

“U”型的美债收益率曲线说明了什么？

报告摘要

● 主题评论：“U”型的美债收益率曲线说明了什么？

- 议息会议后，市场对7月份降息的预期已经十分强烈。自从5月份3M与10Y收益率出现倒挂以来，收益率曲线一直呈现出非常明显的“U”型。我们总结了历史上3次收益率曲线倒挂时期的曲线形状，分别为1989年、2000年、2007年，发现了这样的现象：（1）在收益率曲线倒挂初期，曲线一般是完全向下的；（2）随着美联储降息或者市场降息预期的提高，3M和10Y的倒挂可能仍会存在，但是曲线已经变为明显的“U”型；（3）一般2年期和3年期收益率是“U”型曲线的最低点。
- 本次倒挂与前面3次非常不一样的地方在于，本次倒挂自始至终均是“U”型，从来没有出现过完全向下的收益率曲线，即3M与10Y倒挂，但2Y与10Y并没有倒挂。怎样解释这个现象？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不仅包含了期限溢价，还包含进了降息预期，相关性分析表明，2Y-3M利差与美联储的降息预期之间存在非常明显的负相关关系；以10年期为代表的长期债券收益率，除了包含降息预期和期限溢价外，还包含了通胀预期的因素。
- 历史上的三次倒挂后，在最开始，降息预期并不高，因此通胀预期也并没有向上走，所以出现了完全向下的收益率曲线；但是随着降息预期的升高，2Y-3M的期限利差被拉大，通胀预期也出现明显上升，收益率曲线逐渐过渡到了“U”型。本次倒挂后，降息预期一直比较高，因此并没有出现完全向下的收益率曲线，而是一开始便是“U”型。这至少表明了**在降息预期浓厚的情况下，市场对长期经济增长和长期通胀的预期并没有之前三次那么悲观。因此，“U”型的收益率曲线对经济衰退的指示性作用，可能并没有前三次那么强，或者说，市场认为即便经济会衰退，下滑的程度也没有之前那么大。**

● 大类资产走势回顾：

- **汇率：美元指数下行至96.2。**主要原因在于美联储释放出偏鸽派的政策信号以及欧元区6月PMI数据略有改善。受此影响，主要货币兑美元均出现了明显的升值，其中人民币升值0.96%、日元升值1.15%、英镑升值1.22%、欧元升值1.42%。
- **商品：原油、黄金、铜价格均出现了明显反弹。**主要原因在于美元指数出现明显下降。其中布伦特原油上涨5.84%，至63.4美元/桶，WTI原油上涨8.83%，至57.43美元/桶；黄金价格上涨4.37%；铜价上涨2.67%。
- **股债：全球股指出现反弹。**受益于流动性的宽松，上周全球股指继续出现明显的反弹。债券市场方面，上周10年期美债收益率下跌到2.07%。截至6月21日，10年期美德利差上升1BP至2.36%，10年期美日利差上升2BP至2.232%。

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一家独立研究公司。

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：“U”型的美债收益率曲线说明了什么？	3
二、海外重点事件追踪	5
1、美联储维持利率不变	5
2、欧央行摆出明确宽松信号	6
3、英国央行维持利率不变	6
三、海外央行与市场观点追踪	7
四、大类资产走势回顾	8
1、汇率：美元指数下行至 96.2	8
2、商品：原油价格明显反弹	9
3、股债：全球股指继续反弹	9

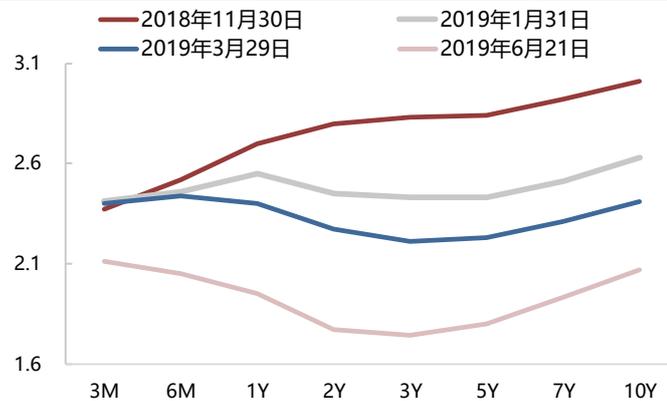
图表目录

图表 1：本次倒挂收益率曲线始终为“U”型	3
图表 2：1989 年倒挂初期的收益率曲线	3
图表 3：1989 年倒挂后收益率曲线过渡到“U”型	3
图表 4：2000 年倒挂初期的收益率曲线	4
图表 5：2000 年倒挂后收益率曲线过渡到“U”型	4
图表 6：2007 年倒挂初期的收益率曲线	4
图表 7：2007 年倒挂后收益率曲线过渡到“U”型	4
图表 8：3M 收益率基本围绕联邦基金目标利率波动	5
图表 9：2Y-3M 利差与降息预期是负相关关系	5
图表 10：海外央行利率决议与官员表态追踪	7
图表 11：海外机构主要市场观点追踪	8
图表 12：上周美元指数上行至 97.56	8
图表 13：上周英镑与欧元继续贬值	8
图表 14：上周原油价格再度下跌	9
图表 15：上周黄金价格小幅上涨	9
图表 16：上周全球股指普遍反弹	9
图表 17：上周美德和美日利差稍走阔	9

一、主题评论：“U”型的美债收益率曲线说明了什么？

6月20日美联储召开议息会议后，市场对7月份降息的预期已经十分强烈。自从5月份3M与10Y收益率出现倒挂以来，收益率曲线一直呈现出非常明显的“U”型（图表1）。

图表 1：本次倒挂收益率曲线始终为“U”型



资料来源：Wind，莫尼塔研究

我们总结了历史上3次收益率曲线倒挂时期的曲线形状，分别为1989年、2000年、2007年，发现了这样的现象：（1）在收益率曲线倒挂初期，曲线均是完全向下的；（2）随着美联储降息或者市场降息预期的提高，3M和10Y的倒挂可能仍会存在，但是曲线已经变为明显的“U”型；（3）一般2年期和3年期收益率是“U”型曲线的最低点（图表2、3、4、5、6、7）。

图表 2：1989 年倒挂初期的收益率曲线



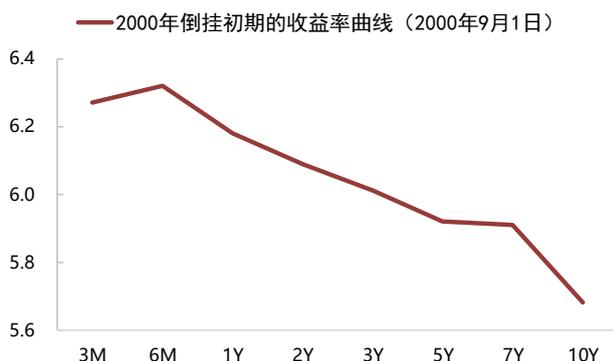
资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：1989 年倒挂后收益率曲线过渡到“U”型



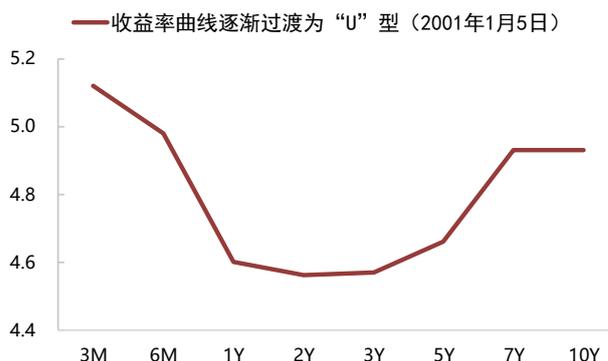
资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：2000 年倒挂初期的收益率曲线



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：2000 年倒挂后收益率曲线过渡到“U”型



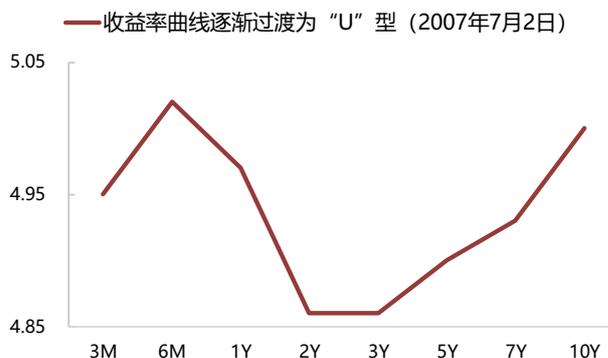
资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：2007 年倒挂初期的收益率曲线



