

美国利率倒挂的成因与预期

2019年/06月

海外宏观经济与策略研究员 刘绍东

010-66555862

shaodong_liu@chiefgroup.com.hk

摘要:

- 继3月中美国国债收益率短期出现短暂倒挂（10年期国债收益率低于3个月国债收益率）随即翻转后，近期国债收益率再次出现倒挂。
- 利率倒挂是市场对经济周期性衰退预期的结果。但此次利率倒挂同前两次危机时期表现不同，并不是由于流动性枯竭导致短端利率上升而长端利率下降造成的。此次利率倒挂则是长端利率和短端利率同时下降，只是长端利率下降的更快。这类利率倒挂引起严重危机的可能性很小，只是市场周期变化的表现。
- 美国此轮商业周期自2018年第四季度起便开始呈现明显的衰退之势，长久期国债需求大幅增加。
- 5月份美国供应协会公布的制造业采购经理人指数（PMI）为52.1%，从2018年8月份61.3的高位大幅下滑，是2016年10月以来的最低值。同库存的周期性变化一致。
- 制造业产出不仅增速下滑，绝对值也开始下降。这造成美国制造业产能利用率在2019年1月达到最高点后持续降低，特别是耐用品制造业产能利用率下降幅度较大。
- 随着市场对经济周期性衰退预期加深，商业银行和其他非银金融机构开始追逐避险资产，加快国债增持速度。
- 不仅是金融机构在增持国债，美联储缩表计划的暂缓及资产端结构的调整计划都相当于增持国债。
- 最近一年美元指数上升也促使10年期国债收益率的下跌。
- 基于当前美国国债收益率倒挂加深，预计美联储在下半年降息可能性大大增加。
- 基于美联储货币政策将宽松化的预期，我们预计包括美股在内的风险资产价格在短期内将因为预期修复而上涨。但是更长期限来看，将会因为经济周期性放缓造成的基本面恶化而下跌。



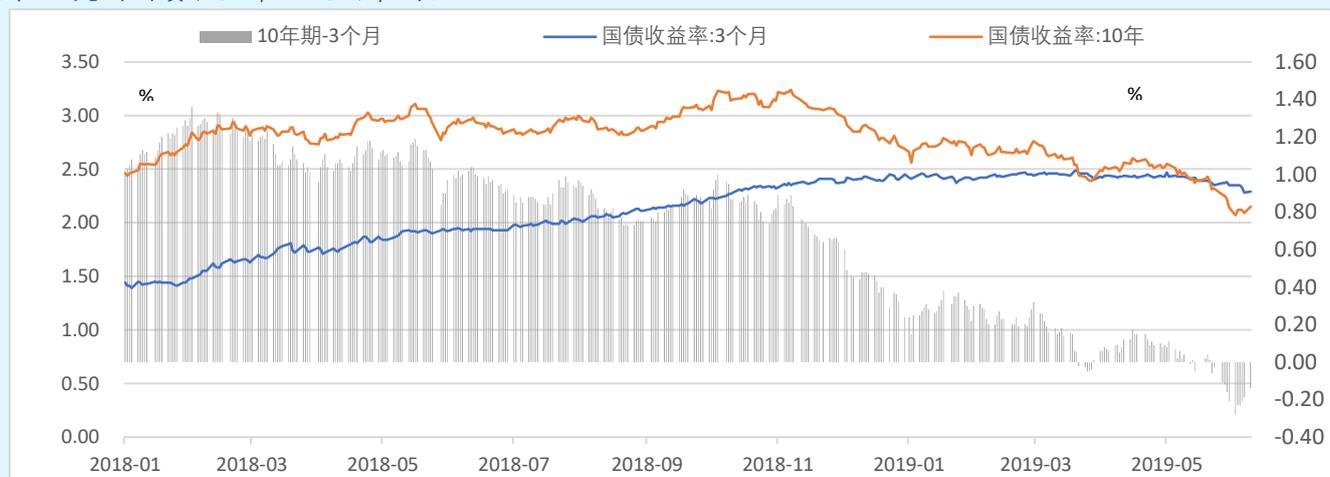
图 1	美国国债收益率出现利率倒挂.....	3
图 2	美国国债收益率出现利率倒挂.....	4
图 3	制造业库存增速随 PMI 变化.....	5
图 4	美国制造业产能利用率.....	5
图 5	商业银行持有证券增速上升.....	5
图 6	商业银行信贷增速下降.....	5
图 7	美联储持有国债预期变化.....	6
图 8	美元指数同 10 年期国债收益率之间呈现负相关性.....	7



