

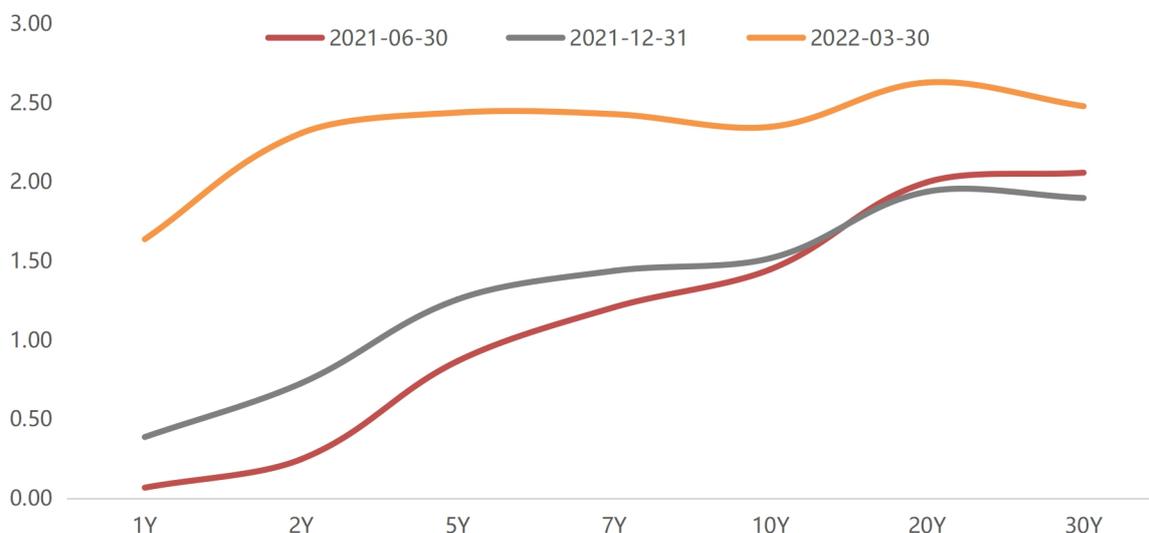
## 美债收益率曲线触及倒挂，美国经济要衰退了吗？

研究发展部分析师 白雪

**事件：**3月美联储议息会议后，美债收益率曲线加速平坦化。截至3月30日，10Y-2Y美债期限利差已经收窄至仅4bp，且在3月29日盘中短暂倒挂（图1），而美债10Y-5Y、30Y-5Y收益率曲线已陆续出现倒挂。由于美债10Y-2Y收益率曲线倒挂被视为是美国经济可能会陷入衰退的“风向标”，因而引发广泛关注与担忧。

对此，我们尝试回答两个问题：一是10Y-2Y收益率曲线倒挂是否真的能够准确“预测”经济衰退；二是本轮10Y-2Y收益率曲线触及倒挂，是否意味着美国经济即将步入衰退，从而掣肘年内后续美联储货币政策节奏。

图1 美债收益率曲线快速趋平，触及倒挂



数据来源：Wind, 东方金诚

### 核心观点：

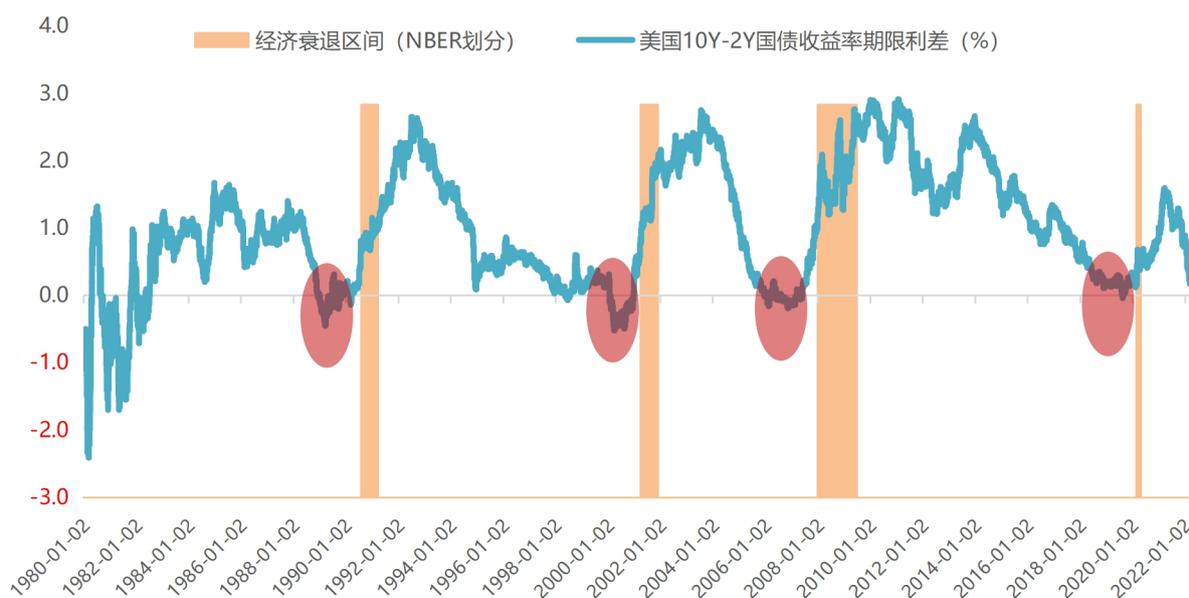
美债10Y-2Y收益率曲线对经济衰退的指示性并不绝对；只有大部分收益率曲线，至少10Y-2Y与10Y-3M曲线同时持续倒挂，才能较好地预示未来经济会发生衰退，仅部分中长期收益率曲线出现倒挂，难以可靠预测经济衰退。本轮10Y-2Y收益率曲线走平与疫情扰动下美联储货币政策的滞后效应导致加息预期“过度积累”，以及短端通胀预期过快冲高有关，不能完全归因于经济基本面因素，对

