美债利差倒挂下的大类资产复盘

——宏观深度

❖ **美债利差倒挂下海外逐步进入衰退。**

从历史情况看，美国历史上利差曾经发生过 10 次倒挂中，其中 9 次在此后 6-12 个月内发生了衰退，从这一点上，市场对倒挂恐惧情绪较强，这也是本轮倒挂发生后市场一直情绪较为紧张的一个重要原因。实际上，本轮经济周期自去年起已经接连出现多次倒挂情况，近日美债再度倒挂并非本轮经济周期首次发生。美债收益率倒挂往往与其他发达国家倒挂同时发生，且本次倒挂一个较为显著的特点是，美债与日德等发达经济体在长端的联动明显增强，同时短端则发生分化，这或许与本轮经济周期中海外资本持续增持包括美债在内的美元资产有关，这一点也可以从近期持续强势的美元走势中得到验证。而近期美国及欧元区诸多迹象表明，海外市场衰退过程或许已经逐步开启。

❖ **倒挂后往往债市延续强势。**

以 80 年代以来四轮倒挂首日出现后半年内资产价格走势考察大类资产规律，统计规律上看不存在完全确定性的规律，以整体概率而论，倒挂后短时间内美股延续一定上涨趋势、美债收益率继续下行、美元指数与黄金价格横盘震荡、原油价格下行出现的概率相对较高，对 A 股的影响则不明确。分开看，1989 年倒挂和 1998 年倒挂后美股均在短期调整后出现了单边上行，而 2006 年倒挂则因新兴市场正处于高速增长阶段，股市在一片乐观下并未出现大的反应。同时，大宗商品价格则仍受到品种本身供需结构影响较多。此外，从全球联动角度看，美债收益率倒挂后往往其他国家资产价格也会受到较强冲击，甚至可能与部分国家资产价格崩盘同时发生。

❖ **投资建议：美股波动性或加大，收益率下行趋势大概率延续。**

本次倒挂是今年年初两年期减三个月利差倒挂的进一步蔓延，实际上从美国及其他主要国家景气度看，各主要经济体衰退过程可能已经开始。同时，我们对近三次资产价格走势复盘结果也表明，倒挂后美股可能出现波动率上行，美债则往往延续强势，而对 A 股的冲击力度则仍有待检验。

❖ **风险提示：**外部黑天鹅事件；工业原料价格超预期调整；需求低于预期。

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 宏观深度

报告时间 | 2019/8/21

分析师

邵兴宇

证书编号：S1100519080001

010-66495651

shaoxingyu@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、利差倒挂下海外逐步进入衰退 4
二、倒挂下的大类资产走势 7
1、1989 年倒挂 7
2、1998 年倒挂 9
3、2006 年倒挂 11
三、投资建议 14
风险提示 16