1、本次美債利率倒挂有何不同？

继3月中美国国债收益率短期出现短暂倒挂（10年期国债收益率低于3个月国债收益率）随即翻转后，近期国债收益率再次出现倒挂。

图 1 美国国债收益率出现利率倒挂



资料来源：美联储、致富研究院

正常情况下收益率曲线是一条向上的曲线，久期越长，收益率越高；反之久期越短，收益率越低。主要原因在于久期越长，风险越高，风险溢价便越大。这样的收益率曲线有利于更多资本做长期投资，发展实业。当长久期收益率低于短久期收益率时，便称为利率倒挂。

利率倒挂是市场对经济衰退预期的结果，造成利率倒挂的情况有两种：第一种情况是流动性出现枯竭，市场对短期资金需求激增，导致短端利率上升，同时市场出现危机对未来经济不看好，导致长端利率下降，这种长端下降短端上升便造成利率倒挂。另外一种情况便是，一轮商业周期开始由盛转衰，市场预期未来经济将会下滑，出于避险需求，市场对长期国债需求增加，导致长端利率下降；但是市场流动性并没有出现危机，短端利率也同时下滑，但是下降速度慢于长端利率下降速度，这便也会造成利率倒挂。这两种情况结果是一样的，但是究其根本，第一种情况可能带来危机，但是第二种情况只是市场周期的表现。



图 2 美国国债收益率出现利率倒挂



资料来源：美联储、致富研究院

之所以市场对本次利率倒挂如此担心，主要是因为最近两次利率倒挂后一年左右都发生了严重的危机。

第一次，2000年互联网泡沫破碎，美国经济衰退，美股大幅回调：2000年4月开始出现利率倒挂，7月开始较长时间利差转负。但是可以看出，3个月期限国债收益率到同年11月才上升至峰值。也就是说此次利率倒挂是长久期收益率下降、短久期收益率上升造成的利率倒挂，属于利率倒挂的第一种情况。

第二次，2007年美国次贷危机：2006年1月开始出现利率倒挂，7月开始长时间利差转负。在此轮利率倒挂中，3个月期限国债收益率到2007年2月才上升至峰值。所以这次利率倒挂也是长久期收益率下降、短久期收益率上升造成的利率倒挂，属于利率倒挂的第一种情况。

而本轮利率倒挂首先出现在3月22号，经历连续五天负利差后，反转为正；在5月23号起，又开始较长时间的利差转负。但是值得注意的是，3个月期限国债收益率在3月中达到峰值后，一路下降。这便意味着此次利率倒挂属于第二种情况，长端利率和短端利率同时下降，但是长端利率下降的更快。这类利率倒挂引起严重危机的可能性很小，只是市场周期变化的表现。

2、经济衰退预期导致长久期国债需求上升

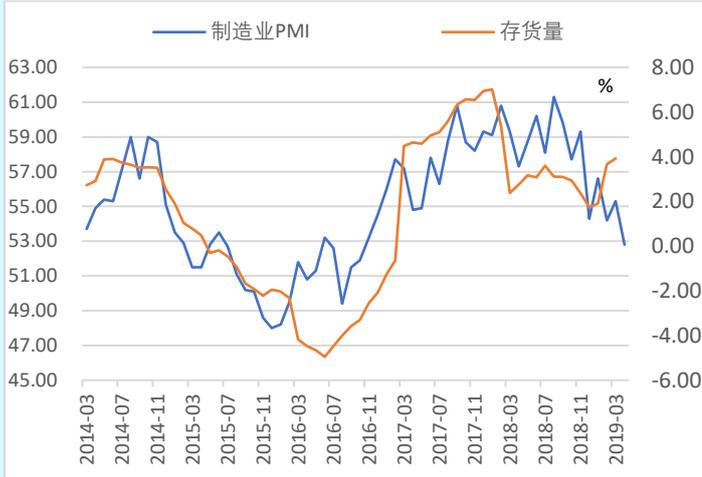
利率倒挂的根本原因是市场对经济衰退的预期。美国此轮商业周期自2018年第四季度起便开始呈现明显的衰退之势，长久期国债需求大幅上升。

5月份美国供应协会（ISM）公布的制造业采购经理人指数（PMI）为52.1%，从2018年8月份



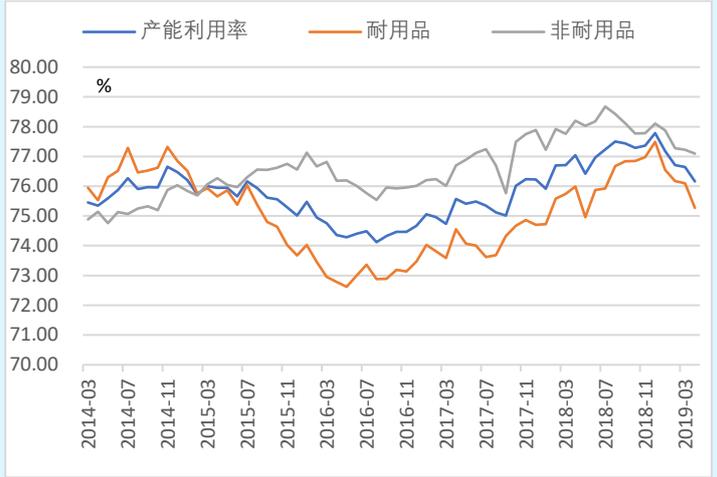
61.3 的高位大幅下滑，是 2016 年 10 月以來的最低值。作為經濟的同步指標，PMI 在去年第三季度達到峰值後，持續下降。同時企業庫存量增速也明顯下降。

