



美债曲线倒挂，海外资产无近忧有远虑

——关注黄金配置机会，警惕美元、美股风险

■ **美债利率曲线倒挂引发“衰退”遐想：**随着美联储迈出了货币政策正常化的脚步，美债利率曲线逐渐呈现“熊平”特征，部分期限利差甚至出现了倒挂现象。其中，2s10s（10Y-2Y）利差作为市场较为关注的“衰退信号”指标之一，近期呈现的短暂倒挂也引发了市场关于美国经济可能即将步入衰退的争议。

■ **谈衰退为时尚早，可能需要等到年底或明年初：**1) 利差倒挂对预测衰退具备前瞻性：从1980年以来，美债长短端利率总共出现过5轮明显的倒挂现象，且在出现倒挂后的一段时间内均出现了经济衰退/经济下行的情况，这也令利率曲线倒挂成为了经济衰退的领先指标之一。2) 本轮2s10s倒挂对经济衰退的预测或暂时失真：由于美联储采取的紧缩动作过于滞后，2s10s倒挂对衰退的信号含义可能会出现“失真”，建议还是以3m10s利差是否倒挂作为经济的前瞻指标。3) 两个利差指标在未来或将趋于弥合：随着美联储加息动作的不断推进，预计未来两个利差指标将趋于弥合，3m10s利差在今年年底或明年年初存在倒挂可能。

■ **利差倒挂对大类资产的影响：**1) 黄金：3m10s利差倒挂或是黄金配置起点的信号。利差倒挂带来美国经济衰退预期以及货币政策转松预期，若在今年年末/明年年初观察到3m10s利差的倒挂，我们认为这也将成为黄金的一个配置起点。2) 外汇：警惕3m10s利差倒挂后的美元下跌。若今年年末/明年年初出现利差倒挂情形，美元有可能会迎来一波下跌行情，但持续时间则取决于美欧的相对差异情况。3) 权益：倒挂叠加高估值对权益市场或有较大冲击。单一的收益率曲线倒挂，对股市并不是有效的拐点信号。但若收益率曲线倒挂叠加估值高位，往往会开启美股熊市。

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

石武斌

资本市场研究员

☎：0755-83195645

✉：shiwubin123@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所所长

☎：0755-83167787

✉：liudongliang@cmbchina.com

目录

一、美债利率曲线倒挂引发“衰退”遐想	1
二、谈衰退为时尚早，可能需要等到年底或明年初	1
（一）利差倒挂对预测衰退具备前瞻性	1
（二）本轮 2s10s 倒挂对经济衰退的预测或暂时失真	2
（三）两个利差指标在未来或将趋于弥合	4
三、利差倒挂后对大类资产的影响（注：本章节的利差倒挂以 3m10s 利差衡量）	4
（一）黄金：利差倒挂或是黄金配置起点的信号	4
（二）外汇：警惕利差倒挂后的美元下跌	5
（三）权益：倒挂叠加高估值对美股或有较大冲击	6

图目录

图 1：美债利率曲线平坦化	1
图 2：2s10s 利差出现倒挂	1
图 3：利率曲线倒挂后不久往往会出现经济衰退/经济下行	2
图 4：3m10s 利差倒挂后往往会迎来美联储降息周期	2
图 5：美国货币政策收紧大幅落后于通胀的上行	3
图 6：2 年期美债率先大幅上行	3
图 7：美联储的点阵图显示全年或有 7 次加息	4
图 8：利差出现倒挂后往往迎来黄金的上涨	5
图 9：利差出现倒挂后往往会导致美元的阶段性下跌	6
图 10：倒挂距离衰退 6-20 个月不等	7

表目录

表 1：倒挂期间美股表现涨跌不一	7
表 2：收益率曲线倒挂与美股历轮熊市	8

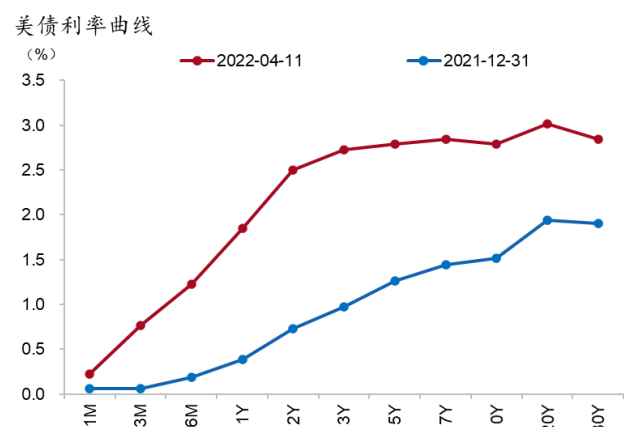


一、美债利率曲线倒挂引发“衰退”遐想

随着美联储迈出了货币政策正常化的脚步，美债利率曲线逐渐呈现“熊平”特征，部分期限利差甚至出现了倒挂现象。其中，2s10s（10Y-2Y）利差作为市场较为关注的“衰退信号”指标之一，近期呈现的短暂倒挂也引发了市场关于美国经济可能即将步入衰退的争议。

