

宏观点评

8图看清 10Y-2Y 美债收益率倒挂的表与里

事件：8月14日，美国10年期和2年期国债收益率盘中倒挂，市场对美国经济陷入衰退的担忧升温，VIX恐慌指数快速上升，美股大跌、黄金续涨。

1.美债期限利差倒挂，通常反映市场对美国经济前景的担忧（图1）。短端美债收益率通常受货币政策影响更大，利率弹性较小；长端美债收益率与经济表现相关度更大，利率弹性也更大。因此美债期限利差走势通常反映市场对未来经济的预期，当期限利差倒挂也表明投资者对美国经济前景较为悲观。换言之，期限利差是市场预期的结果，并非引发经济衰退的原因。

2.本次 10Y-2Y 美债收益率倒挂，除基本面因素外，很大程度上受贸易摩擦升级影响（图2、图3）。历史经验显示，美联储实施紧缩货币政策时期，以及美国经济进入周期尾端后，美债期限利差趋于持续收窄。但过去几个月以来，10Y美债收益率快速下行的拐点往往发生在中美贸易摩擦加剧的时点，期限利差也随之快速收窄。因此，本次 10Y-2Y 美债利差倒挂，很大程度上是受贸易摩擦引发避险情绪升温的影响，并不完全是经济基本面变化所致。

3.历史上 10Y-2Y 利差倒挂后，美国经济都随之衰退：最快 1年后、最慢 3年后、平均 2年后（图4、图5）。据美国国家经济研究局（NBER）界定，1978年至今，美国共经历5轮衰退期，历次衰退之前 10Y-2Y 美债收益率均出现了倒挂：从倒挂提前的时间来看，最快提前12个月，最慢提前36个月，平均提前22个月。按此经验规律，当前 10Y-2Y 美债利差倒挂，并不能判定美国经济短期就会陷入衰退，但中长期几成定局。

4.重申前期观点：美国经济短期内陷入衰退的可能性较低（图6、图7）。前期报告《美国一季度 GDP 超预期的表与里》我们指出：历次美国衰退的根本原因，都是企业或居民部门大规模债务违约引发的金融体系崩溃。当前，美国居民部门债务压力较轻，企业部门债务压力偏高但尚可承受，同时金融体系抗风险能力显著增强，因此美国经济短期内陷入衰退的可能性较小。

5.历史上 10Y-2Y 美债收益率倒挂后，大类资产怎么走（图8）：美元指数表现无一致性规律，10Y美债收益率多数上行，标普500指数多数上涨，黄金价格走势无一致性规律，原油价格多数上涨。此外，在前期报告《美联储十年来首次降息，更像历史上哪轮？》中我们指出：今年7月美联储启动10年首次降息，与1989年美联储降息的宏观背景高度一致。参考1989年的经验规律，再结合当前具体情况，我们对本轮美联储降息后大类资产表现的判断如下：美元短期仍有韧性，不宜过早看空，但中长期趋于下跌；美股短期有望维持上涨，中长期趋于持续回调；美债收益率可能在较长时期内维持下行趋势；黄金短期大概率震荡，中长期趋于上涨；原油短期有望小幅走高，中期取决于OPEC减产力度，长期大概率下跌。

风险提示：美国经济表现超预期，中美贸易摩擦超预期演化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

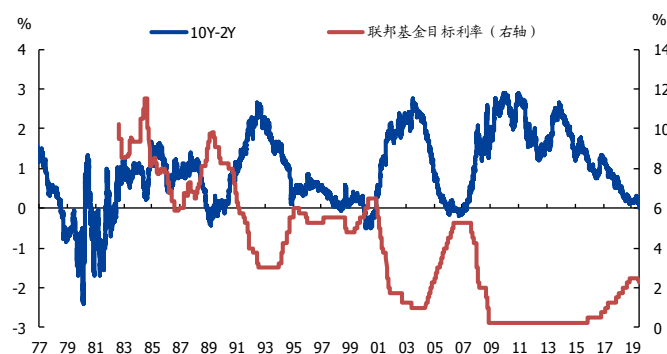
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《美联储十年来首次降息，更像历史上哪轮？》2019-08-01
- 2、《美国降息几成定局，关键是节奏——6月FOMC会议点评》2019-06-20
- 3、《美国一季度GDP超预期的表与里》2019-04-27
- 4、《以史为鉴：全球流动性重回宽松，大类资产何去何从？》2019-03-24

