

美国国债收益率曲线倒挂值得担忧吗？

主要结论：

一、美国国债收益率曲线倒挂值得担忧吗？

- 受贸易战和全球经济放缓影响，美国及部分国家国债收益率曲线出现倒挂。
- 收益率曲线倒挂从现象上看，主要是由于长端利率受市场情绪以及通胀预期快速下行，而短端利率受到货币政策约束无法快速下行。
- 美国国债收益率曲线倒挂对美国经济的预测性很高。
- 但结合目前的情况，我们认为，收益率曲线的倒挂更多的是突显了经济对潜在不良后果的脆弱性，美国的资本开支周期走弱和贸易战才是更值得担忧的因素：
 - 首先，历史中存在过即使利差倒挂但经济仍然稳企的局面，取决于央行的决策速度和力道。
 - 其次，与1998年相似，本次宏观收益曲线（用名义GDP同比-居民收入同比衡量）并没有跟着国债收益率曲线的反转而反转。
 - 第三，联储债券购买计划长期压低长端利率，以及长端利率下降空间有限，导致利差倒挂空间有限。
- 需要注意的是贸易战的负面影响可能会放大利差倒挂的影响。

二、美国7月核心CPI、7月零售销售、8月纽联储和费城联储制造业高于预期，美国7月工业产出月率、新屋开工、8月消费者信心不及预期

- 美国7月核心CPI同比高于预期：CPI上涨主要受益于能源和其他多数商品和服务价格走高。
- 美国7月零售销售好于预期：无店铺零售业和加油站为主要提振。
- 美国8月纽约和费城联储制造业超预期：新订单指数为主要提振。
- 美国7月工业产出月率不及预期和前值：采矿业和制造业产出为主要拖累。
- 美国7月新屋开工年化月率低于预期：多户住宅开工连续第二个月下滑，而单户住宅开工数则升至1月以来的最高水平。
- 美国8月消费者信心指数大幅回落：贸易政策加剧了消费者对未来金融前景的不确定性。

三、本周重点关注杰克逊霍尔全球央行年会和欧元区与美国8月制造业PMI初值

- 财经新闻：美联储公布7月货币政策会议纪要，美国堪萨斯城联储举行杰克逊霍尔全球央行年会和欧洲央行公布7月货币政策会议纪要。
- 财经数据：美国7月成屋销售年化总数(万户)和欧元区与美国8月Markit制造业初值。

风险提示：

- 美联储货币宽松程度不及预期，导致经济向下压力的累积。
- 全球贸易摩擦进一步升温，拖累全球需求。
- 新兴市场持续动荡拖累全球经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

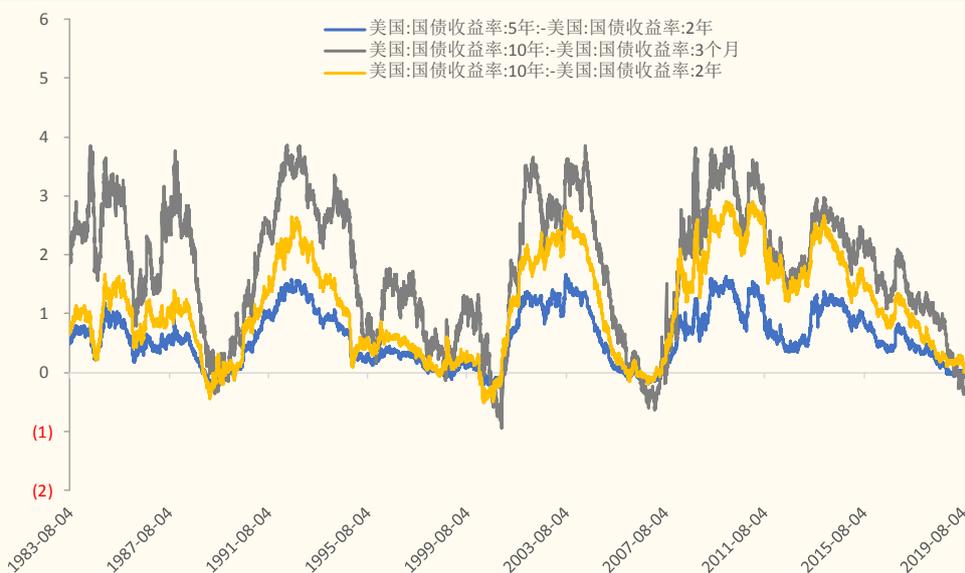
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