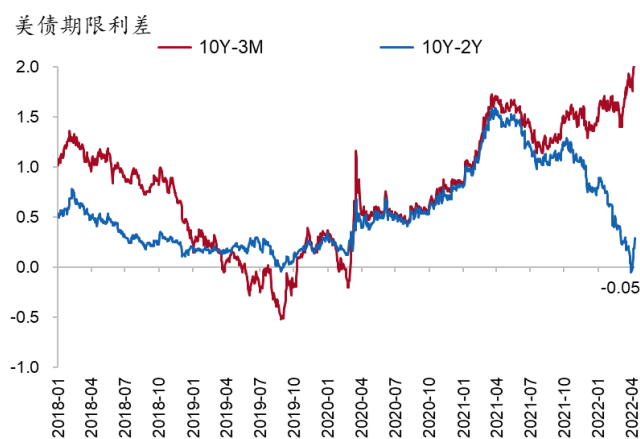
但是，与此同时，另一个关键指标 3m10s（10Y-3M）利差却正趋向于陡峭化，似乎与 2s10s 利差指向的经济衰退不符，这两个指标出现分化的原因是什么？到底哪个指标更具有预测经济衰退的信号意义？对于资产价格又将有什么影响？我们尝试在本篇报告中找出答案。

图 1：美债利率曲线平坦化



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：2s10s 利差出现倒挂



资料来源：Wind、招商银行研究院

二、谈衰退为时尚早，可能需要等到年底或明年初

（一）利差倒挂对预测衰退具备前瞻性

从 1980 年以来，美债长短端利率（2s10s / 3m10s）总共出现过 5 轮明显的倒挂现象，且在出现倒挂后的一段时间内（1 年左右）均出现了经济衰退/经济下行的情况，这也令利率曲线倒挂成为了经济衰退的领先指标之一。

那么，利差为何会出现倒挂？又为何能够预测经济的变化？

首先，随着美联储加息的轮番落地，企业融资成本将不断抬升，这会逐渐侵蚀美国强劲的经济运行形态，市场对经济回落的预期加重，导致长端利率上行乏力甚至趋于下行。但是，货币政策的反应往往会相对滞后，美联储加息延续，短端利率在流动性继续收紧的驱动下仍会不断走高，在长短端利率“一下一上”的共同作用下，利率曲线也将逐渐从平坦化走向极端的倒挂状态。

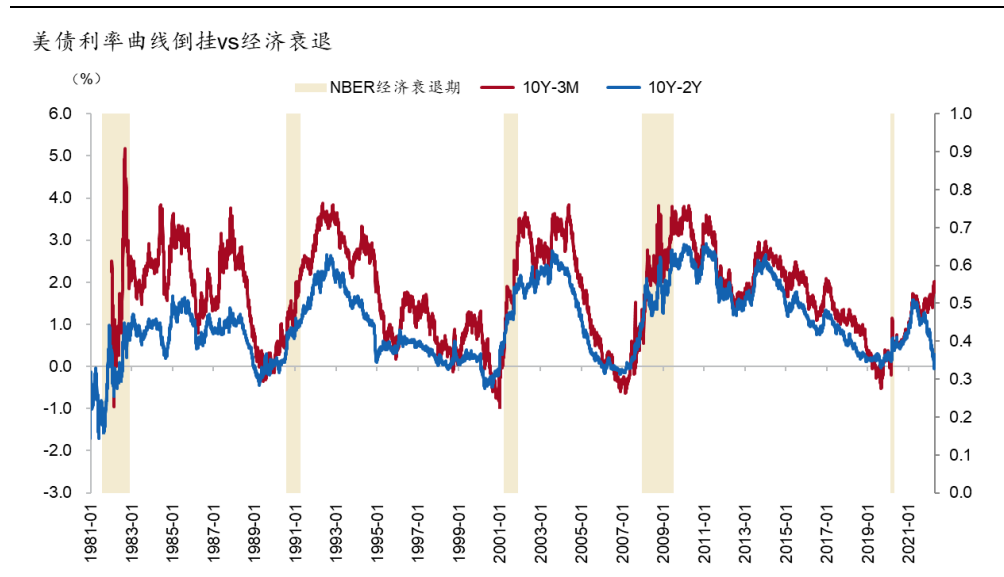
其次，倒挂只是现象，背后实际隐含着“市场预期经济回落+美联储加息政策延续”的宏观场景。随着加息力度的继续加重，不仅仅会带来利差倒挂程