图 3 制造业库存增速随 PMI 变化



资料来源：Wind 资讯、BEA、致富研究院

图 4 美国制造业产能利用率



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

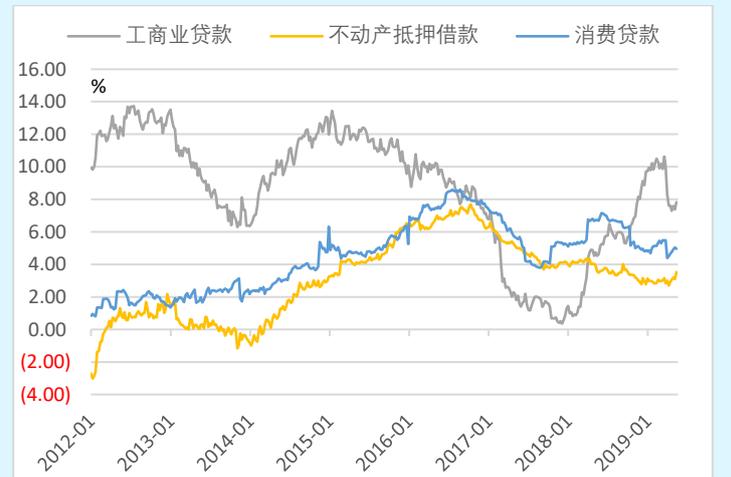
制造业产出不仅增速下滑，绝对值也同时下降，这便造成美国制造业产能利用率在 2019 年 1 月达到最高点后持续降低，特别是耐用品制造业产能利用率下降幅度较大。4 月份制造业整体产能利用率下降至 76.16%。耐用品产能利用率下降至 75.28%，其中汽车制造业下降至 75.02%；机械制造业为 76.42%；计算机和电子产品下降至 70.74%；电气设备制造业产能利用率下降至 71.73%。非耐用品产能利用率下滑至 77.10%。

图 5 商业银行持有证券增速上升



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 6 商业银行信贷增速下降



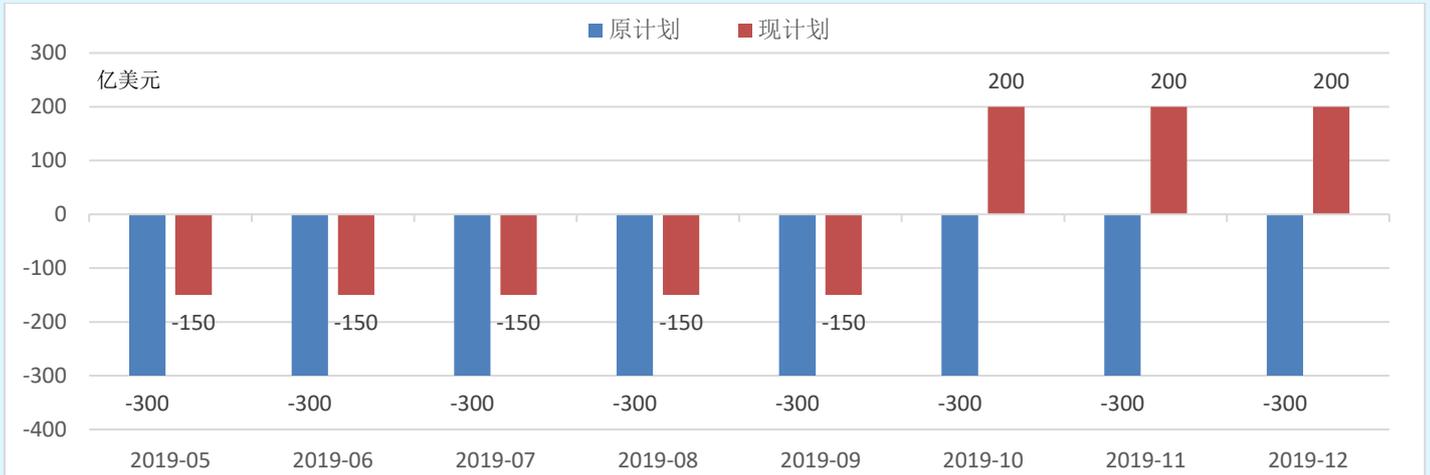
资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院