一、美国国债收益率曲线倒挂值得担忧吗？

受贸易战和全球经济放缓影响，美国及部分国家国债收益率曲线出现倒挂。8月14日，美国2年期国债收益率高出10年期国债收益率1个基点，为2006年以来的首次倒挂。去年年底和今年5Y-2Y以及10Y-3M的收益率曲线均发生倒挂，但10Y-2Y的收益率曲线倒挂加剧了对可能出现的经济衰退的担忧，因为这两项投资之间的差距是最受关注的经济衰退指标之一。随后英国10年期与2年期国债利差也发生了2008年以来的首次倒挂，加拿大10年期和2年期国债收益率利差下跌5.090个基点，跌至-19.73个基点，该曲线倒挂程度为1990年以来最深。各国国债收益率曲线倒挂与近期全球国债收益率持续下滑相互加强。尽管美联储上个月自2008年以来首次降息，但投资者依然担心央行可能无法阻止经济放缓。收益率曲线倒挂反映了投资者的担忧，即贸易战和全球经济放缓可能影响未来的回报。

图表 1：10Y-3M、10Y-2Y、5Y-2Y 收益率曲线均出现倒挂



来源：Wind，国金证券研究所

收益率曲线倒挂从现象上看，主要是由于长端利率受市场情绪以及通胀预期快速下行，而短端利率受到货币政策约束无法快速下行。国债的长端收益率可以拆分为短端利率+风险溢价+通胀预期。其中，短端利率主要反映市场基于当前的货币市场利率，以及当前的经济形势，对未来的货币政策做出的展望；风险溢价主要受到交易结构和市场情绪的影响，比如国债的供需情况、宏观事件驱动的市场情绪变化、不同的中央银行对国债收益率曲线的管理；通胀预期主要反映市场对未来大宗商品价格、消费品价格、收入增长等方面的预期。从当前情况来看，贸易战对市场情绪的影响以及对当前通胀预期的悲观大于当前货币政策宽松对于经济的提振。

美国国债收益率曲线倒挂对美国经济的预测性很高。去年三四季度，美国经济相对于其他经济保持相对强劲，无论是制造业（去年8月ISM制造业为61.3，2004年5月以来最高）、消费支出（去年8月个人消费支出增速为3.75%），还是劳动力市场（失业率保持在3.6%-3.7%），均接近饱和，与此同时，GDP持续保持强势，通胀也触及到了2%的目标，不乏8U出现了经济过热的节奏。期

限利差通常在经济和货币政策周期中呈现回升-加速上升-下行-倒挂-回升这一循环。当经济开始过热，通胀预期开始下滑，边际产出开始下降，股市从牛市开始有所回落，市场预计通货紧缩来临，导致长端利率开始下滑，使得期限利差平坦甚至出现倒挂。

但结合目前的情况，我们认为，收益率曲线的倒挂更多的是突显了经济对潜在不良后果的脆弱性，美国的资本开支周期走弱和贸易战才是更值得担忧的因素：

首先，历史中存在过即使利差倒挂但经济仍然稳企的局面，取决于央行的决策速度和力道。从历史上来看，美国 1998 年和英国 80 年代均出现过利差倒挂，但经济增速仍然稳定的例子，两个例子的共同点就是货币政策及时出现了宽松。1998 年利差倒挂后，美国经济增长仅出现两个季度的下滑，主要背后的原因是因为在利差倒挂后的不到一个月美联储就选择开启降息周期以促进经济发展。货币政策的“名紧实松”是英国 80 年代中期期限利差倒挂、经济增速保持上升的主要原因。撒切尔夫人英国在 1984-1985 年大幅加息，但是 M3 的同比增速反而是大幅上升的，这段时间的货币政策其实是“名紧”（短端加息）“实松”（M3 同比增速大幅上升）货币的供应量上行对经济形成支撑，从本质上改变了货币政策取向。而在此次 10Y-2Y 利差倒挂之前，美联储已经在 7 月采取了防御式降息，而不是等到软硬指标均大幅走弱之后才开始开启降息周期。

图表 2：1998 年利差倒挂，但经济并未步入衰退



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：80 年代后美国利差倒挂后，美联储时隔天数降息

	利差倒挂期限	降息时间点
第一次利差倒挂	1989 年 1 月至 1989 年 10 月	1989 年 6 月至 1992 年 9 月
第二次利差倒挂	1998 年 6 月-1998 年 7 月	1998 年 9 月至 11 月
第三次利差倒挂	2000 年 3 月至 2001 年 2 月	2001 年 1 月-2003 年 6 月
第四次利差倒挂	2005 年 12 月至 2007 年 8 月	2007 年 9 月-2008 年 12 月

来源：公共信息整理，国金证券研究所

其次，与 1998 年相似，本次宏观收益曲线（用名义 GDP 同比-居民收入同比衡量）并没有跟着国债收益率曲线的反转而反转。当借贷成本超过名义收入增长时，经济表现会产生直接的负面影响。此时，新借款的成本开始变得过高，导致信贷使用放缓或下降，以及经济疲软。从历史上来看，除了 1998 年，其他经济衰退之前的所有国债收益率曲线反转都与宏观收益曲线的反转相吻合，进一步证明了货币政策的提前宽松虽然不改利率曲线的反转，但会改变宏观收益曲线的反转。这意味着年初以来利率通道的打开，可能比起对经济产生限制性影响，更多的是给经济提供一定的缓冲。