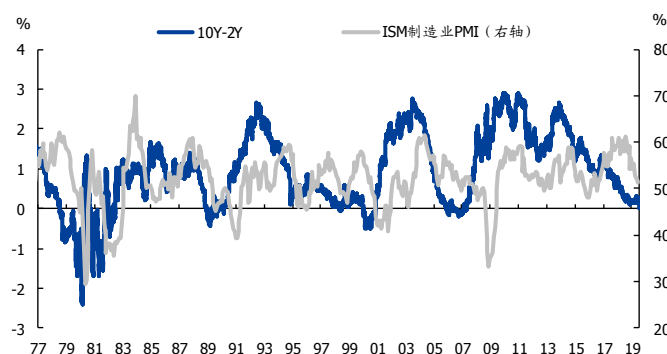


图表 1: 10Y-2Y 美债利差与联邦基金目标利率走势高度负相关



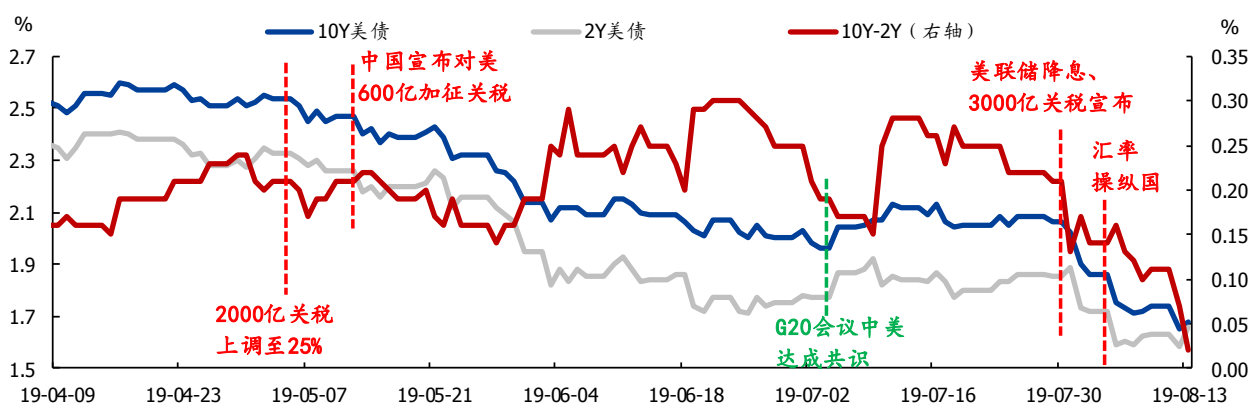
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 经济周期尾端 10Y-2Y 美债利差趋于持续收窄



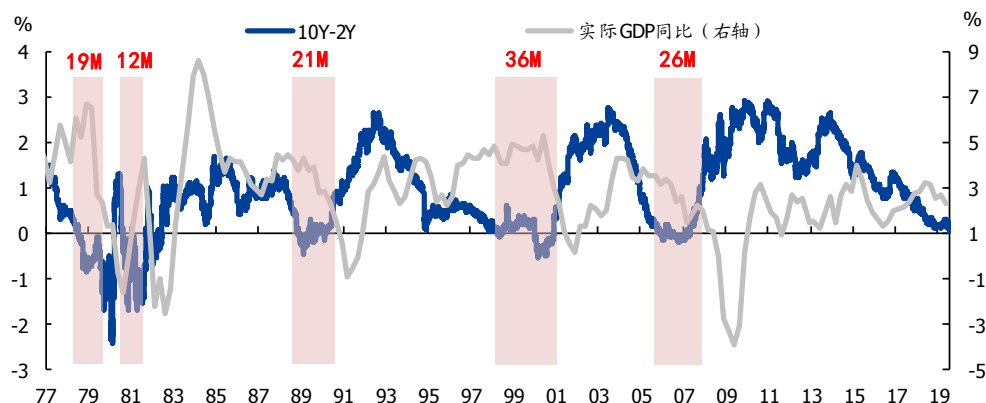
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 本次 10Y-2Y 美债利差除基本面因素外, 很大程度上受中美贸易摩擦加剧影响