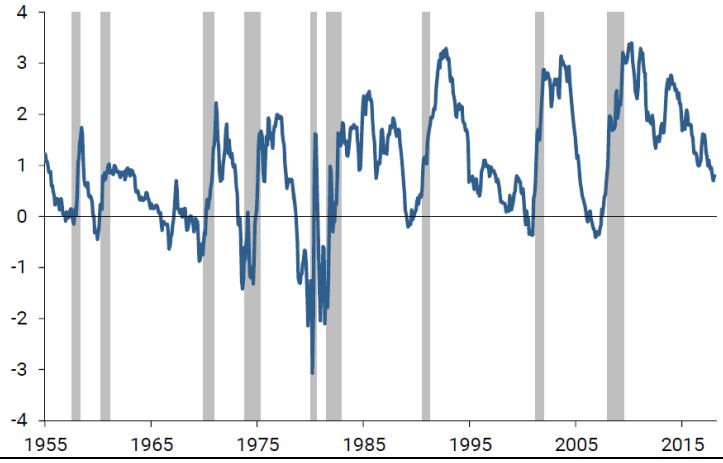
图表目录

图 1：美债期限利差倒挂对应衰退 4
图 2：美债 10Y-2Y 利差已经倒挂 4
图 3：美债 10Y-3M 利差已经倒挂 4
图 4：十年期美债隐含期限利差 5
图 5：美债期限利差倒挂往往与其他发达国家倒挂同时发生 5
图 6：日美短端分化 6
图 7：德美短端分化 6
图 8：美国经济衰退迹象已经较为明显 6
图 9：德国制造业 PMI 迅速走弱 7
图 10：美国制造业 PMI 持续下行 7
图 11：近三次倒挂下大类资产表现情况 7
图 12：倒挂前期延续上涨 8
图 13：1989 年末日经 225 崩盘 8
图 14：美联储加息结束 8
图 15：80 年代后期美国财政赤字率拉大 8
图 16：OPEC1982 年限产导致市场份额大幅下降 9
图 17：1986 年后 OPEC 原油产量上行 9
图 18：东欧等国家 GDP 下探 9
图 19：美国出口并未受到太多冲击 9
图 20：1998 年前期美股大幅调整 10
图 21：俄罗斯 1998 年债务崩溃引发市场动荡 10
图 22：1998 年三次降息后再度转入加息 10
图 23：1998 年起美国财政盈余拐点出现 10
图 24：1998 年亚洲原油需求停止增长 11
图 25：OPEC 产量调整幅度弱于需求变动 11
图 26：印尼盾 1998 年初开始第二轮下探 11
图 27：1998 年美国政策不确定性冲高 11
图 28：2006 年倒挂后反而出现单边上行 12
图 29：美国地产市场在 2006 年已经见顶 12
图 30：2006 年中加息结束 12
图 31：美国财政状况再度恶化 12
图 32：2006 年美国原油库存创下当时历史最高 13
图 33：2006 年美元指数持续走弱 13
图 34：全球景气仍在延续 13
图 35：2006 年前后美国经济政策不确定性指数反而处于历史低位 13
图 36：中美利差间联动作用较为明显 14
图 37：大盘指数和利率中枢同步下行 14
图 38：城投债与产业债近期信用利差均收窄 15
图 39：信用利差收窄直接利好成长类风格 15

一、利差倒挂下海外逐步进入衰退

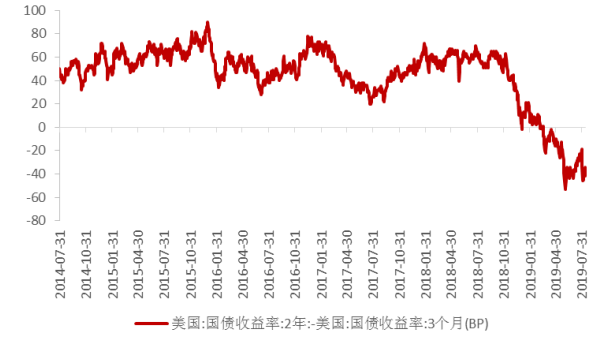
倒挂往往意味着衰退。从历史情况看，美国历史上利差曾经发生过 10 次倒挂中，其中 9 次在此后 6-12 个月内发生了衰退，从这一点上，市场对倒挂恐惧情绪较强，这也是本轮倒挂发生后市场一直情绪较为紧张的一个重要原因。实际上，本轮经济周期自去年起已经接连出现多次倒挂情况，近日美债再度倒挂并非本轮经济周期首次发生。

图 1： 美债期限利差倒挂对应衰退



资料来源：美联储，川财证券研究所

图 2： 美债 10Y-2Y 利差已经倒挂



资料来源： Wind，川财证券研究所

图 3： 美债 10Y-3M 利差已经倒挂

资料来源： Wind，川财证券研究所

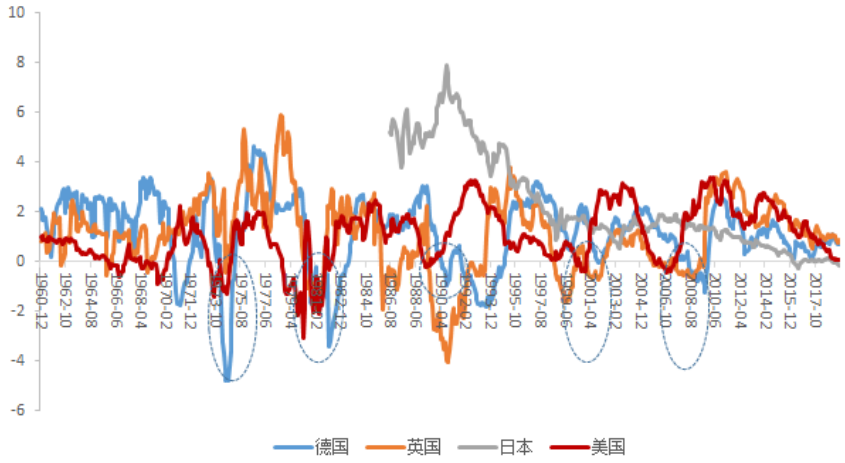
本轮衰退主要原因美债隐含期权溢价持续低位。从美联储自身研究情况看，本次美债收益率倒挂主要原因来自于金融危机后，美债隐含期限利差持续处于低位水平，这反映了市场对超长期经济增长前景的悲观预期。

