

# 本轮美债收益率倒挂和以往有何异同？

✍️ : 孙付 执业证书编号: S1230514100002 瞿黔超 (联系人)  
 ☎️ : 021-64718888-1308 021-80106023  
 ✉️ : sunfu@stocke.com.cn quqianchao@stocke.com.cn

## 投资要点

### □ 美国经济衰退幽灵再现

受新型冠状病毒疫情影响，全球避险情绪导致美债 3m10y 再次出现倒挂。美债收益率倒挂是预测美国经济衰退的一个可靠的指标，但是不少政策制定者和市场人士都认为，本轮美国利率倒挂对于经济衰退的警示意义并没有那么强。那么我们就需要弄清楚本轮利率倒挂和以往有何异同。

### □ 利率倒挂是如何形成的？

美债收益率曲线平坦化是短端利率上行速度超过长端利率的结果。简单地说，利率倒挂要么是短端利率上升（美联储加息）过快，要么就是长端利率下行过快引起的，最后导致短端利率超过长端利率。**1953年以来的绝大多数利率倒挂是由美联储过度收紧货币政策导致短端利率快速上行，而2000年和2019年利率倒挂主要是市场避险情绪引发长端利率快速下行。**

### □ 从利率倒挂到经济衰退的货币传导机制

通常，早在出现利率倒挂之前，随着期限利差缩小（收益率曲线平坦化），美国银行信贷增速就已经呈现显著放缓趋势。而利率倒挂出现之后的1年半内信贷增速放缓趋势都会一直延续。

2000Q2 这个周期信贷数据异常的平滑，出现利率倒挂之后两个季度，信贷数据增速就扭转颓势，加速向上变化。为何 2000Q2 周期信贷增速和其他四个周期走势差异较大？我们认为，这跟利率倒挂成因有着密切联系，2000Q2 这个周期利率倒挂主要归因于长端利率快速下行。长端利率直接影响总需求，因为长端利率关系到各个经济体的融资成本。长端利率下行，对于利率较为敏感的房地产等部门会直接受益，率先复苏，刺激按揭贷款增速的反弹。

### □ 本轮美国经济走势推演

我们认为，本轮利率倒挂对于经济衰退仍然具有警示意义。根据最新的数据，美国信贷增速仍然处于下行轨道中。而信贷数据领先于经济数据，这至少意味着 2020 年上半年美国经济将继续放缓。只要信贷增速没有出现拐点，经济拐点大概率也就还不会出现。

美国经济衰退也许不会出现在 2020 年，但是迟早还是会来临，这是经济周期规律所致。**本轮利率倒挂和 2000 年具有较高的相似性，参照 2000 年历史经验，如果未来美国经济陷入衰退，触发因素很有可能也是美股大幅回调。**本轮美联储降息为美股托底起到了积极的作用，但是利率是一把双刃剑，低利率环境容易滋生资产泡沫，特别是目前美股表现和经济基本面出现了一定的脱节，从估值来看，尽管目前美股市盈率远远低于 2000 年数值，但是高于历史绝大多数时期，这可能意味着当前美股泡沫正在逐渐形成，美国经济衰退的触发因素也正在酝酿当中。

**风险提示：**通过历史不能完美预测未来

## 相关报告

- 《美国利率倒挂意味着什么？》
- 《以史为鉴，配置哪些资产？——美国加息周期下资产价格运行规律探析》
- 《这次不一样？——美联储加息末期大类资产运行规律研究》
- 《投资黄金如何宏观择时？》

报告撰写人：孙付  
 数据支持人：瞿黔超

## 正文目录

1. 美国经济衰退幽灵再现 .....	4
2. 利率倒挂是如何形成的? .....	5
2.1. 利率倒挂的两种情形 .....	5
3. 从利率倒挂到经济衰退的货币传导机制 .....	7
3.1. 检验信贷渠道 .....	7
3.2. 利率倒挂出现前后美国房地产部门表现 .....	8
4. 本轮美国经济走势推演 .....	10
附录 .....	12