经济衰退的指示度不足。未来 1-2 年内，美债 10Y-2Y 与 10Y-3M 收益率曲线同时倒挂的可能性不大，加之美国经济基本面仍较为强劲，短期内美国经济并无衰退之虞，10Y-2Y 收益率曲线触及倒挂不会掣肘美联储今年政策节奏。

具体解读如下：

在美债收益率曲线上，市场之所以更加关注 10Y-2Y 利差，是因为 2Y 美债利率作为短端利率的代表（因许多市场参与者较少交易短于 2 年期的美国国债），对货币政策的走向最为敏感，而以 10Y 美债为代表的长端利率对经济基本面更为敏感，两者之间的期限利差被认为能够前瞻性地判断未来经济前景。历史数据证明，1980 年以来，剔除 80 年代初滞涨环境下利率剧烈波动的时期，历次 10Y-2Y 期限利差为负，即收益率曲线发生倒挂后，美国均会在一段时间后，进入持续时间不一的经济收缩周期（1998 年亚洲金融危机时期除外）。仅从表面上看，二者之间的确呈现出一定的相关性（图 2）。

图 2 10Y-2Y 收益率曲线倒挂与美国经济衰退



数据来源：纽约联储，Wind，东方金诚

但实际上，10Y-2Y 收益率曲线倒挂与经济衰退之间并不存在必然的因果关系：并非每次 10Y-2Y 收益率曲线倒挂都必然走向常规意义上的经济衰退，其对经济何时进入衰退的指示效果不佳，无法作为预判经济是否会陷入衰退的可靠依据。

历史数据显示，从历次 10Y-2Y 收益率曲线首次倒挂，到经济开始衰退的间隔时间均较为漫长，在 14-25 个月不等，平均间隔 16.5 个月，且差异很大（表 1），这极大地削弱了它作为预测指标的指示意义。10Y-2Y 收益率曲线出现倒挂，更多是反映了站在当前时点，基于当前的政策、环境和经济基

本面，市场对于长期经济前景存在悲观预期。但在平均 16.5 个月，也就是长达 1-2 年的“间隔时间”内，无论是经济政策还是内外部环境，都有可能发生足以导致经济基本面出现扭转的重大变化。例如，1998 年亚洲金融危机时期 10Y-2Y 曲线发生倒挂后，由于美联储临时降息应对，经济并未发生衰退，属于“假警报”；此外，2019 年 8 月发生短暂倒挂后，2020 年发生的经济衰退实际是新冠疫情爆发这一偶发因素所致，而不应视为曲线倒挂的结果。这些“例外”说明，10Y-2Y 收益率曲线倒挂与经济衰退之间即使存在一定的关联性，但并不存在必然的因果关系。

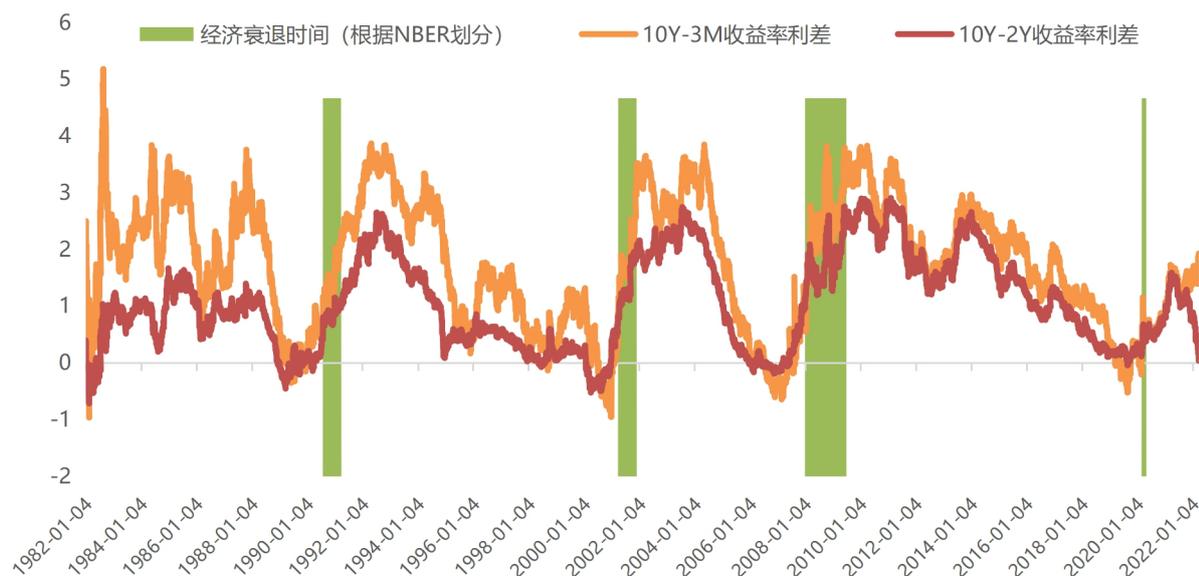
相较而言，10Y-3M 收益率曲线从倒挂到经济开始衰退的平均间隔时间明显较短，平均仅 10.3 个月，且 1998 年在 10Y-2Y 收益率曲线发出“假警报”期间，10Y-3M 曲线仅在 5 个交易日出现倒挂。这一曲线也被美联储视为能够更加精确地指示经济衰退的指标（表 1）。因此，通常而言，只有大部分收益率曲线，至少 10Y-2Y 与 10Y-3M 曲线同时出现持续时间较长的倒挂，才能较好地预示未来经济会发生衰退，仅部分中长期收益率曲线倒挂，对衰退的指示意义不大，更不用说仅凭 10Y-2Y 收益率曲线倒挂得出的预测结果。