第三，联储债券购买计划长期压低长端利率，以及长端利率下降空间有限，导致利差倒挂空间有限。首先，美联储前主席耶伦上周三表示，市场不应过于担忧这一收益率曲线反转的影响，其原因在于市场对未来利率走势的预期以外的其他一些因素正在压低长期收益率。在 2008 年金融危机之后，债券购买帮助刺激了美国历史上持续时间最长的牛市之一。2008 年 11 月-2009 年 9 月，美联储在 QE1 下购买了近 2 万亿美元的抵押贷款相关资产和长期国债，2010 年 11 月 - 2011 年 6 月在 QE2 下，美联储购买了 6000 亿美元的国债，2012 年 9 月 - 2014 年 10 月在 QE3 下，美联储每月购买约 850 亿美元的抵押贷款相关资产和美国国债，最终使资产负债表的总规模达到 4.5 万亿美元。债券购买压低了抵押贷款的成本和企业债务，也推动就业实现了更快的增长。虽然债券购买本身并不会导致收益率曲线反转，但它确实导致了一个更加平坦的收益率曲线，债券购买计划主要通过两个渠道来压底长端利率：一个是信号渠道，通过降低市场对未来政策利率的预期来发挥作用；另一种是通过供给诱导的投资组合平衡，即减少向市场参与者提供的购买资产的供应。所以，这意味着这次市场悲观的程度并不需要像前几个周期一样，便能触发收益率曲线的倒挂。其次，市场判定今年会开启降息周期，10 年国债利率已经出现大幅回落，从今年年初的 2.66% 下降到 1.52%，这意味当前长端利率收益率下行的空间已经相对有限。整体来看，我们认为，此次 10Y-2Y 利差可能就在 OBP 附近徘徊。

图表 4：QE 长期压低了长端收益率



来源：Wind，国金证券研究所

需要注意的是贸易战的负面影响可能会放大利差倒挂的影响。通常在利差倒挂的时候，VIX 指数会出现明显攀升。由于担心贸易战升级带来的经济损失，对市场的不确定性依旧在上升，导致投资者纷纷涌入全球政府债券等相对安全性的资产，这可能会进一步促使收益率下降。贸易战中的急剧升级以及外部的“黑天鹅事件”是否能够引发美联储更加迅速地放松货币政策，是本轮利差倒挂是否能够推迟经济衰退到来的重要因素。

二、美国 7 月核心 CPI、7 月零售销售、8 月纽联储和费城联储制造业高于预期，美国 7 月工业产出月率、新屋开工、8 月消费者信心不及预期

1、美国 7 月核心 CPI 同比高于预期

8 月 13 日美国劳工部公布的数据显示，美国 7 月季调后 CPI 月率录得 0.3%，和预期值持平，高于前值为 0.1%；7 月核心 CPI 月率录得 0.3%，持平于前值，高于预期值 0.2%；美国 7 月未季调 CPI 年率录得 1.8%，高于预期值 1.6%，高于前值为 1.7%；美国 7 月未季调核心 CPI 年率录得 2.2%，高于预期值和前值 2.1%。

CPI 上涨主要受益于能源和其他多数商品和服务价格走高。分类数据显示，7 月美国汽油价格上涨 2.5%，高于前值的-3.6%；电力价格上涨 0.6%，高于前值的-0.8%；医疗服务上涨 0.5%，高于前值的-0.1%；房地产市场有转冷迹象，7 月美国房屋租金上升 0.2%，低于前值 0.3%。消费品方面，7 月美国新车价格回落 0.2%，低于前值的 0.1%；二手车和卡车价格上涨 0.9%，低于前值的 1.6%。通胀的回升预计暂时不会对美联储 9 月降息预期造成影响。随着经济增长放缓和外部风险的上升，美联储仍需降息以提振市场。

2、美国 7 月零售销售好于预期

8 月 15 日晚间公布的数据显示，美国 7 月零售销售月率录得 0.7%，创下四个月来最大增幅，高于前值前值修正的 0.3%，并高于预测值的 0.3%。

无店铺零售业和加油站为主要提振。分类数据显示，13 个主要零售类别中有 10 个出现增长，其中包括网上购物在内的非商店类销售增长 2.8%，高于前值的 1.94%；加油站销售额增长 1.78%，高于前值-2.29%；食品服务和饮吧销售额增长 1.1%，低于前值的 0.74%；运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店销售额增长-1.14%，低于前值的 0.64%；机动车辆及零部件店销售额增长-0.58%，低于前值的 0.31%；保健和个人护理店销售额增长-0.19%，低于前值的 0.55%。汽车相关购买有所减少，消费者仍在购买其他产品，这可以缓解金融市场对经济可能进入衰退的担忧。

图表 5：零售销售分类环比数据



来源：Wind，国金证券研究所

3、美国 8 月纽约和费城联储制造业超预期

8 月 15 日纽联储公布数据显示，美国 8 月纽约联储制造业指数为 4.8，高于预期的 2，并高于前值的 4.3。**新订单指数和就业指数为主要提振。**从分类数据中显示，美国 8 月纽约联储制造业就业指数为-1.6，高于前值的-9.6；美国 8 月纽约联储制造业物价获得指数为 4.5，低于前值的 8.5；美国 8 月纽约联储制造业新订单指数为 6.7，高于前值的-1.5；库存指数为 5.8，高于前值的-10.9；未完成订单未-9.7，高于前值的-5.1。

8 月 15 日费城联储公布数据显示，美国 8 月费城联储制造业指数为 16.8，高于预期 9.5，但低于前值的 21.8。**新订单指数为主要提振。**从分类数据中显示，费城联储制造业装船指数为 19，低于前值的 24.9；物价获得指数为 13，高于前值的 9.5；制造业新订单指数为 25.8，高于前值的 18.9；物价支付指数为 12.8，低于前值的 16.1；就业指数为 3.6，低于前值的 30。

4、美国 7 月工业产出月率不及预期和前值

8 月 15 日晚间美联储公布数据显示，7 月份美国工业生产下滑 0.2%，不及预期的 0.1%，也不及前值的 0.2%；7 月制造业产能利用率下降 0.4 个百分点至 75.4%，比长期平均水平低 2.9 个百分点。

采矿业和制造业产出为主要拖累。分类数据显示，7 月份，由于飓风巴里导致墨西哥湾石油开采量大幅但暂时下降，矿业产量下降 1.8%，低于前值的 0.6%；公用事业指数上涨 3.1%，远高于前值的-3.3%；7 月份制造业产出-0.4%，低于前值 0.6%，其中耐用品、非耐用品和其他制造业均出现回落。大多数主要耐用品类别的产量下降。木材产品，机械和非金属矿产品的跌幅最大，而航空航天和运输设备则录得最大幅度的涨幅。

5、美国 7 月新屋开工年化月率低于预期

8 月 16 日晚间 NAR 公布数据显示美国 7 月新屋开工年化月率为-4%，低于预期的 0.2%，并低于前值的-1.8%；美国 7 月新屋开工年化总数为 119 万，低于预

期的 125.6 万套，并低于前值 124.1 万套；美国 7 月营建许可月率 8.4%，高于预期的 3.1%，并高于前值-5.2%；美国 7 月营建许可总数(万户)133.6 万套，高于预期的 127.0 万套，高于前值的 123.2 万套。

多户住宅开工连续第二个月下滑，而单户住宅开工数则升至 1 月以来的最高水平。占住房市场最大份额的单户住宅建筑在 7 月份增长了 1.3%，达到 876,000 套，是六个月以来的最高水平。东北部，西部和中西部的单户住房开工率上升，但人口稠密的南部地区则下降了 3.9%。由于土地和劳动力短缺，住房市场并没有从抵押贷款利率下降中获益，这使得房地产市场继续受到库存紧张和销售增长缓慢的影响。8 月份房屋建筑商的信心增强。建筑商报告称对单户住宅的需求强劲，但表示他们“继续面临因过度监管，工人长期短缺以及缺乏可建造地段而导致的建筑成本上升的问题。”

6、美国 8 月密歇根大学消费者信心指大幅回落

8 月 16 日晚间密歇根大学消费者信心指数显示美国 8 月密歇根大学消费者信心指数初值为 92.1，低于预期的 97，并低于前值的 98.4；美国 8 月密歇根大学 1 年期通胀率预期初值为 2.7%，高于前值 2.6%；美国 8 月密歇根大学现况指数初值为 107.4，低于前值 110.7；美国 8 月密歇根大学 5-10 年期通胀率预期初值为 2.6%，高于前值 2.5%；美国 8 月密歇根大学预期指数初值为 82.3，低于前值 90.5。

贸易战加剧了消费者对未来金融前景的不确定性。8 月初，33%的消费者对美国对中国 9 月份提高进口关税的提议表示强烈反对，尽管宣布将推迟至圣诞节，对消费者价格的负面影响推迟，但这仍引发了人们对未来物价上涨的担忧。消费者在美联储的引导下得出结论，他们可能需要减少支出，以应对可能出现的衰退。长期以来，利率下降一直与经济衰退的开始有关。尽管 8 月的调查显示出对未来收入和就业增长速度的一些担忧，但消费者支出仍保持强劲的最重要支柱或许是有利的就业和收入前景。

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_10602