## 图表目录

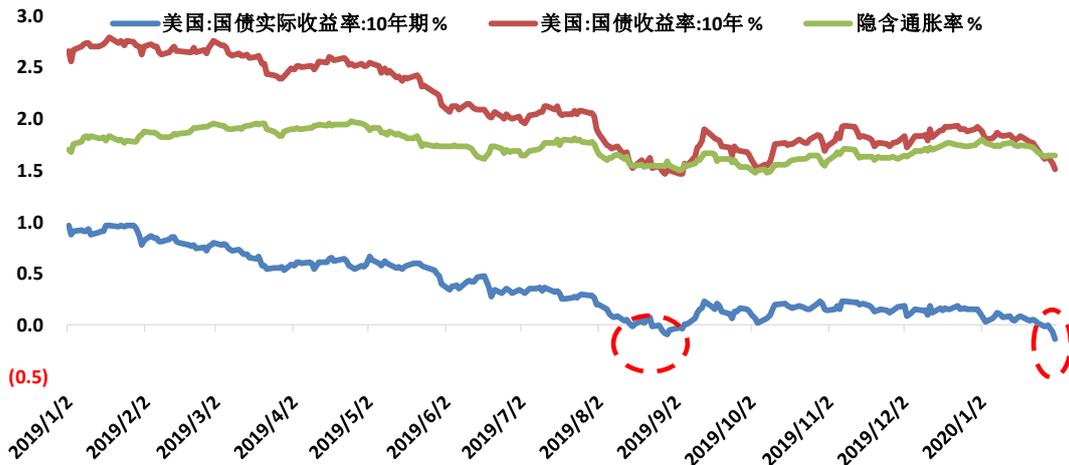
图 1: 美债 3m10y 再次倒挂 .....	4
图 2: 利率倒挂(us 1y10y)是美国经济衰退的先行指标 (蓝色框内为经济衰退期) .....	4
图 3: 1956-1957 年利率倒挂 (阴影部分为经济衰退期,下同) .....	6
图 4: 1959 年利率倒挂 .....	6
图 5: 1965-1966 年利率倒挂 .....	6
图 6: 1969-1970 年利率倒挂 .....	6
图 7: 1973-1974 年利率倒挂 .....	6
图 8: 1978-1981 年利率倒挂 .....	6
图 9: 1988-1989 年利率倒挂 .....	6
图 10: 2000 年利率倒挂 .....	6
图 11: 2006-2007 年利率倒挂 .....	7
图 12: 2019 年利率倒挂 .....	7
图 13: 出现利率倒挂之后 2 年内美国银行信贷环比增速% .....	8
图 14: 美国银行信贷环比增速% (8 个季度移动平均值) .....	8
图 15: 美国新建住房销售环比%(1) .....	9
图 16: 美国新建住房销售环比%(2) .....	9
图 17: 美国已开工的新建私人住宅套数环比%(1) .....	9
图 18: 美国已开工的新建私人住宅套数环比%(2) .....	9
图 19: 美国(OFHEO)房屋价格指数环比% (12 个季度移动平均值) .....	9
图 20: 美国实际 GDP 年化季环比% (8 个季度移动平均值) .....	11
图 21: 美国失业率% (8 个季度移动平均值) .....	11
图 22: 1871.1-2019.12 美股市盈率(PE) .....	11
图 23: 纽约联储估算 2020 年 12 月美国经济衰退概率为 23.2367% .....	12
图 24: 1989 年利率倒挂 .....	12
图 25: 2000 年利率倒挂 .....	13
图 26: 2006 年利率倒挂 .....	13
图 27: 2019 年利率倒挂 .....	13
图 28: 1998 年利率倒挂 .....	14