随着市场对经济衰退预期加深，商业银行和其他非银金融机构开始追逐避险资产，加快国债增持速度。商业银行自 2018 年 11 月起持有国债速度快速上升，同时信贷增速明显下降。这一方面是因为经济衰退预期使得企业生产投资增速下降，对信贷需求下降，拉低商业银行信贷增速。另一方面，市场风险上升预期使得金融机构提高风险溢价，主动限制信贷规模。

不仅是金融机构在增持国债，美联储缩表计划的暂缓及结构性变化相当于国债的增持。根据美联储计划，自 5 月起，其每月减持国债上限从原本计划的 300 亿美元降低至 150 亿美元，并且到 9 月末完全停止缩表。自 10 月起，虽然不再缩表，但是到期的 MBS 和机构债所回收的本金将通过二级市场购买再投资国债，每月最高 200 亿美元，将美联储资产中的 MBS 和机构债逐渐转换成信用更高的国债。

图 7 美联储持有国债预期变化



资料来源：美联储、致富研究院

美联储新的政策一方面增加了到期国债再投资的规模，从原本每月减少 300 亿美元，到增加 200 亿美元，相当于每月最高 500 亿美元的变化差距，这大大增加了国债的需求。另一方面它增加了长期国债收益率继续下降的预期。由于国债需求预期的增加，将会提高国债市场价格，拉低国债收益率。同时受到美联储增持国债的影响，金融机构形成国债收益率将进一步降低的预期，因此增加持有国债的久期以应对收益率的下降。这样便形成了预期的自我加强，导致长久期国债收益率下降较快。

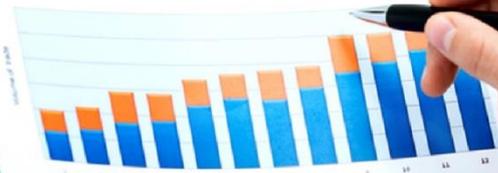


图 8 美元指数同 10 年期国债收益率之间呈现负相关性

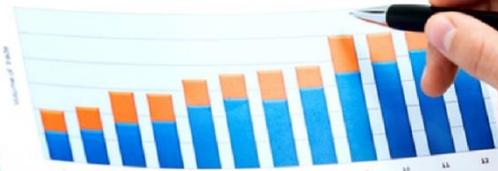


资料来源：美联储、致富研究院

10 年期国债收益率的下降还受到最近一年美元指数上升影响。长期来看，美元指数同 10 年期国债收益率之间呈现负相关性。这是因为一方面，汇率上行促使美国进口商品以美元计价价格下降，最终导致国内通胀率下降，下行的通胀率使得长久期国债收益率有下行压力。另一方面，汇率作为货币在国际市场的价格，汇率上升将对本国资产价格起到抑制作用，而利率（收益率）作为资金的价格也会受到其压制作用，呈现下行压力。而过去一年，美元指数从 89 上升至当前的 97，增长 9%。因此，10 年期国债收益率出现下降。

基于当前美国国债收益率倒挂加深，预计美联储在下半年降息可能性大大增加。实际上在 5 月份，美联储已经将超额准备金利率下调 5 bp。超额准备金利率作为美国整个货币市场利率的顶部，其利率的下调已经说明美联储当前货币政策的态度。同时长时间的利率倒挂会引起市场恐慌，形成不必要的负面预期，因此美联储也有必要采取预期干预措施，防止市场反应过度引发的链式反应导致真正的危机。

基于美联储货币政策将宽松化的预期，我们预计包括美股在内的风险资产价格在短期内将因为预期修复而上涨。但是更长期来看，由于美国本轮商业周期的由盛转衰，美国下半年经济特别是 2020 年经济数据预期将下调，基本面衰退的表现将越来越明显。再加上欧盟国家经济同时衰退，贸易保护主义引发的国际冲突日益剧烈，美国跨国企业的境外收入也将受到打击，内忧外患导致美国企业利润将在未来较长的一段时间内增速放缓。因此美股预期短期上涨，但长期下跌。



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港

香港致富证券有限公司

香港德辅道中 308 号

富衛金融中心 11 樓

电话：(852) 25009228

传真：(852) 25216893

北京

香港致富证券有限公司北京代表处

北京市朝阳区建国门外大街 1 号

国贸大厦 1 期 608 室

电话：(8610) 66555862

传真：(8610) 66555102

上海

香港致富证券有限公司上海代表处

上海市陆家嘴东路 161 号

招商局大厦 1309 室

电话：(8621) 38870772

传真：(8621) 58799185

深圳

香港致富证券有限公司深圳代表处

深圳福田区福华路 399 号

中海大厦 6 樓

电话：(86755) 33339666

传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk