线倒挂之后，平均下跌了约5%，之后的反弹势头非常强劲，在最初受到影响的7个月里，标普500指数平均上涨幅度达近17%；3) 美联储继续宽松的可能性很高。继8月8日芝加哥联储主席埃文斯发表了非常鸽派的讲话后，8月16日明尼阿波利斯联储主席卡什卡利也表态支持美联储继续降息。

➤ 3、对美国的影响

收益率曲线倒挂本身主要通过投资者预期与商业银行信贷两条渠道来传导到经济。由于目前收益率曲线为“U”型，以及美联储在次贷危机后的资产负债表操作，使得投资者预期这条传导渠道可能并不通畅。如果只通过商业银行信贷这条渠道来传导，那么从倒挂对衰退的传导时滞可能就会比较长，按历史上最长传导时间来算，时间点大致在明年底后年初。

- 在我们的逻辑链条中，很重要的一个点是收益率曲线为“U”型，这意味着市场对长期增长和通胀的预期没有那么差。那么，现在10年与2年美债收益率倒挂后，这一结论是否还成立呢？我们认为依然成立，主要原因有两点：1) 目前的收益率曲线依然是“U”型，仍然没有出现过去几轮倒挂中均会出现的完全向下的收益率曲线。只不过“U”型的底部变为了5年期，考虑到5年期国债的流动性溢价问题，实际上“U”型的程度要更高些；2) 10Y-2Y倒挂，确实意味着市场对长期增长和通胀的预期出现了一定的下滑，但由于10Y-2Y倒挂比10Y-3M倒挂晚了3个月，即使投资者预期这条传导渠道开始变得通畅，倒挂向衰退的传导速度加快，实际上传导到衰退的时间点也差不多是明年底后年初左右。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、主题评论：美债收益率曲线倒挂意味着什么？	3
二、海外重点事件追踪	5
1、阿根廷遭遇股债汇三杀	5
2、德国经济出现大幅下滑	5
3、美国零售数据明显超预期	6
三、大类资产走势回顾	6
1、汇率：美元指数上升至 98.2	6
2、商品：原油价格保持平稳	7
3、股债：全球股指均出现下跌	7

图表目录

图表 1：3M 美债收益率基本围绕联邦基金目标利率波动	3
图表 2：2Y-3M 美债利差与美联储降息预期是负相关关系	3
图表 3：10 年期美债与 2 年期美债的分时走势	4
图表 4：10 年期与 2 年期美债倒挂幅度的时间分布	4
图表 5：10Y-3M 和 10Y-2Y 利差倒挂后，美国经济均出现衰退或者大幅下滑	4
图表 6：上周美元指数上升至 98.2	6
图表 7：上周人民币和英镑明显升值	6
图表 8：上周原油价格保持平稳	7
图表 9：上周黄金价格继续上涨	7
图表 10：上周全球股指均出现下跌	7
图表 11：上周美德、美日利差均收窄	7

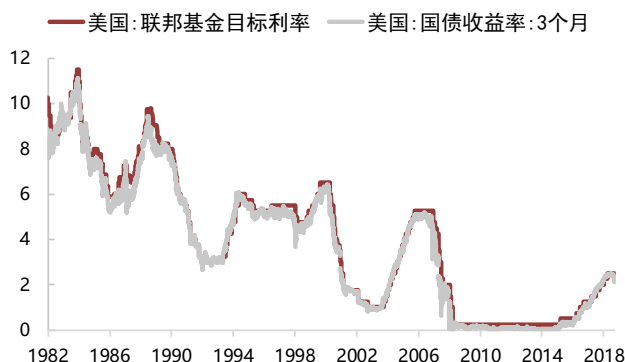
一、主题评论：美债收益率曲线倒挂意味着什么？

上周美国市场最大的一个事情是8月14日两年期美债与十年期美债收益率倒挂。受此影响，标普500指数、纳斯达克指数在8月14日当天分别大跌了2.93%和3.02%。本篇报告主要讨论10Y-2Y收益率曲线倒挂对美股和美国经济的影响有多大。

1、为何10Y-2Y如此重要

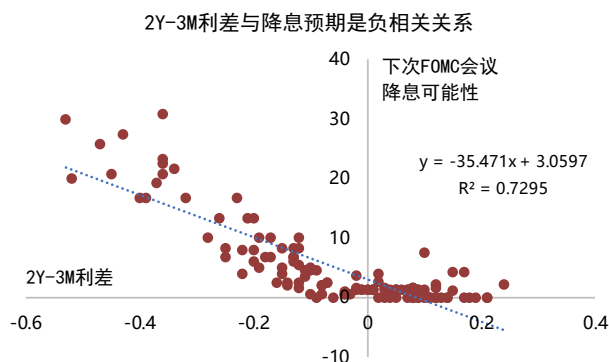
相比较于今年3月份和5月份10Y-3M利差的倒挂，股票市场对10Y-2Y利差倒挂的反应要强烈的多。那么为什么10Y-2Y要比10Y-3M更为重要？这需要明确不同期限的国债收益率所隐含的信息。我们在《“U”型的美债收益率曲线说明了什么？》中指出，以3个月为代表的短期债券收益率可以近似看作即期利率，基本围绕美国联邦基金目标利率波动（图表1）；以2年期为代表的中期美债收益率包含了即期利率、降息预期和期限溢价，相关性分析表明，2Y-3M利差与美联储降息预期之间存在非常明显的负相关关系（图表2）；以10年期为代表的长期债券收益率，则包含了即期利率、降息预期、期限溢价和通胀预期。因此，相较于10Y-3M，10Y-2Y期限利差更能反映对未来长期增长和长期通胀的预期。

图表 1：3M 美债收益率基本围绕联邦基金目标利率波动



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：2Y-3M 美债利差与美联储降息预期是负相关关系



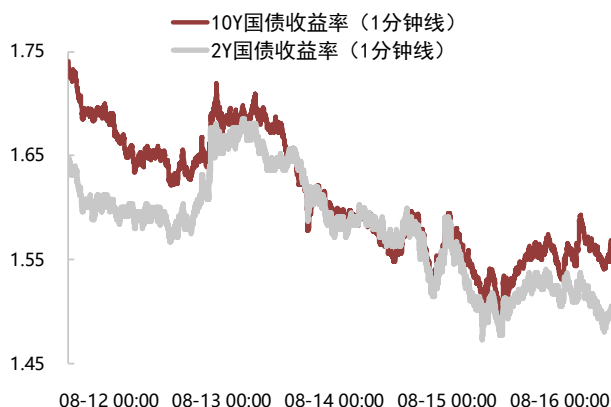
资料来源：Wind，莫尼塔研究

2、对美国股市的影响

上周美股走势验证了我们之前的判断，即美股在短期内还会有一波C浪下跌。但我们依然看好美股中期走势，现在对于中期投资者而言已经是进场的好时机。主要原因如下：

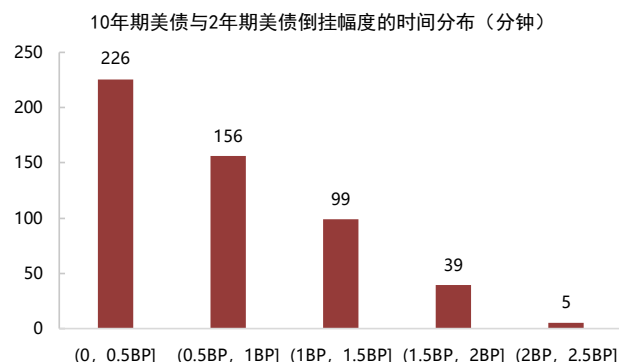
（1）从债券收益率的分时走势来看，2年期和10年期美债倒挂的时间非常短，倒挂幅度也很小。我们统计，上周一整周，2年期和10年期美债倒挂的时间合计525分钟，即8.75个小时，相比较于美债24小时的交易机制，倒挂的时间并不算很长（图表3）；2年期和10年期美债倒挂的最大幅度为2.2BP，平均幅度为0.74BP，倒挂在1BP以内的时间为382分钟，占比达到72.76%，因此倒挂幅度也不算很大（图表4）。目前，收益率倒挂的现象已经得到了明显的缓解。

图表 3：10 年期美债与 2 年期美债的分时走势



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：10 年期与 2 年期美债倒挂幅度的时间分布



资料来源：Wind，莫尼塔研究

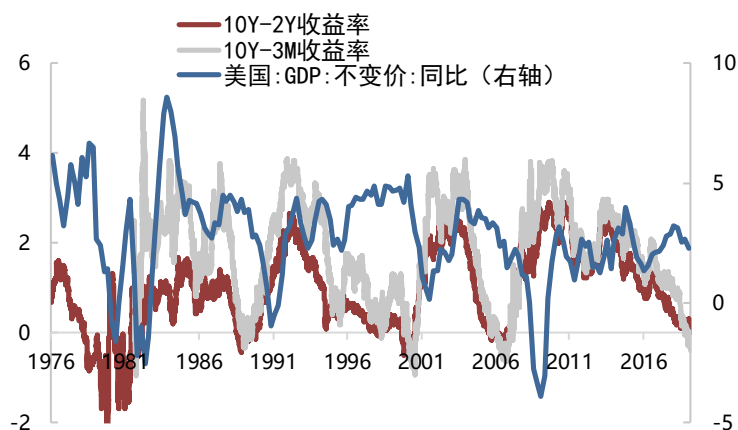
(2) 从历史上看，美债收益率曲线倒挂对于股市拐点并不是一个好的择时指标。在过去10次收益率曲线倒挂中，有6次收益率曲线倒挂之后，标普500指数在3个月内见顶，剩余的4次中，标普500指数在11个月过后才见顶。根据美银统计，标普500指数在收益率曲线倒挂之后，平均下跌了约5%；但之后的反弹势头也非常强劲，在最初受到影响的7个月里，标普500指数平均上涨幅度高达近17%。

(3) 美联储继续宽松的可能性很高。继8月8日芝加哥联储主席埃文斯发表了非常鸽派的讲话之后，8月16日明尼阿波利斯联储主席卡什卡利也表态倾向于支持美联储继续降息。

3、对美国经济的影响

历史上，10Y-3M和10Y-2Y利差倒挂后均出现了美国经济的衰退或者大幅下滑，传导时滞大约在1年到1年三个季度左右（图表5）。

图表 5：10Y-3M 和 10Y-2Y 利差倒挂后，美国经济均出现衰退或者大幅下滑



资料来源：Wind，莫尼塔研究

我们在报告《美债收益率倒挂“四问”》和《观察美国经济的三个视角》中均指出，收益率曲线倒挂对美国经济衰退的指示性作用可从两个角度来观察：一是，收益率曲线倒挂本身会导致衰退；二是，收益率曲线倒挂背后的经济问题导致衰退。收益率曲线倒挂本身主要通过投资者预期与商业银行信贷两条渠道来进行传导。由于目前美债收益率曲线为“U”型，以及美联储在次贷危机后的资产负债表操作，使得投资者预期这条传导渠道可能并不通畅；而如果只通过商业银行信贷这条渠道来传导，

那么从倒挂对衰退的传导时滞可能就会比较长，按照历史上最长的传导时间来计算，时间点大致在明年底后年初。

在我们的逻辑链条中，很重要的一个点是收益率曲线为“U”型，这意味着市场对长期增长和通胀的预期没有那么差。那么，现在10年与2年倒挂后，以上这一结论是否还成立呢？我们认为依然是成立的，主要原因有两点：（1）目前美债收益率曲线依然是“U”型，仍然没有出现过去几轮倒挂中均会出现的完全向下的收益率曲线，只不过“U”型的底部变为了5年期。考虑到5年期国债的流动性溢价问题，实际上“U”型程度要更高些；（2）10Y-2Y倒挂，确实意味着市场对长期增长和通胀的预期出现了一定的下滑，但由于10Y-2Y倒挂比10Y-3M倒挂晚了3个月，即使投资者预期这条传导渠道开始变得通畅，倒挂向衰退的传导速度加快，实际上传导到美国经济衰退的时间点也差不多是明年底后年初。

二、海外重点事件追踪

1、阿根廷遭遇股债汇三杀

近两天阿根廷遭遇股债汇三杀，股债汇下跌幅度均在30%左右。阿根廷央行紧急出手，于8月12日动用5000万美元外汇储备，为2018年9月份以来首次干预市场。股债汇三杀使得爆发债务危机的可能性大幅上升，数据显示，阿根廷的CDS现在暗示未来五年隐含的违约概率为75%，而在上周五这一概率仅为40%多。

导致阿根廷股债汇三杀的最直接触发因素是总统初选结果的公布，现任总统马克里以远低于预期的劣势落选，民粹主义反对派候选人阿尔贝托·费尔南德斯获得了47.7%的选票，比马克里领先近15%。金融市场担心民粹主义政府上台后，马克里在任时的亲市场、亲商业的诸多政策会被扭转，阿根廷政府预算可能会再度膨胀，从而危及国际货币基金组织对阿根廷的经济援助。

阿根廷自身的经济也存在许多的问题。（1）失业率高。截至今年一季度数据显示，阿根廷国内失业率超过10%；（2）通胀率高。2019年7月份，阿根廷国内CPI同比涨幅高达55.8%，更关键的是，在目前情况下，会形成“本币贬值-通胀加剧-货币紧缩-基本面下行--货币进一步贬值”的恶性循环中；（3）债务率高。从外债币种结构看，阿根廷的债务中外币债务占比达到90%以上；从外债的期限结构来看，阿根廷的短期外债占比超过30%，存在一定的短期偿债压力；从外债的保障程度来看，阿根廷外汇储备对短期外币债务的覆盖倍数不足1倍，即阿根廷的短期外债已经高于外汇储备。

本次阿根廷的危机是否会扩散到其他新兴市场？我们认为这种可能性比较小，第一是因为本次危机有一部分国内政治的因素在；第二是因为阿根廷在新兴市场中的占比有所减小；第三是因为全球央行均在转向宽松的货币政策。

2、德国经济出现大幅下滑

8月14日下午，欧元区与德国公布二季度GDP数据。欧元区二季度GDP环比增长0.2%，同比增长1.1%，与预期值和前值均持平；德国二季度GDP环比增长-0.1%，大幅低于前值0.4%，同比增长0%，同样大幅低于前值0.6%。8月13日公布的8月ZEW经济景气指数跌至-44.1，不及-28的预期值和-24.5的前值，双双创下了2011年12月以来的最低水平，这个数据在近20年中，只有2008年金融危机、2011年欧债危机时期才跌破-40的水平。受此影响，德国10年期国债收益率跌至-0.623%，创下历史新低。

按照GDP环比连续2个季度为负值的定义，德国经济已经处在衰退边缘。德国经济下滑的主要原因仍在于外需，国内的私人消费、政府支出和投资均有一定增长。从此前公布的出口数据看，6月份季调后的德国出口总额为1061亿欧元，同比大跌8%；进口总额为893亿欧元，同比下跌4.4%；贸易顺差为168亿欧元，同比大跌23.5%。德国外需出现明显下滑的主要原因包括两点：（1）贸易冲突再度升级。今年4月，美国贸易代表办公室公布了一份总价值为112亿美元的关税报复清单，随后又公布对40亿美

元的商品加征关税的补充清单，同时波音与空客的争端仍然悬而未决；（2）欧元结束连续贬值。今年一季度，欧元出现了连续贬值的情况，刺激了欧洲的外需，但随着美国经济的下滑和降息预期的提高，二季度欧元出现企稳走势，货币贬值对出口的刺激作用降低。

对于未来德国经济，我们有三点判断：（1）随着7月24日鲍里斯·约翰逊当选为英国新任首相，英国硬脱欧的风险在增加，这会成为影响德国出口的边际增量，因此预计三季度德国的出口依然表现不佳，经济陷入衰退的可能性比较高；（2）欧央行宽松的可能性越来越高，但无论是降息10BP，还是重启QE，还是进行第三轮TLTRO，预计对经济的提振作用都不大；（3）德国进行财政刺激的可能性越来越强，但是预计难以推出大规模的财政刺激计划，一方面是因为德国没有财政刺激的传统，即便是在金融危机和欧债危机期间，德国的财政也是处于盈余状态，另一方面是因为德国作为欧元区最大的国家，财政外溢效应很强，能给德国经济带去多少提振是一个很不确定的事情。

3、美国零售数据明显超预期

15日晚间公布的美国7月零售数据明显超预期。零售环比增长0.7%，预期值和前值为0.3%；核心零售环比增长1%，预期值为0.4%，前值为0.3%。我们认为7月份大幅超预期的数据难以持续，主要原因有两点：（1）7月份包括网上购物在内的非实体店销售环比大幅增长了2.8%，主要受到了亚马逊的48小时Prime会员日活动影响，此次会员日销售额超过去年“黑色星期五”和“网络星期一”的销售总和；（2）关税对零售业带来的冲击可能会逐步显现，短期内零售业全部转移采购并不现实，零售商只能继续使用原有供货商，并将更高成本转嫁给消费者。根据测算，如果美国再度加征新关税，将使得美国消费者每年多花122亿美元，其中衣服多花44亿美元、鞋子多花25亿美元、玩具多花37亿美元、家用电器多花16亿美元；（3）根据数据显示，今年年初迄今，美国已有逾7500家零售商店关闭，同比增长17.8%，其中仅在第一季度内，美国零售商店倒闭的数量就已经触及近20年来的高点。据机构预测，到年底这一数字可能还将突破1.2万家。当然，受益于地产市场的企稳回升，零售数据并不会表现的太差。

三、大类资产走势回顾

1、汇率：美元指数上升至 98.2

上周美元指数上升至98.2，主要受到特朗普对部分商品推迟加征关税的影响（图表6）。人民币上涨0.77%，同样受到贸易局势缓和的影响；英镑上涨0.98%，主要受到英国通胀数据明显超预期的影响；欧元贬值0.97%，主要原因在于德国二季度GDP数据明显下滑；其他主要货币中，日元贬值0.65%、加元贬值0.38%、澳元贬值0.13%（图表7）。

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_10473