表 1 10Y-2Y、10Y-3M 收益率曲线倒挂对经济衰退的预测作用对比

衰退时间	衰退原因	10Y-2Y 收益率曲线首次倒挂时间	10Y-3M 利差首次倒挂时间	10Y-2Y 收益率曲线从倒挂到衰退间隔（月）	10Y-3M 收益率曲线从倒挂到衰退间隔（月）
1990.8	海湾战争引发高通胀，大幅加息引发需求收缩	1988.12	1989.6	20	14
1998（未衰退）	美联储降息应对亚洲金融危机影响，未发生衰退	1998.5	1998.9	-	-
2001.4	互联网泡沫破灭	2000.2	2000.7	14	9
2008.1	次贷危机	2005.12	2006.8	25	17
2020.3	新冠疫情爆发	2019.8	2020.2	7	1
				平均: 16.5	平均:10.3

数据来源：美联储，Wind，东方金诚

图 3 10Y-3M 收益率曲线倒挂对于经济衰退的指示作用更加精确



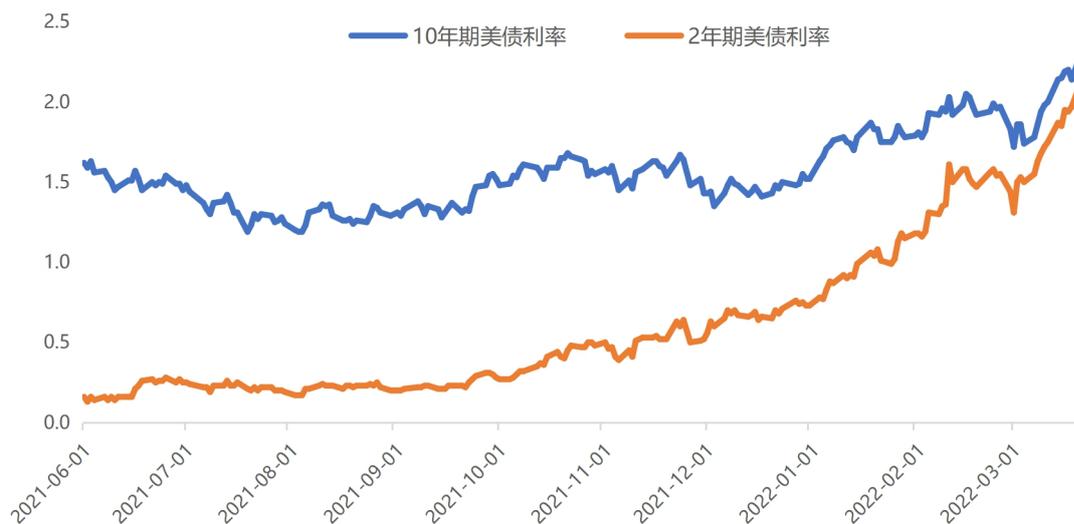
数据来源：纽约联储，Wind，东方金诚

因此，10Y-2Y 收益率曲线对经济衰退的指示性并不绝对，简单基于这一曲线作为判断美国经济即将衰退的信号，准确度不高，容易形成误判——正如鲍威尔在今年 1 月议息会议后的发布会上所言：“经济衰退是不可预期的，美债收益率曲线倒挂也并非预测经济衰退的铁律。”

更为重要的是，相较于关注收益率曲线形态的变化本身，我们更需要关注导致曲线形态变化的原因，这对于判断曲线对于经济衰退是否存在指示效果具有重要意义。收益率曲线趋平甚至倒挂，既可能源于短端利率上行，也可能是长端利率下行的结果。而影响长短端利率的因素诸多，比如短端利率快速上行通常是加息所致，而长端利率下行，既可能是因为市场对未来经济存在下行甚至衰退预期，也可能是期限溢价压降的结果。这就意味着，不同原因导致的曲线趋平/倒挂，对于指示经济衰退的效果存在较大差异。

基于此，我们发现，本轮 10Y-2Y 利差大幅收窄的主要原因在于，伴随着长短端利率的同步上行，美联储货币政策相对滞后导致短端加息预期“过度积累”，加上短端通胀预期过快冲高，共同造成短端利率飙升，且升幅远高于长端利率（图 4）。由于在曲线走平过程中，市场对经济走弱的预期较为有限，本轮曲线趋平难以完全归因于经济基本面因素，对经济衰退的指示力不足。

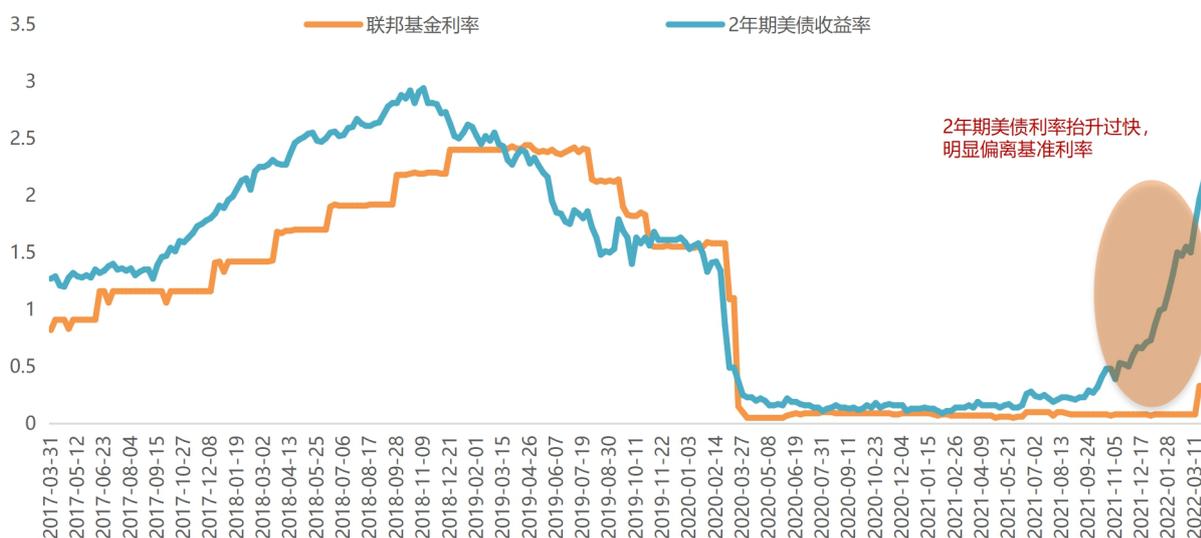
图 4 2021 年下半年以来，美债短端利率上行速度明显快于长端利率



数据来源: Wind, 东方金诚

今年1月初至3月30日, 2Y美债利率呈现急速上行态势, 累计上行153bp, 与当前的政策利率上行速度产生明显偏离(图5)。这一现象在历史上较为罕见——通常情况下, 2年期美债利率与联邦基金利率走势较为一致, 至少不会有太大偏离。

图5 2年期美债利率抬升过快, 明显偏离政策利率



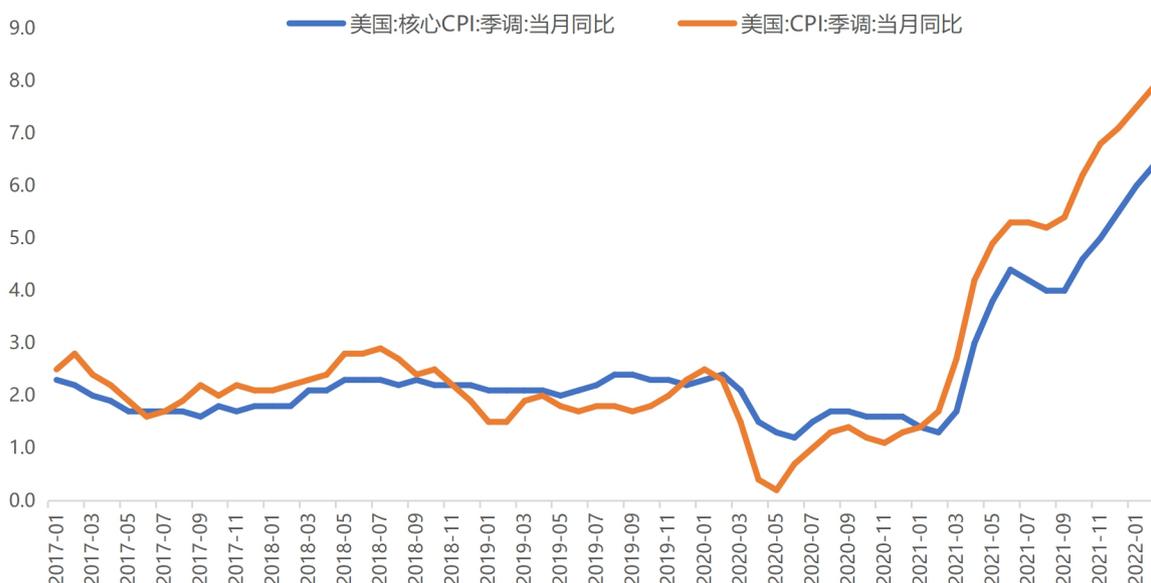
数据来源: iFind, 东方金诚

我们认为, 推动2Y美债利率快速上行的因素主要有二:

一是2021年下半年以来, 短期加息预期超前于政策行动“过度积累”, 并在多重因素下“厚积薄发”, 推动2Y利率加速上行。由于疫情打乱了美国正常的经济政策周期规律, 2021年下半年开始, 一方面, 疫情导致的供需错配推动美国通胀率自2021年下半年以来持续走高(图6), 显著超出政策目标水平, 令市场对美联储政策收紧的预期不断升温, 推动对政策敏感的2Y美债利率较快上行; 但

另一方面，美国国内疫情反复、财政刺激退坡带来的经济不确定性较高，加之就业复苏不稳，以及对通胀属于“暂时性”的判断，令美联储迟迟未能开启货币政策正常化进程，政策利率仍然停留在零利率的超低水平；这就导致货币政策滞后于曲线。

图 6 2021 年下半年以来，美国通胀率迅速冲高

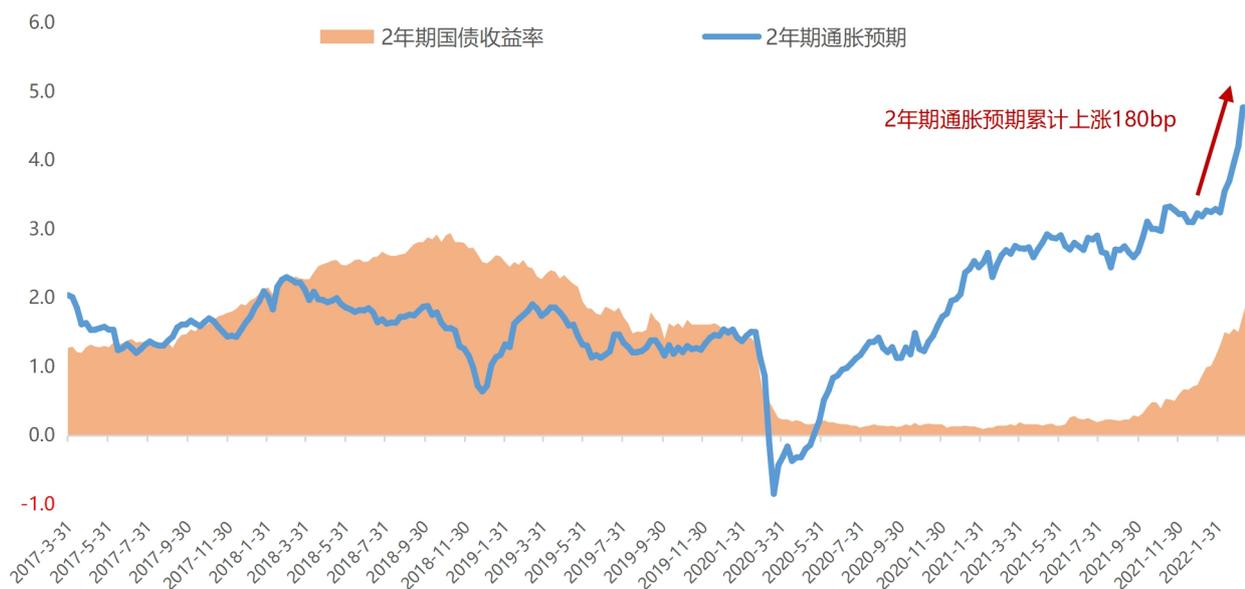


市场在这一阶段超前于政策行动“过度积累”的加息预期，在 2021 年 11 月美联储宣布 Taper 后进一步加剧，叠加今年年初以来部分国际金融机构对年内美联储货币政策的激进预期对市场情绪的影响，在 1 月美联储确认加息即将开启后“厚积薄发”，推动 2Y 美债利率进一步加速上行。

与此同时，尽管 10Y 美债利率也在收紧预期下同步快速上行，但升幅仍远低于对货币政策更为敏感的 2Y 美债利率。这一趋势导致加息周期开启时，利差水平已明显偏低——3 月美联储宣布加息时，10Y-2Y 期限利差已收窄至仅 25bp。而 1970 年以来，历次加息前 10Y-2Y 期限利差都至少在 70bp。

二是短期通胀预期过快冲高，对短端利率加速上行起到重要推动作用。2022 年年初以来，由于地缘政治因素引发大宗商品价格，尤其是能源价格飙升，进一步加剧了本已高企的通胀压力。因此，美国 2 年期通胀预期（即 2 年期盈亏平衡通胀率）从 1 月初的 3.1% 升至 3 月 25 日的 4.9%，累计升幅高达 180bp（图 7）。

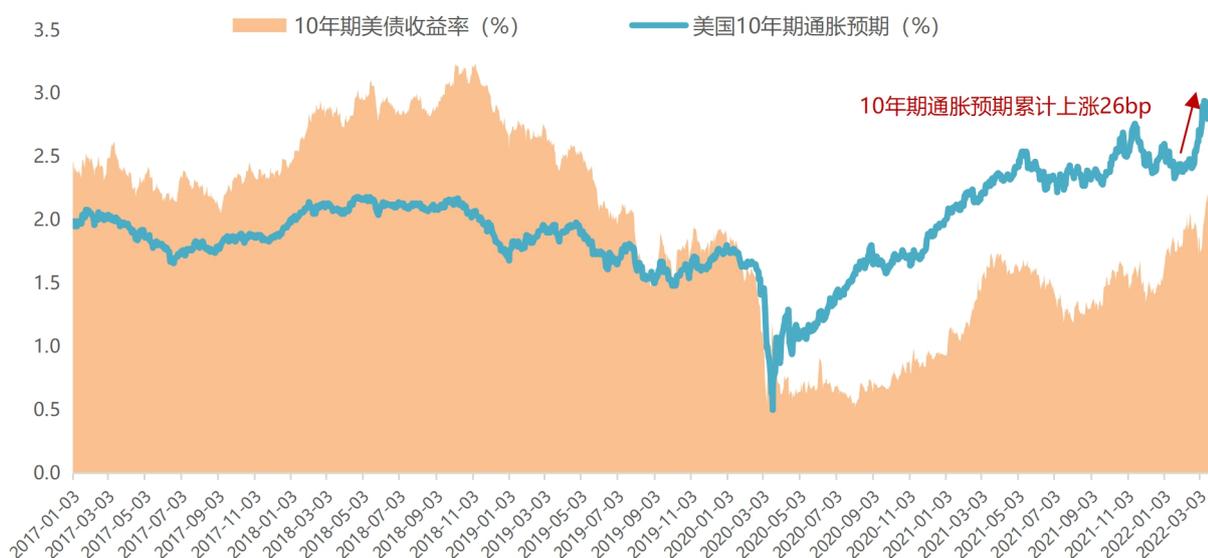
图 7 2 年期通胀预期过快冲高



数据来源: Bloomberg, iFind, 东方金诚

但从长端利率走势看，由于长端通胀预期相对稳定，加之避险情绪阶段性升温，10Y美债利率同期升势相对于2Y美债利率较为缓和。不同于短端利率走势主要受货币政策影响，影响美债长端利率的因素较为多元，除了对经济基本面的预期之外，还包括货币政策、通胀预期以及流动性溢价等。年初至3月30日，10Y通胀预期涨幅仅为26bp，表明相较“近端”通胀预期高企，“远端”通胀预期依然相对稳定(图8)，对10年期美债利率的推升作用相对较弱。同时，俄乌局势带动避险需求明显升温，也压制了长端利率的升势。从年初至3月30日，10Y美债利率累计上行72bp，大幅低于同期2Y美债利率高达153bp的升幅。

图8 2022年年初以来，10Y通胀预期涨幅仅为35bp，远低于2Y通胀预期涨幅



数据来源：Wind, 东方金诚

相比之下，市场对经济的下行预期较为有限，并未构成拖累长端利率升幅的主导因素，具体表现为远期美债利率仍在上升：与10Y-2Y利差大幅收窄相反，10Y-3M收益率曲线，以及另一条美联储所重视的18M FW 3M-3M（对3月期美债18个月后远期利率与当前3月期美债利率）收益率曲线均持续陡峭，去年底以来相关期限利差仍持续上行（图9），这意味着市场预期未来美联储将会保持紧缩态势，即对短期内美国经济衰退的预期非常有限<sup>1</sup>。

图9 18M FW 3M-3M、10Y-3M利差仍持续上行



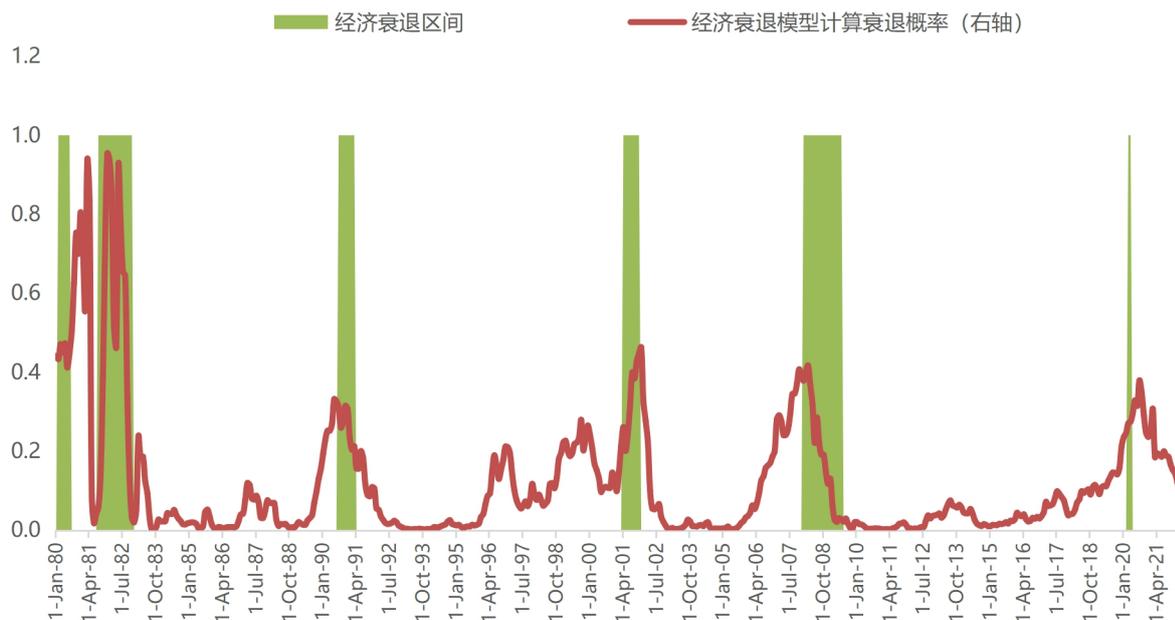
数据来源：Bloomberg, 东方金诚

同时，基于10Y-3M收益率曲线的纽约联储“经济衰退概率模型”<sup>2</sup>最新预测显示，美国在未来12个月内经济衰退的概率仅为6.1%（图10）——而这一概率通常需要在30%以上，才代表经济有较大可能陷入衰退。

图10 未来12个月内美国经济衰退的概率仅为6.1%

<sup>1</sup> 18M FW 3M/3M 收益率曲线衡量的是市场18个月后对3月期美债利率的预期，与当前3M美债利率的利差。3M美债是市场观察联储短期货币政策的最直接窗口，如果18M FW 3M/3M利差为正且持续上行，说明市场预期联储在未来18个月将会持续保持紧缩态势。但如果美国经济陷入衰退，理论上来说，美联储不会继续加息。因此，18M FW 3M/3M利差上行，实际上反映了市场没有对未来18个月美国经济衰退的预期。

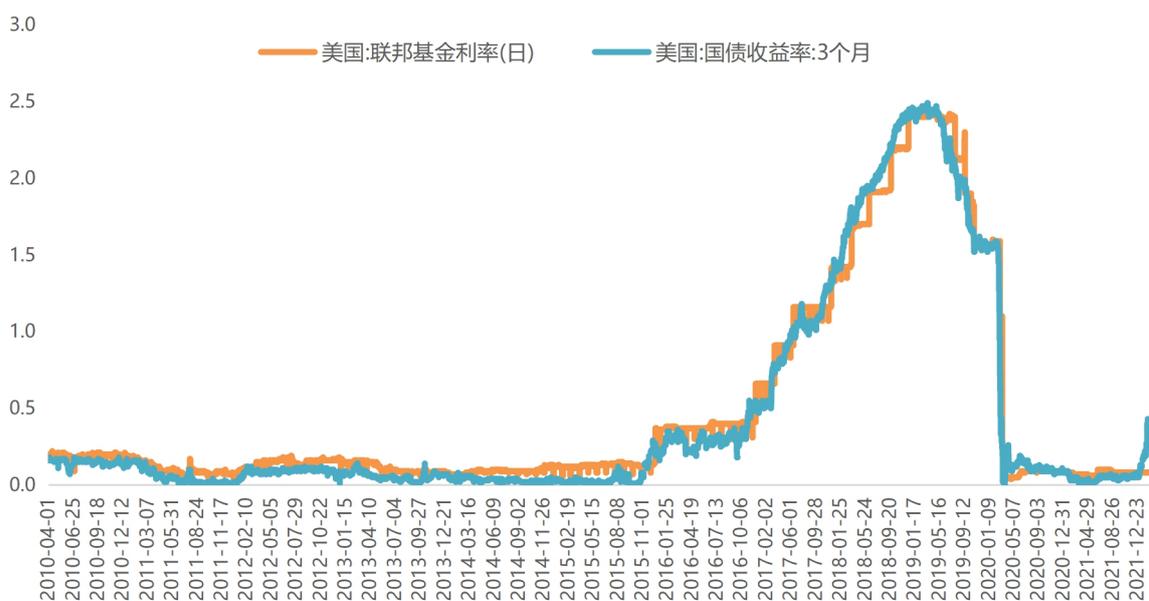
<sup>2</sup> 纽约联储衰退概率模型基本成功预测了历次衰退。纽约联储每月第四天公布衰退概率，该数据使用美债10年期-3个月收益率曲线的斜率或“期限利差”来计算未来12个月美国经济衰退的可能性。纽约联储衰退概率模型每次快速攀升时，基本都对应了经济衰退，也成功预测了2008年的次贷危机。



数据来源：纽约联储，东方金诚

而本次 10Y-2Y 与 10Y-3M 美债期限利差走势出现显著背离的原因，在于 3M、2Y 利率所反映的内容不同：由于期限更短，3M 利率对同期联邦基金利率水平最为敏感，在走势上更加接近联邦基金利率（图 11），也就意味着其主要反映了实际兑现的政策利率水平，而非对未来利率水平的预期；而 2Y 利率对美联储货币政策走向最为敏感，也意味着其可以提前反映和计入对未来的加息预期。

图 11 3M 美债收益率走势与联邦基金利率高度趋同



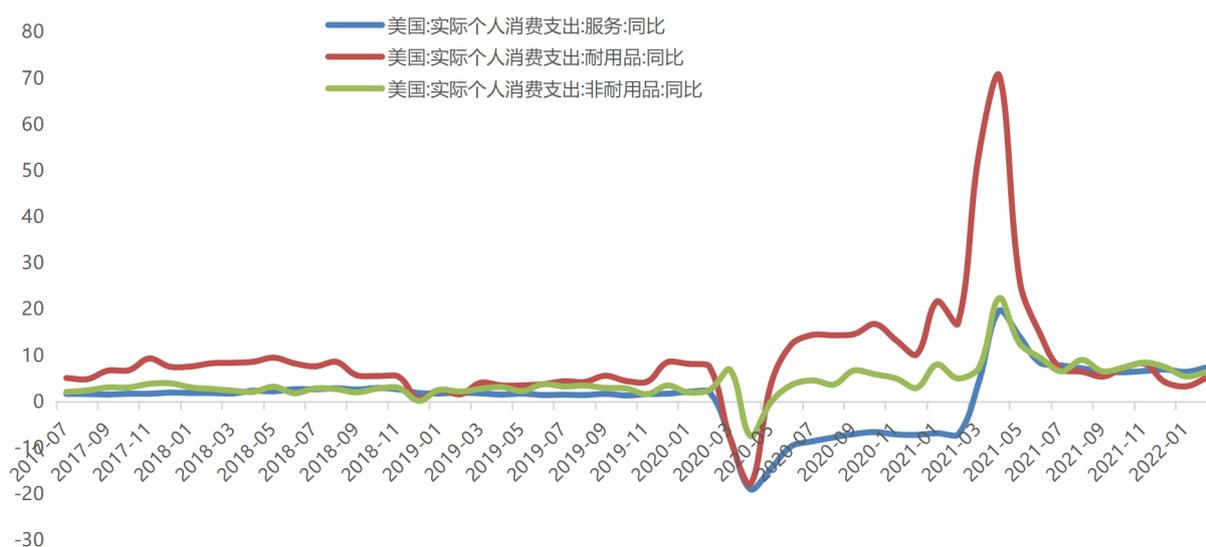
数据来源：Wind, 东方金诚

值得探讨的是，随着美联储开启加息周期，10Y-3M 美债期限利差是否也会逐渐收窄，甚至发生倒

挂？根据美联储今年3月议息会议上的利率点阵图预测，到2023年末，还将在目前0.25%的利率水平上加息9次左右，联邦基金利率将达到2.5%左右。由于与政策利率高度趋同，我们可以认为到2023年末，3M美债利率也将升至2.5%左右的水平。但与此同时，10Y美债利率也一定会随着加息和缩表的推进，在当前接近2.5%的水平上进一步上行。这也意味着，**明年年底之前，10Y-3M收益率曲线倒挂的可能性很低**。因此，即使10Y-2Y收益率曲线存在短暂倒挂风险，**由于两条曲线不会同时倒挂，也代表着明年年末之前，美国经济衰退的可能性很低**。退一步看，即使2023年之后10Y-3M收益率曲线出现倒挂，由于历史上从首次倒挂到发生衰退仍平均有10个月左右的时间间隔，因此，可以预期，**至少在未来2-3年内，美国经济步入衰退的概率并不高**。

从基本面因素分析，由于美国经济仍维持了较强韧性，短期内仍存在内生动能，我们认为，**今年美国经济增速仍将至少高于2.5%的潜在经济增长水平**。消费方面，目前美国私人消费仍然维持韧性（图12）。向前看，就业持续修复将带动美国私人部门平均时薪及收入增速维持高位、疫后线下消费需求仍有回升空间，叠加疫情期间积累的超额储蓄可以短期缓冲通胀上行对实际购买力带来的冲击，短期内美国私人消费支出仍有足够支撑。投资方面，今年2月以来，美国制造业PMI指数，以及新订单、产出等各分项指数均恢复增长势头（图13）。短期看，三大联储调查数据显示，美国企业未来6个月的资本支出意愿维持相对高位（图14），短期内伴随疫情常态化，资本开支对经济的支撑作用仍将凸显。

图12 美国私人消费仍维持韧性



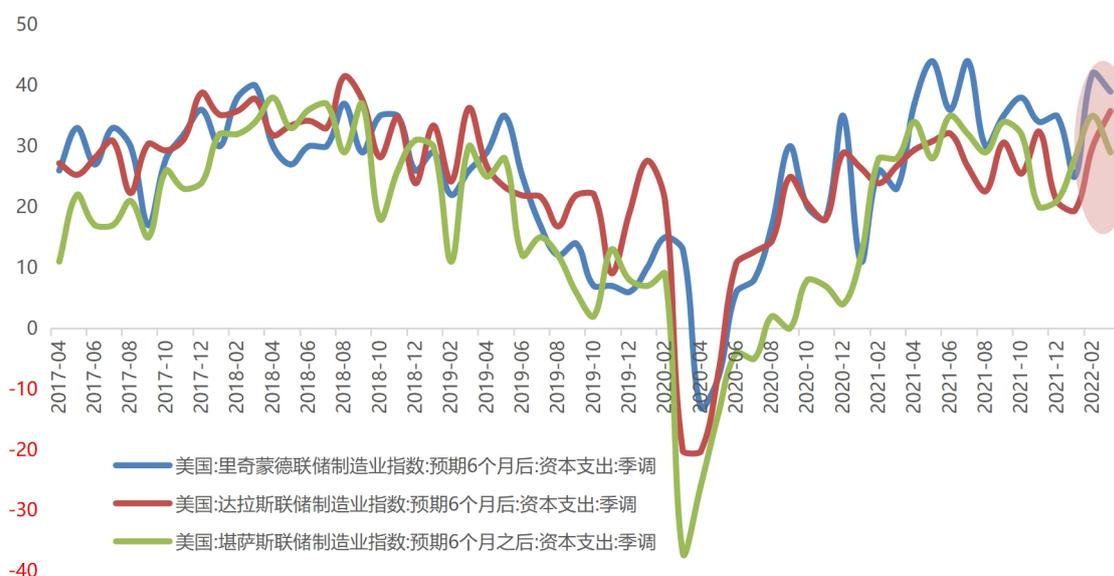
数据来源：Wind, 东方金诚

图13 美国制造业新订单、产出指数均维持强劲



数据来源: Wind, 东方金诚

图 14 美国企业短期内资本支出意愿仍然维持相对高位



数据来源: Wind, 东方金诚

不过,从中期来看,美国经济仍存在持续下行压力。美联储连续快速加息,叠加财政政策边际收紧,可能对总需求,尤其是房地产投资等资本开支增速形成抑制;在此过程中,若高通胀仍无法得到有效控制,也将进一步压降居民实际可支配收入、侵蚀消费者信心,从而令作为美国经济增长主要驱动力的消费支出显著承压。

货币政策方面,我们判断,中长期美债利率曲线出现倒挂趋势,尚不足以掣肘美联储今年收紧力度。美债收益率曲线趋向倒挂是否会引发美联储作出政策反应,要看美联储判断这一走势是否确实为市场对经济的悲观预期所推动。而本轮收益率曲线加速趋平,对经济衰退的预期并非主导因素。美联

储也表示，更加关注短期利率曲线——而如上文分析，10Y-3M、18M FW 3M-3M 美债利率曲线依然陡峭。更为重要的是，考虑到美联储当前的首要政策目标仍是“控通胀”，我们认为，仅仅是中长期收益率曲线发生倒挂，尚不足以掣肘美联储后续加息力度，预计今年将累计加息5次左右，且5、6月一次性加息50bp的可能性较大，年末政策利率将提升至1.5%-1.75%。由于缩表相对加息能够更加有效地抬升长端利率，我们认为10Y-2Y倒挂趋势可能推动美联储更早、更大幅度的缩表（表2）。

表2 美国财政部对缩表进程的预测

	国债缩减上限 (亿美元/月)	MBS 缩减上限(亿美元/月)	缩表结束时间	资产负债表规模占 GDP 比重 (%)
TBAC 中性预测	600	300	2024 年 10 月	23
TBAC 下限预测	300	200	2025 年 9 月	23
TBAC 上限预测	没有上限	没有上限	2024 年 4 月	-

数据来源：美国财政部借款咨询委员会（TBAC）

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。