度的加深，也会导致经济的回落逐步从“预期”转为“现实”，利差倒挂也因此成为了预测经济衰退的有效指标之一。

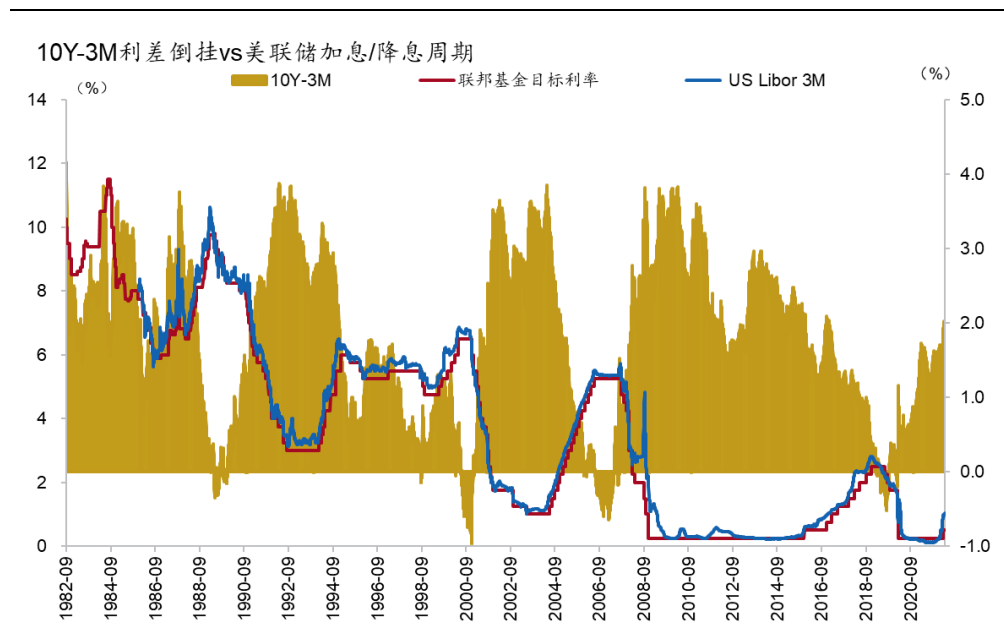
另外，在利差倒挂之后，不仅仅带来了经济的衰退预期，同时也会带来美联储货币政策的转向（由加息转向降息），无一例外。

图 3：利率曲线倒挂后不久往往会出现经济衰退/经济下行



资料来源：Fred、Wind、招商银行研究院

图 4：3m10s 利差倒挂后往往会迎来美联储降息周期



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）本轮 2s10s 倒挂对经济衰退的预测或暂时失真



尽管利差对预测经济衰退具备前瞻性，但今年却出现了新问题——即 2s10s 利差和 3m10s 利差出现了明显分化（往年基本趋向于同步变动），前者已经早早步入平坦化甚至一度倒挂，但后者则仍处于“熊陡”的状态当中，离倒挂仍有一段距离。那么，到底哪个利差指标才能真正预测经济衰退的到来呢？在探究这个问题之前，需要率先明确本次分化出现的原因究竟是什么。

我们认为，出现分化的原因主要来自于美联储对于通胀的误判，导致政策决策大幅落后于市场曲线。

在新冠疫情爆发之后，美联储释放了天量的流动性以对抗疫情带来的负面压力，资产负债表规模也超过了 9 万亿美元。随后，市场开始担忧过量流动性的外溢可能会导致高通胀问题，隐含通胀预期在此背景之下不断上移。与此同时，由于疫情在全球范围内时不时卷土重来，供应链紧张问题也给高通胀“添了一把火”。然而，美联储却在去年始终维持“通胀暂时论”，导致其货币政策的收紧步伐远远落后于通胀的上行，也落后于市场的定价。

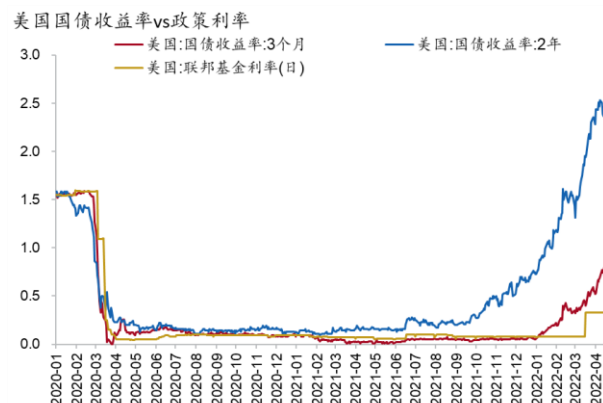
正是因为市场认为美联储“误判”，2 年期美债利率在隐含通胀预期走高的推动下早已先于政策利率出现大幅攀升，这也导致在加息初期 2s10s 利差就已经出现了极度的平坦化。但相对于 2 年期，3m 美债利率基本跟随政策利率运行，其直到美联储加息前夕才出现逐步上移，这也就造就了 2s10s 和 3m10s 利差的分化。

图 5：美国货币政策收紧大幅落后于通胀的上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：2 年期美债率先大幅上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

由于美联储采取的紧缩动作过于滞后，2s10s 倒挂对衰退的信号含义可能会出现“失真”，建议还是以 3m10s 利差是否倒挂作为经济的前瞻指标。

一方面，美联储才刚刚进入加息周期，1 年期以下的短端融资成本还不算太高，对经济的负面冲击本身也还未到值得过度担忧的地步。

另一方面，美联储大概率将在 5 月开启历史上最快的一轮缩表，这也带动了长端利率的迅速走高（美联储资产负债表持有长债规模较高），修复了 2s10s 利差的短暂倒挂情形，这种非持续性的倒挂对经济预测的有效性本身也相对有限。



（三）两个利差指标在未来或将趋于弥合

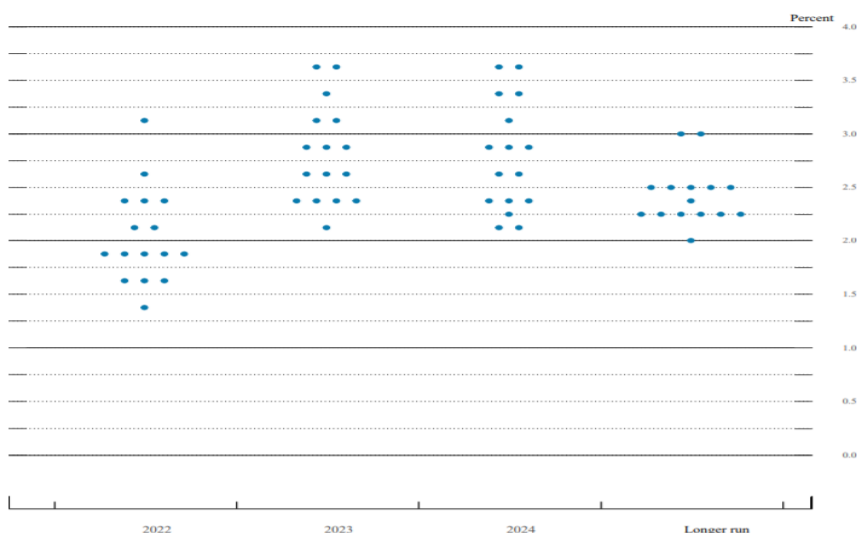
展望未来，随着美联储加息动作的不断推进，预计未来两个利差指标将趋于弥合，3m10s 利差在今年年底或明年年初存在倒挂可能。

一方面，对于长端利率来说，虽然短期内仍有上行空间，但考虑到美国通胀大概率将先升后落，预计美联储的货币政策收紧也将呈现“短平快”的节奏，因此，美债长端利率的上行将主要集中于上半年，下半年存在回落可能，初步判断将回落到 2.0-2.5% 的区间当中。

另一方面，对于 3m 利率来说，由于美联储加息周期覆盖全年，预计 3m 利率也将在年内不断上行。根据点阵图和相关的利率衍生品定价来看，今年剩余的加息次数可能在 6-8 次（8 次指其中有两次会议将直接加息 50BP）。也就是说，3m 利率在年末或将达到 2.0-2.5% 的水平，无限接近甚至高于长端利率。

图 7：美联储的点阵图显示全年或有 7 次加息

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Fed、招商银行研究院

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_41034