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 历史上 10Y-2Y 美债利差倒挂往往预示着经济衰退, 但提前量偏差较大



资料来源: NBER, Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 历史上 10Y-2Y 利差倒挂与经济衰退的领先情况统计

10Y-2Y 首次倒挂	美国经济衰退起点 (NBER)	领先时长
2005-12-27	2008-01	26 个月
1998-05-26	2001-04	36 个月
1988-12-13	1990-08	21 个月
1980-09-12	1981-08	12 个月
1978-08-18	1980-02	19 个月
	平均	22 个月

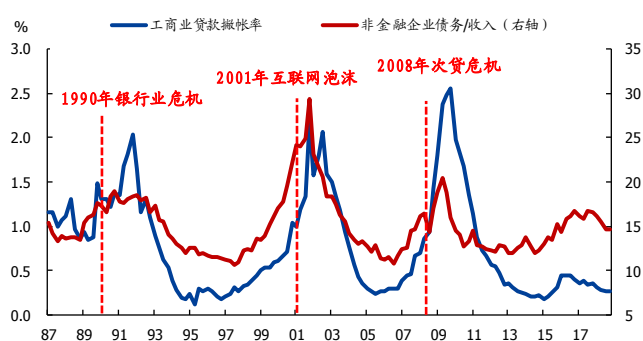
资料来源: NBER, Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 历次衰退前美国企业和居民部门杠杆率持续抬升 (当前下降)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 历次衰退前美国企业偿债压力和银行坏账率快速抬升 (当前下降)



资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 8: 历次 10Y-2Y 美债利差倒挂后大类资产表现一览

10Y-2Y 首次倒挂时点	观察期	美元指数	10Y 美债	标普 500	黄金	原油
2005-12-27	后 1 个月	-2.5	0.2	1.9	12.4	10.7
	后 3 个月	-1.6	0.5	3.0	14.5	8.0
	后 6 个月	-6.6	0.8	1.1	21.3	21.0
	后 12 个月	-8.2	0.4	12.9	25.6	8.1
1998-05-26	后 1 个月	1.4	-0.1	3.6	0.8	-11.0
	后 3 个月	0.5	-0.5	-12.5	-6.5	-11.0
	后 6 个月	-3.6	-0.9	6.4	-1.0	-15.3
	后 12 个月	2.6	0.0	19.0	-8.5	14.5
1988-12-13	后 1 个月	5.6	-0.1	7.7	-6.7	12.5
	后 3 个月	7.1	0.2	6.7	-8.3	23.1
	后 6 个月	11.3	-1.1	15.1	-10.1	20.3
	后 12 个月	1.7	-1.2	27.9	-3.5	32.1
1980-09-12	后 1 个月	3.9	1.1	1.5	-6.4	13.8
	后 3 个月	6.2	1.1	8.1	-12.6	21.1
	后 6 个月	13.7	1.8	8.3	-25.1	14.5
	后 12 个月	26.6	4.5	-7.5	-36.9	3.5
1978-08-18	后 1 个月	-1.0	0.1	-2.1	4.8	0.1
	后 3 个月	0.5	0.4	-9.6	-7.1	3.2
	后 6 个月	-1.7	0.7	-8.1	21.6	62.2
	后 12 个月	-2.8	0.8	4.4	53.9	165.8

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所 注: 10Y 美债为收益率变动, 其它为涨跌幅

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_10701