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：2007 年倒挂后收益率曲线过渡到“U”型



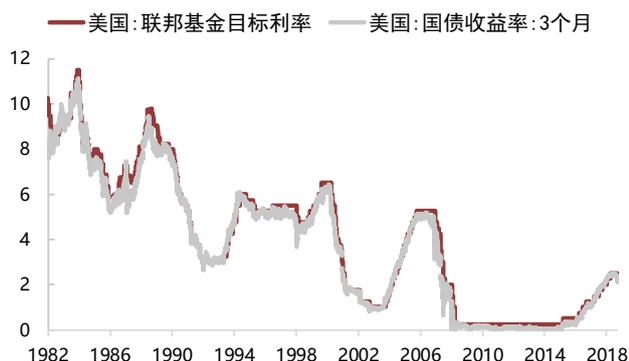
资料来源：Wind，莫尼塔研究

本次倒挂与前面3次非常不一样的地方在于，本次倒挂自始至终均是“U”型，从来没有出现过完全向下的收益率曲线，即3M与10Y倒挂，但2Y与10Y并没有倒挂。怎样解释这个现象？

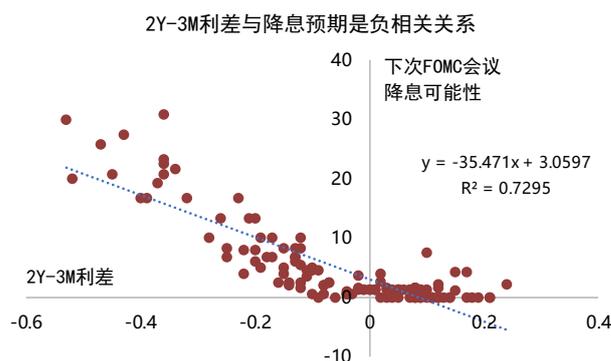
首先要从不同期限收益率的影响因素说起。传统的利率期限结构理论包括：预期理论、流动性偏好理论和市场分割理论。预期理论认为，远期利率是对未来即期利率的无偏估计，收益率曲线的形态取决于对未来利率的理性预期，因此，如果市场预期未来利率会下降，那么长债的收益率便会低于短债；流动性偏好理论认为，收益率曲线取决于流动性溢价水平，债券的期限越长，流动性越差，需要包含进一部分的流动性溢价，利率也就越高；市场分割理论认为，收益率曲线取决于各种期限债券的供求状况。这三种理论可以比较好的解释收益率曲线的形状。以3个月为代表的短期债券收益率可以近似的看作即期利率，基本围绕联邦基金目标利率波动（图表8）；以2年期为代表的中期债券收益率不仅包含了期限溢价（包含流动性溢价和供求关系两方面）的因素，还包含进了降息预期，相关性分析表明，2Y-3M利差与美联储的降息预期之间存在非常明显的负相关关系（图表9）；而以10年期为代表的长期债券收益率，除了包含了降息预期和期限溢价外，还包含进了通胀预期的因素。

图表 8: 3M 收益率基本围绕联邦基金目标利率波动

图表 9: 2Y-3M 利差与降息预期是负相关关系



资料来源: Wind, 莫尼塔研究



资料来源: Wind, 莫尼塔研究

因此, 历史上的三次倒挂后, 在最开始, 降息预期并不高, 因此通胀预期也并没有向上走, 所以出现了完全向下的收益率曲线; 但是随着降息预期的升高, 2Y-3M的期限利差被拉大, 通胀预期也出现明显上升, 收益率曲线逐渐过渡到了“U”型。本次倒挂后, 降息预期一直处于比较高的状态, 因此并没有出现完全向下的收益率曲线, 而是一开始便是“U”型。

那么“U”型的收益率曲线是否对经济衰退具有指示性作用? 现有的研究基本上均围绕10Y-3M利差展开, 美联储 (Wright, 2006) 和纽约联储 (EStrella and Trubin, 2006) 在2006年也做过类似的研究, 但是对收益率曲线为何具有预测效应, 目前并没有统一的理论模型解释, 主流观点是通过投资者预期的渠道来传导, 即如果曲线成平滑或者倒挂形态, 说明投资者对未来通胀和利率的预期是走低的, 因此也就会减少消费和投资, 并导致经济衰退。

而本轮倒挂, 并没有出现完全向下的收益率曲线, 这至少表明了降息预期浓厚的情况下, 市场对长期经济增长和长期通胀的预期并没有之前三次那么悲观。因此, “U”型的收益率曲线对经济衰退的指示性作用, 可能并没有前三次那么强, 或者说, 市场认为即便经济会衰退, 下滑的程度也没有之前那么大。