表 1：首次利率倒挂(1Y10Y)出现前两个债券品种收益率变化情况 .....5

## 1. 美国经济衰退幽灵再现

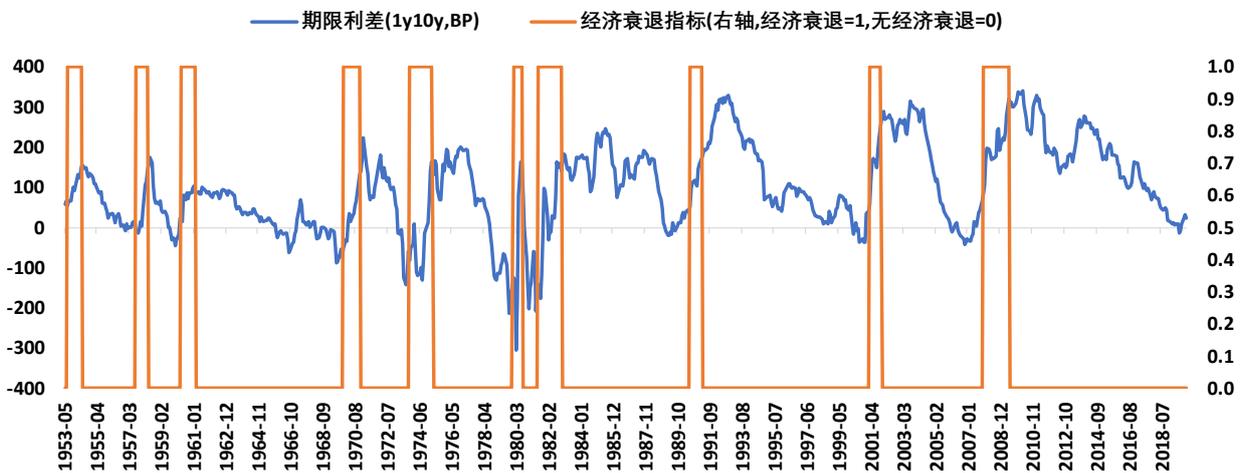
过去两周，受新型冠状病毒疫情影响，全球避险情绪再次点燃，2020.1.17-2020.1.31 美国 10 年期国债收益率快速下行 33bp，导致美债 3m10y 短暂出现倒挂。美国实际利率则下行了 28bp，再次转为负值（上一次出现负值为 2019 年 8 月底 9 月初），这意味着隐含通胀率同样出现了小幅下滑。众所周知，美债收益率倒挂是预测美国经济衰退<sup>1</sup>的一个可靠的指标，这也是利率倒挂如此受到关注的原因。但是不少政策制定者和市场人士都认为，本轮美国利率倒挂对于经济衰退的警示意义并没有那么强。那么我们就需要弄清楚本轮利率倒挂和以往倒底有何异同。本报告将从利率到挂的成因和对实体经济的传导机制等角度来研究这一问题，并对未来可能发生的情形进行推演。

图 1：美债 3m10y 再次倒挂



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 2：利率倒挂(us 1y10y)是美国经济衰退的先行指标（蓝色框内为经济衰退期）



资料来源：NBER、WIND、浙商证券研究所

<sup>1</sup> 1957 年以来美国总共经历了 9 次经济衰退，每次经济衰退之前均出现了利率倒挂现象。以 1y10y 计算，从出现利率倒挂到进入经济衰退的时间从 8 个月到 19 个月不等（平均时长为 13 个月）。收益率曲线反映了投资者对于当前和未来经济增速的预期差，利率倒挂意味着投资者认为未来的经济增速会低于当前的经济增速，经济衰退的概率大大提高。利率倒挂现象成功预测了 1957 年以来美国的 9 次经济衰退，唯一一次的例外发生在 1960s 中期，1965 年利率倒挂现象出现之后美国并没有经历经济衰退，但是经济增速同样出现了下滑。

## 2. 利率倒挂是如何形成的？

美债收益率曲线平坦化是短端利率上行速度超过长端利率的结果。简单地说，利率倒挂要么是短端利率上升（美联储加息）过快，要么就是长端利率下行过快（美联储降息未跟上步伐）引起的，最后导致短端利率超过长端利率。