图 4： 十年期美债隐含期限利差

资料来源：美联储，川财证券研究所

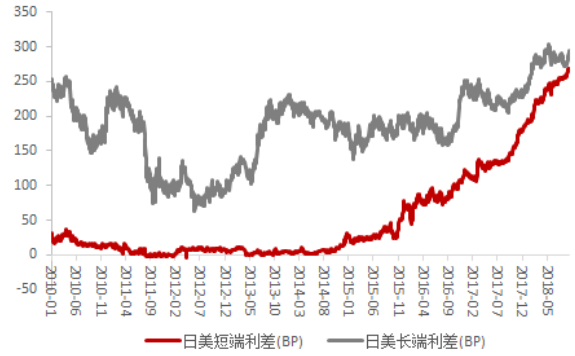
从全球经济联动看，美债收益率倒挂往往与其他发达国家倒挂同时发生。且本次倒挂一个较为显著的特点是，美债与日德等发达经济体在长端的联动明显增强，同时短端则发生分化，这或许与本轮经济周期中海外资本持续增持包括美债在内的美元资产有关，这一点也可以从近期持续强势的美元走势中得到验证。

图 5： 美债期限利差倒挂往往与其他发达国家倒挂同时发生



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 日美短端分化



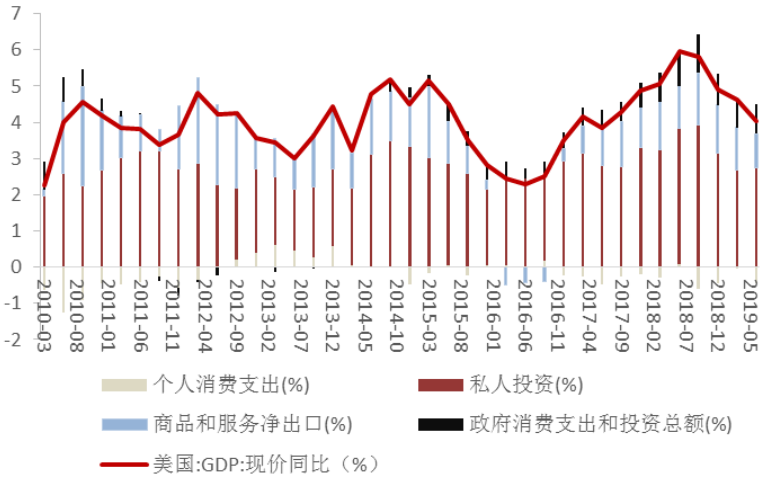
资料来源： Wind，川财证券研究所

图 7： 德美短端分化

资料来源： Wind，川财证券研究所

发达经济体衰退过程已经逐步开始。实际上，就我们目前可以看到的情况而言发达国家的衰退情况已经较为明显。我们看到，欧元区核心国家德国的 PMI 水平自高点迅速下行已经超过 20 点，同时美国方面景气度亦出现明显回落。

图 8： 美国经济衰退迹象已经较为明显

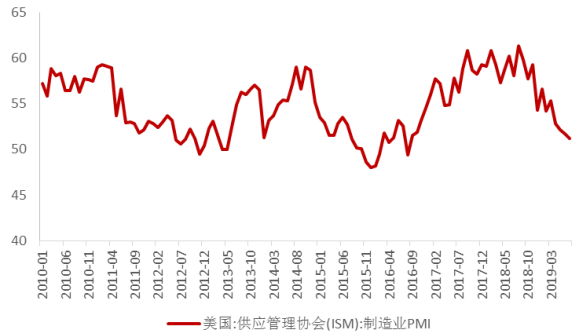


资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9： 德国制造业 PMI 迅速走弱

资料来源： Wind，川财证券研究所

图 10： 美国制造业 PMI 持续下行



资料来源： Wind，川财证券研究所

二、倒挂下的大类资产走势

倒挂后往往债市延续强势。以 80 年代以来四轮倒挂首日出现后半年内资产价格走势考察大类资产规律，统计规律上看不存在完全确定性的规律，以整体概率而论，倒挂后短时间内美股延续一定上涨趋势、美债收益率继续下行、美元指数与黄金价格横盘震荡、原油价格下行出现的概率相对较高，对 A 股的影响则不明确。

图 11： 近三次倒挂下大类资产表现情况

时间	美股（SP500，%）	美债（10Y，BP）	美元指数（%）	COMEX黄金（%）	布伦特原油（%）	A股（上证综指，%）
1989/5/22-1989/11/22	6.2	-77.0	-6.1	13.2	10.4	-
1998/9/10-1999/3/10	31.3	44.0	2.6	1.0	-6.1	-6.7
2006/7/17-2007/1/17	15.9	-28.0	-2.4	-2.9	-30.5	65.1

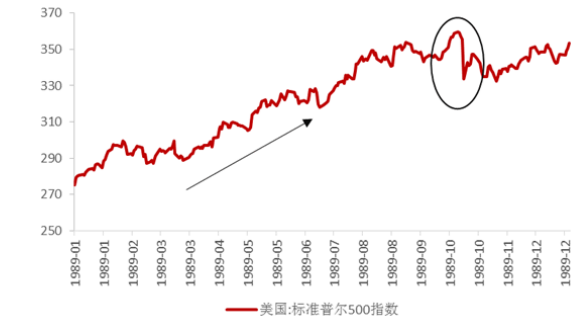
资料来源：Wind，川财证券研究所

1、1989 年倒挂

1989 年倒挂股市调整。自 1987 年 10 月美股黑色星期一后，在美联储相对宽松货币政策和美国政府对企业并购的鼓励下，美股单边上行，这种情况在倒挂初期仍继续延续，直至 1989 年 10 月 12 日标普 500 单日下跌 6.13%，随后

美股转入高位调整。另外，日经 225 于 1989 年底创下历史最高点 38957.44，随后崩盘，至今未能修复，美股亦在随后进入下行。

图 12： 倒挂前期延续上涨



资料来源： Wind，川财证券研究所

图 13： 1989 年末日经 225 崩盘

资料来源： Wind，川财证券研究所

1989 年倒挂发生于宽财政+紧货币的政策背景下。从财政政策看，1987 年里根总统开启“第二次美国革命”税制改革，个人所得税最高税率由 50%将为 28%，税级由 14 级简化为 2 级（15%和 28%）；公司所得税最高税率由 46%降到 34%。从货币政策看，为遏制通胀，1987 年起美国开启加息周期，联邦准备利率从 1987 年 8 月的 6.74%提高至 1989 年 3 月的 9.86%。但在 1991 年为了控制提高至 7.6%的失业率开始降息。

图 14： 美联储加息结束

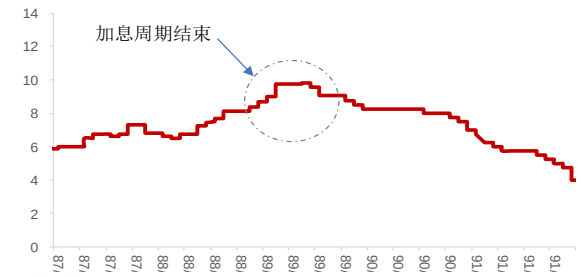
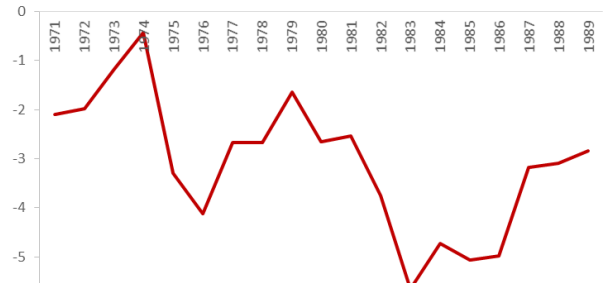


图 15： 80 年代后期美国财政赤字率拉大



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_10549