二、海外重点事件追踪

1、美联储维持利率不变

6月20日凌晨, 美联储公布利率决议, 维持联邦基金利率在2.25%-2.50%不变, 符合市场预期。本次会议息会议及新闻发布会值得关注的点包括: 1、点阵图。点阵图显示, 7名委员预计2019年将降息2次, 1名预计降息1次, 8名预计年内维持利率不变, 1名预计加息1次; 2、首次出现了反对票。本次会议的投票中, 圣路易斯联储主席Bullard投了降息票; 3、删除了“耐心”一词, 改为“密切监测未来经济信息对经济前景的影响, 并将采取适当行动”; 4、对经济前景的表述修改为“不确定性正在增加”, 将“经济增长稳健”改为“经济增长温和”; 5、缩表将按照计划进行, 但如果货币转向宽松也有可能调整缩表计划; 6、美联储下调了对于失业率、PCE、核心PCE的预期中值, 但对于GDP增速的预期中值有所上浮。

从金融市场的表现看, 股票市场迅速上涨, 标普500收涨0.30%; 10年期美债下跌0.2BP至2.029%; 3个月美债下跌1.3BP至2.17%; 美元指数下行至97.2以下; 7月降息25个BP的概率从61.4%上升到83.7%; 7月降息50个BP的概率从20.7%下降到15.6%。总体上看, 金融市场的反应与历史规律比较符合。本次会议美联储呈现出明显的鸽派倾向, 促使美联储态度发生转变的原因包括通胀预期的下降、

就业数据的不佳以及不确定性的提高，美联储也将继续观察不确定性是否会导致经济前景承压，并决定是否采取适当行动。根据历史数据的统计，如果政策声明中出现“根据需要采取行动”的措辞，都会是美联储即将发生政策转变的强烈信号，自1999年以来，反例仅有4次。

目前看美联储年内降息的可能性已经非常高，但我们认为降息的规模并不会很大，降息1-2次的可能性更高一些，主要原因包括：（1）下半年美国经济存在地产补库存的支撑，不会表现的特别差；（2）为以后留足降息的空间。从金融市场的角度，根据历史规律，在美联储降息前后，美股一般会出现一波上涨，债券收益率趋于下行，但长债收益率在降息落地后反而会上升。预计长债收益率继续向下的空间已经不大，近期的资产配置上应主要以股市和短债为主。

2、欧央行摆出明确宽松信号

欧洲央行行长德拉吉周二在辛特拉论坛上发表讲话称，展望未来，欧元区增长前景仍倾向于下行，未来几个季度的指标显示出持续走软。在风险缺乏改善的情况下，欧元区实现通胀目标受到威胁，将需要额外的刺激措施，如果通胀没有达到目标，欧洲央行可以再次降息或提供资产购买。目前欧元区市场显示ECB将在年内降息10个基点，将存款利率从-0.4%下调至-0.5%。

从金融市场的表现看，股市出现明显上涨，DAX涨2.03%、CAC40涨2.20%。债市收益率迅速下行，法国、瑞典、奥地利三国10年期国债收益率首次跌至0%；德国10年期国债收益率则进一步迈向负区间，刷新历史新低至-0.326%；英国10年期国债收益率亦跌6个基点，创2016年10月以来最低水平。大宗商品亦全线走高，原油涨超2%，LME期铜涨1.9%，LME期镍涨1.5%。汇率方面，欧元兑美元大幅下挫跌破1.12。

3、英国央行维持利率不变

北京时间20日晚间，英国央行公布利率决议，维持利率于0.75%不变，符合市场的普遍预期。此外，货币政策委员会一致同意维持4350亿英镑资产购买规模不变，一致同意维持100亿英镑非金融投资级企业债购买规模不变。英国央行表示，货币政策委员会在本次会议上认为，现有的货币政策立场是适当的。由于贸易紧张形势加剧、无协定脱欧风险增加，经济增长面临的下行风险增加，下调英国第二季度GDP增速预期至0%。如果脱欧进展顺利，将来的任何加息都是渐进的且有限度的。

决议公布后，英镑兑美元短线小幅下挫，国际黄金短线变动不大。5月初以来英镑已下跌5%，因外界担心不论能否达成退欧协议，下任首相的热门人选约翰逊都将带领英国在10月31日退出欧盟。不过，本周欧洲央行和美联储最新的鸽派倾向使得英镑连续第二天上涨。根据CME“英国央行观察”，英国央行今年8月维持利率在0.75%的概率为99%，加息25个基点的概率为1%；9月维持利率在0.75%的概率为97.0%，加息25个基点为3%；11月维持利率在0.75%的概率为85.7%，加息25个基点的概率为2.6%，降息25个基点的概率为11.6%。