在没有套利的情况下，长端利率应该等于未来短端利率均值的期望值加上风险溢价。正常情况下，长端利率会高于短端利率，因为需要补偿未来的通胀风险。一般而言，央行能够控制的是短端利率，长端利率会跟随短端利率上下波动，但是两者波动时点和波动幅度都会有差异。短端利率反映的是当前经济的状态：如果美国经济改善，美联储会加息；反之，如果经济恶化，美联储会降息。而长端利率映射的是市场对于经济增长和通胀前景的预期，如果市场对于经济增长前景从偏乐观转为偏悲观，那么长端利率就会进入下行轨道。此时，即使央行继续加息，长端利率也不会跟着短端利率上行，而是下跌。这种情况一般发生在加息末期的最后阶段。通常，长端利率进入下行轨道 1 到 3 个月内，美联储会停止加息，这种情形是典型的市场引导央行的状况。短端利率上行速度超过长端利率，会造成美债收益率曲线平坦化。如果短端利率高于长端利率，期限利差变为负值，就造成了美债收益率倒挂的局面。

### 2.1. 利率倒挂的两种情形

WIND 数据库里面只收录了 1982 年以来的 3 月期美债收益率的数据，样本相对较为有限，因此我们转而研究 1y10y，将样本扩大至 1953 年以来的月均值数据，分析 1953 年以来利率持续倒挂的 11 段时期，统计 1y10y 首月出现负值之前半年内两个债券品种收益率的变化情况，可以得到以下几个重要结论：

1. 在利率倒挂出现之前，绝大多数时期（9 段时期）短端利率和长端利率都处于上升轨道，这 9 段时期出现利率倒挂的直接原因是短端利率上行速率超过长端利率；
2. 2000 年和 2019 年利率倒挂是两个例外，在利率倒挂出现之前，无论是长端利率还是短端利率，都已经进入下行轨道，这两段时期出现利率倒挂的直接原因是长端利率下行速率超过短端利率；

由于短端利率主要受美联储控制，而长端利率主要受市场影响，这意味着，1953 年以来的绝大多数利率倒挂是由美联储过度收紧货币政策导致短端利率快速上行，而 2000 年和 2019 年利率倒挂主要是市场避险情绪引发长端利率快速下行。2000 年 3 月美国互联网泡沫开始破灭，2000M3-2000M5 纳斯达克指数下跌幅度接近 30%，避险资金涌向美国国债；而 2019 年 8 月中美贸易摩擦愈演愈烈，恐慌情绪蔓延，市场追捧国债和黄金等避险资产，此外，为了避开德国和日本等国家的负收益率，不少海外投资者转而投资美债，在一定程度上压低了美债收益率。2020 年 1 月底则是中国发生新型冠状病毒疫情，避险情绪再次爆发，短时间内大大压低了美国 10 年期国债收益率。

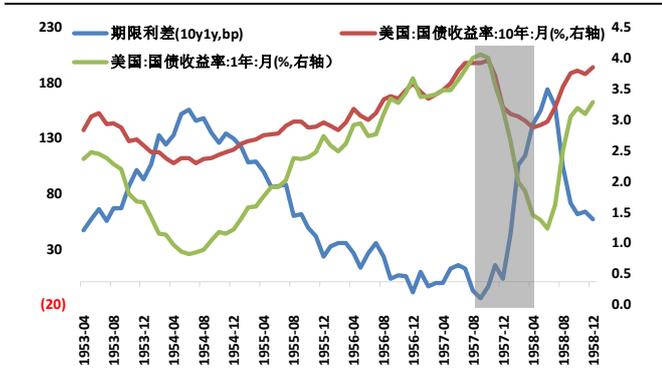
**表 1：首次利率倒挂(1Y10Y)出现前两个债券品种收益率变化情况**

首次出现利率倒挂月份 (10y-1y)	统计时期	美债 10Y 收益率月均值变化(BP)	美债 1Y 收益率月均值变化(BP)
1956.12	1956.6-1956.11	49	70
1959.9	1959.3-1959.8	44	81
1965.12	1965.6-1965.11	24	38
1967.12	1967.6-1967.11	59	60
1973.3	1972.9-1973.2	9	67
1978.9	1978.3-1978.8	26	100
1980.9	1980.6-1980.8	133	209
1989.2	1988.10-1989.1	29	93

2000.4	2000.1-2000.3	-40	-10
2006.1	2005.7-2005.12	28	71
2019.8	2019.3-2019.7	-62	-59

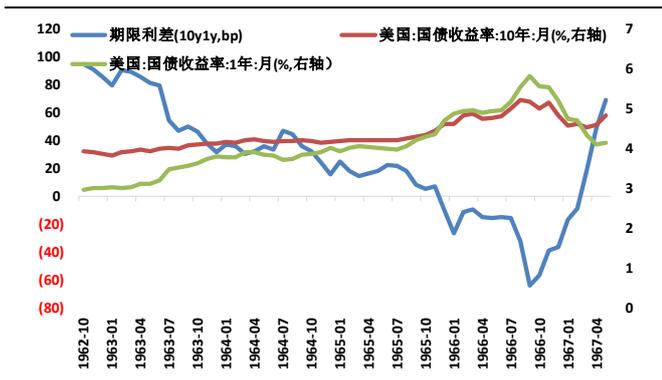
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 3：1956-1957 年利率倒挂 (阴影部分为经济衰退期,下同)



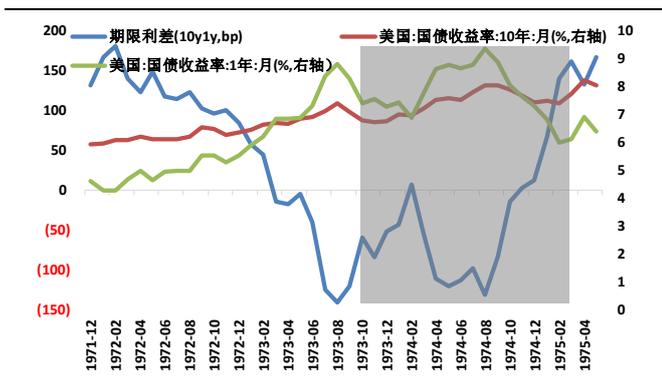
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 5：1965-1966 年利率倒挂



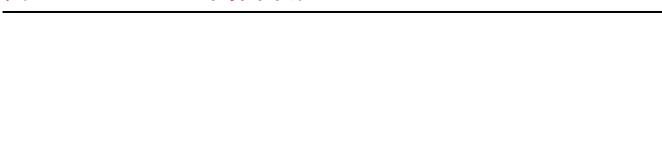
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 7：1973-1974 年利率倒挂



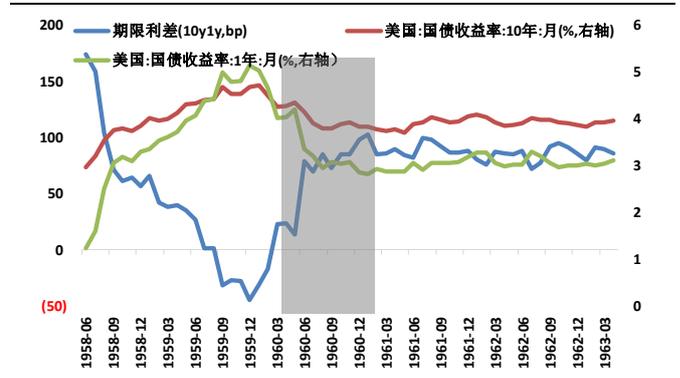
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 9：1988-1989 年利率倒挂



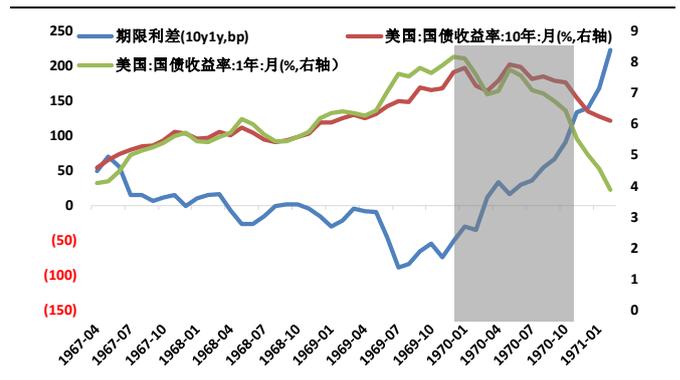
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 4：1959 年利率倒挂



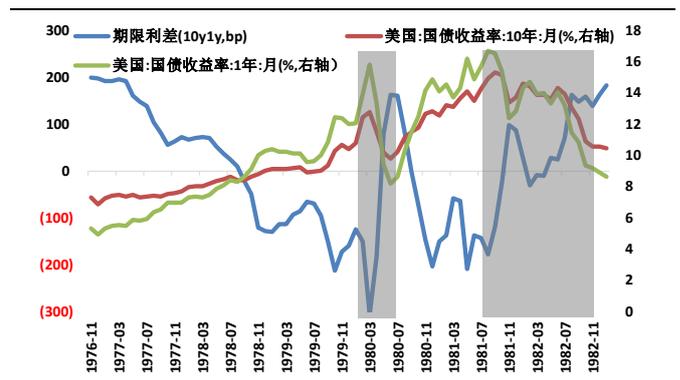
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 6：1969-1970 年利率倒挂



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 8：1978-1981 年利率倒挂

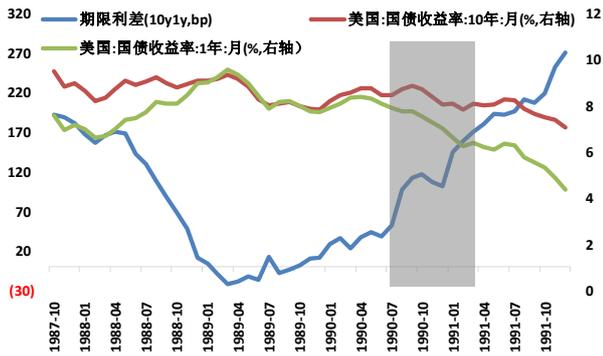


资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 10：2000 年利率倒挂

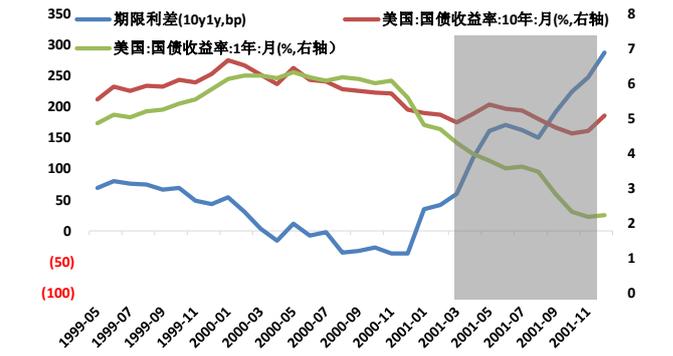


资料来源：WIND、浙商证券研究所



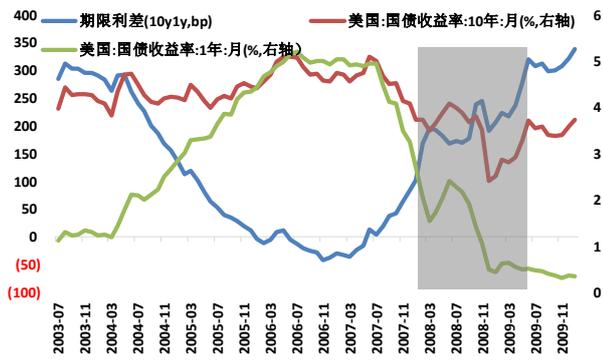
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 11：2006-2007 年利率倒挂

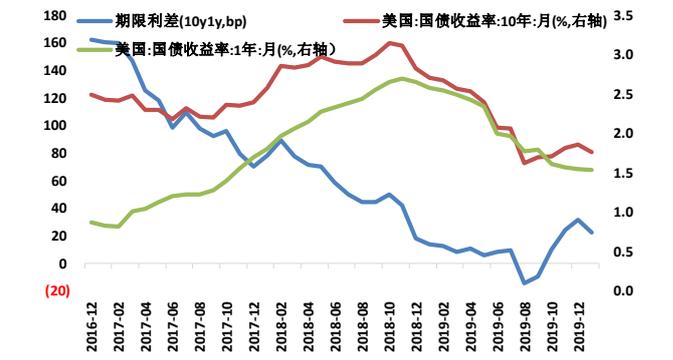


资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 12：2019 年利率倒挂



资料来源：WIND、浙商证券研究所



资料来源：WIND、浙商证券研究所

### 3. 从利率倒挂到经济衰退的货币传导机制

我们在 2019 年 3 月的专题报告《美国利率倒挂意味着什么？》中写过：“为什么利率倒挂是经济下行甚至衰退的指标？主流经济学有两种解释。一是经济周期运行的必然规律。通常，经济发展遵循“经济上升期——繁荣期——下行期——衰退期——复苏期——上升期”的规律运行。加息操作往往发生在经济上行期/扩张期，为的是控制通胀，加息操作直接推高短端利率，但是经济不可能永远处于扩张轨道上。长端利率反映的是市场对经济发展前景的看法，变化相对较为渐进。在经济扩张期的早期，长端利率跟随短端利率上行，但是长端利率上行速率要低于短端利率。当到达经济扩张后期，一旦市场对经济发展前景的情绪从乐观转为悲观，长端利率就会停止上升，甚至出现长端利率下滑的情况。长短端利率上行速率的差异甚至反方向的变化导致了利率倒挂的出现。二是信贷渠道，跟银行的盈利模式息息相关。银行盈利的模式简单的说就是“借短贷长”，从居民吸收短期储蓄，然后投放中长期贷款，赚取息差。长短端利率息差变小/变负，对银行来说就意味着利润空间的缩小/无利可图。这种情况下，银行借贷造成信贷紧缩，导致宏观经济步入下行轨道。”

#### 3.1. 检验信贷渠道

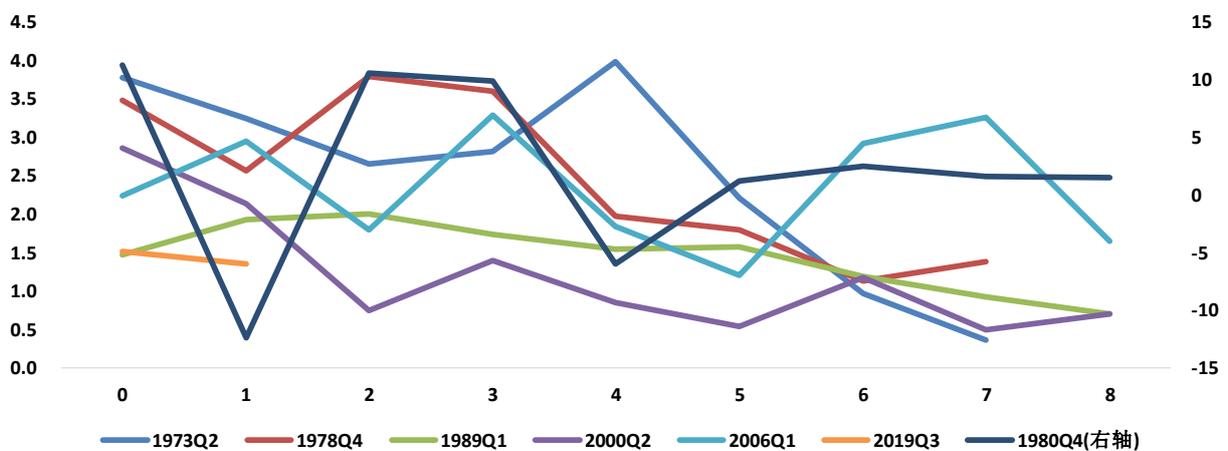
我们选取了 1973Q2-2019Q4 美国商业银行资产负债表中“银行信贷”季度环比数据，来验证第二种解释——信贷渠道。图 13 为原始数据，时间点 0 为美国出现 1y10y（季度均值）倒挂的首个季度，时间点-1 和 1 分别为首次出现利率倒挂的上一个季度和下一个季度，以此类推。原始数据波动较为剧烈，不易看出趋势。因此我们计算这些数据 8 个季度的移动平均值，用平滑后数据得到图 14，可以明显看出：过去五个周期<sup>2</sup>，早在出现利率倒挂之前，随着期限利差缩小（收益率曲线平坦化），美国银行信贷增速就已经呈现显著放缓趋势。而利率倒挂出现之后的 1 年半内信贷增速放缓趋势都会一直延续。