三、海外央行与市场观点追踪

图表 10：海外央行利率决议与官员表态追踪

美联储主要官员表态追踪			
日期	官员	有无投票权	具体内容
6月20日	美联储议息会议		6月20日凌晨，美联储公布利率决议，维持联邦基金利率在2.25%-2.50%不变，符合市场预期。本次会议息会议及新闻发布会值得关注的点包括： 1、点阵图。点阵图显示，7名委员预计2019年将降息2次，1名预计降息1次，8名预计年内维持利率不变，1名预计加息1次；2、首次出现了反对票。本次会议的投票中，圣路易斯联储主席Bullard投了降息票；3、删除了“耐心”一词，改为“密切监测未来经济信息对经济前景的影响，并将采取适当行动”；4、对经济前景的表述修改为“不确定性正在增加”，将“经济增长稳健”改为“经济增长温和”；5、缩表将按照计划进行，但如果货币转向宽松也有可能调整缩表计划；6、美联储下调了对于失业率、PCE、核心PCE的预期中值，但对于GDP增速的预期中值有所上浮。
6月21日	美联储副主席 Richard Clarida	有	实施宽松政策的理由有所增多，将会根据支持经济持续增长来采取措施。美国目前接近2%的通胀目标，贸易上的不确定性使市场情绪承压。美联储有保持经济持续增长所需的工具。
6月22日	美联储理事 Lael Brainard	有	自5月初以来政策不确定性带来的“交叉乱流”日益加剧，这对全球增长前景构成压力，促使各国央行采取更加宽松的货币政策立场。在风险转向下行的情况下，低中性利率环境下风险管理的基本原则与压缩的传统政策空间将会使政策的预期路径变得更加温和。
6月22日	明尼阿波利斯联储主席卡什卡利	2020年投票权	对美联储维持利率稳定的决定进行了猛烈抨击。他表示，经济需要进行休克疗法，以推高通胀和通胀预期，并让公众相信美联储对2%的通胀目标是认真的。联邦公开市场委员会应该采取强有力的行动，将通胀预期重新锚定在我们2%的目标，并支持强劲的就增长、更高的薪资增长和持续的经济扩张。
欧央行主要官员表态追踪			
日期	官员		具体内容
6月18日	欧洲央行行长德拉吉		欧洲央行行长德拉吉周二在辛特拉论坛上发表讲话称，展望未来，欧元区增长前景仍倾向于下行，未来几个季度的指标显示将持续走软。在风险缺乏改善的情况下，欧元区实现通胀目标受到威胁，将需要额外的刺激措施，如果通胀没有达到目标，欧洲央行可以再次降息或提供资产购买。目前欧元区市场显示ECB将在年内降息10个基点，将存款利率从-0.4%下调至-0.5%。
6月21日	欧洲央行行长德拉吉		欧洲央行行长马里奥·德拉吉对欧盟领导人表示，目前欧元区经济状况强劲，但疲软迹象越来越多。如果经济没有改善，而且通胀面临无法持续保持在欧洲央行目标水平的威胁，将需要额外的刺激措施。
日央行主要官员表态追踪			
日期	官员		具体内容
6月20日	日本央行议息会议		日本央行在货币政策会议后宣布维持当前货币政策不变。短期利率维持负0.1%的水平，继续购买长期国债，以使长期利率维持在零左右运行。日本央行认为日本国内经济保持温和复苏态势。
其他央行追踪			
日期	国家		具体内容
6月18日	澳洲央行		澳洲央行公布会议纪要显示，该行理事会认为在6月会议上降息将有助于加速经济，但仅仅这样还不够，可能不得不进一步降息，以降低失业率并恢复工资和通胀的增长。目前，期货市场预计澳大利亚央行在7月2日会议上降息的概率约为58%，8月会议上降息的可能性则是100%，预计到年底将降息至0.75%。
6月20日	英国央行议息会议		英国央行公布利率决议，维持利率于0.75%不变，符合市场的普遍预期。此外，货币政策委员会一致同意维持4350亿英镑资产购买规模不变，一致同意维持100亿英镑非金融投资级企业债购买规模不变。英国央行表示，货币政策委员会在本次会议上认为，现有的货币政策立场是适当的。由于贸易紧张形势加剧、无协定脱欧风险增加，经济增长面临的下行风险增加，下调英国第二季度GDP增速预期至0%。如果脱欧进展顺利，将来的任何加息都是渐进的且有限度的。
6月20日	印度央行		印度央行20日公布的会议纪要显示，疲弱的经济增长已经成为其高度关注的重点。在此之前，印度央行的货币政策更多侧重在通胀压力上。印度央行采取降息举措主要着眼点在于疲弱的经济增长。印度央行行长达斯指出，印度经济增长动能疲弱，投资萎缩。

资料来源：Wind，莫尼塔研究

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_11818