<sup>2</sup> 1973Q1 这个周期由于数据缺失，无法计算相关数据。

图 14 中，1980Q4 和 2000Q2 这两条线较为特殊。1980Q4 周期内所有数据都为负数，这是因为仅仅间隔 1 年美国连续经历了两段衰退期（1980M1-1981M7 和 1981M7-1982M11），我们选取的数据刚好横跨这两段衰退期，期间信贷需求不振，导致环比增速持续为负。

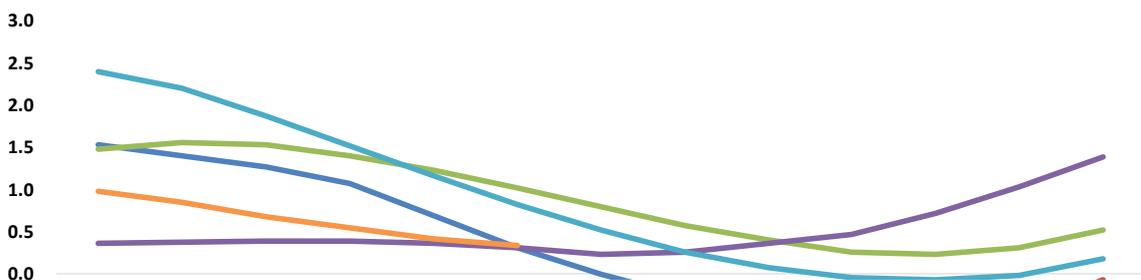
而 2000Q2 这个周期，数据异常的平滑，出现利率倒挂之后两个季度，信贷数据增速就扭转颓势，加速向上变化。为何 2000Q2 周期信贷增速和其他四个周期<sup>3</sup>走势差异较大？我们认为，这跟利率倒挂成因有着密切联系。其他四个周期出现利率倒挂的主要原因是短端利率上行速度过快——美联储过快地收紧货币政策，抑制了信贷增速；而 2000Q2 这个周期利率倒挂主要归因于长端利率快速下行。长端利率直接影响总需求，因为长端利率关系到各个经济体的融资成本。比如 10 年期国债收益率就是按揭市场利率的基价。美国体量巨大的住房按揭贷款市场主要采用固定利率定价，贷款年限一般是 15 年和 30 年，按揭利率主要根据 10 年期国债收益率加风险溢价定价。长端利率下行，对于利率较为敏感的房地产等部门会直接受益，率先复苏，刺激按揭贷款增速的反弹。

图 13：出现利率倒挂之后 2 年内美国银行信贷环比增速%



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 14：美国银行信贷环比增速%（8 个季度移动平均值）



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\\_7420](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7420)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn