

## ❖ 背景：经济扩张周期尾部，倒挂行情或令市场担忧

9 月 18 日，美国 10 年期国债收益率升至 3.0292%，实际收益率为 0.92%，而五年期美债实际收益率超过了 0.93%，二者已出现倒挂。收益率曲线倒挂是指短期债券的收益率高于长期债券收益率，即息差为负。该现象多出现在经济周期尾部，通常为判断经济是否下滑的信号。以美国为例，在过去 60 年里，几乎每一次经济衰退前，都伴随有负息差行情。但部分学者认为，美债收益率曲线斜率与经济周期的相关性或已失去有效性，因环境因素包含较多特殊性。今年，美国进入到经济周期的第九年，现阶段美国经济基本面依然较为强劲，减税和政府支出刺激措施正在提升短期中性利率水平，目前短期中性利率已高于长期利率，美联储货币政策或在未来一段时间内继续收紧。为了解息差波动下的未来经济走势及投资策略，我们编译整理了旧金山联储储备银行经济白皮书、先锋资本策略首席经济学家 Joseph Davis 和退休家庭资产管理公司的 James Bernard 部分最新文章，供市场参考与交流。

## ❖ 息差与未来经济走势扑朔迷离

宏观经济中，息差与未来经济走势存在一定的关联性，息差这一前瞻指标可有效预估未来经济及金融走向。若出现负息差，投资者可能认为未来产能即将进入底段，经济或出现停滞状态。与此同时，这一指标也可反应现阶段的经济状态。美国当下的经济周期被延伸拉长；期间内，没有发生明显经济衰退的迹象。由于美国本土经济周期较为成熟，美债收益率曲线实质呈平坦走势。虽然部分投资者期望未来国债收益率曲线变得更为平坦，但是倒挂行情出现的几率与美联储加息频率呈正相关。部分学者认为，国债收益率曲线之斜率与经济周期的相关性早已失去有效性，其理由是环境因素都包含较多的特殊性，如：之前非正常超低风险溢价行情所带动的低利率事件。另有学者认为，由于量化宽松政策，在大环境下，债券市场遭到扭曲。所以息差所释放的信号是否会经济衰退的前兆，可能无法做出肯定答复。其实，外界对于这一事件还是较为乐观，并相信出现倒挂行情，经济停滞的现象也不太可能发生。所以，在现有经济环境和量化宽松的大背景下，这一前瞻性指标是否有效，是本篇文章意在探讨的重点，并深入讨论平滑的收益率曲线或倒挂收益率曲线对于经济或投资组合的潜在影响。

## ❖ 数字分析未来息差走势

在经济复苏期，尤其是 2017 年，国债收益率的相对走势是平坦的。今年二月底，长期及短期收益率的差值仅为 0.8%。美联储由于继续实行现有的货币政策规范化道路，短期利率受到一定牵制。在 2017 年 12 月份发布的“美国经济预测综述”中，联邦基金利率将在 2020 年，由现有的 1.4%，上调至 3.1%，大大

## 📌 证券研究报告

所属部门 | 海外研究部  
报告类别 | 他山之石  
报告时间 | 2018/9/20

## 📌 分析师

陈雳  
证书编号：S1100517060001  
8610-66495901  
chenli@cczq.com

## 📌 联系人

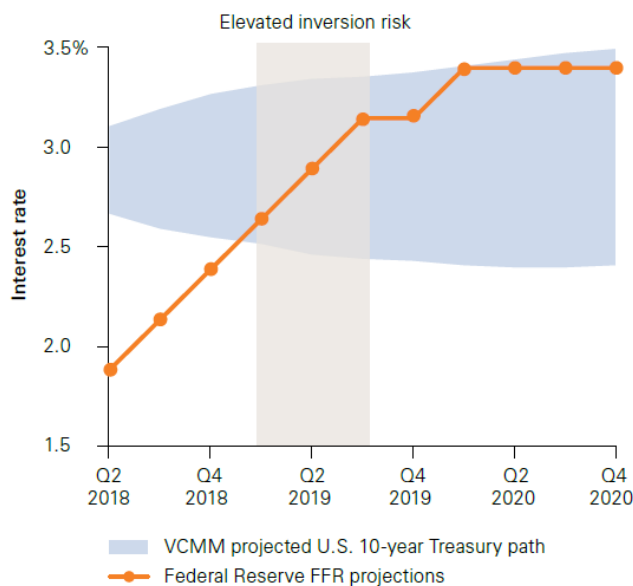
周文仪  
证书编号：S1100117120006  
8610-66495910  
zhouwenyi@cczq.com

## 📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号  
中海国际中心 15 楼，  
100034  
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120  
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000  
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

Joseph 也同时表示，预测长期美国国债收益率是更有难度的。如果十年期美国国债保持现阶段 2.85% 水平不变，则 2018 年底很有可能出现收益率倒挂的行情。即使美国十年期国债收益率增加到 3%，结果依然是倒挂行情。现如今，长期国债受到通货膨胀数及通胀预期的调整，另外，通货膨胀率也由前不久的 2.1% 上升到了 2.9%。若这一趋势下的通胀率以一定速率上扬，长期国债收益率必须触及 3.5% 或以上，才可保证收益率曲线的平坦性和避免出现倒挂行情。

图 1：2019 年收益率倒挂的可能性



资料来源：Vanguard Research，川财证券研究所

市场交易下，10 年期与 3 个月美国国债之间的息差幅度已缩小近 300 个基点。从 2014 年伊始，幅度就已变动 75 个基点，直到 2018 年 8 月，已缩减到历史最窄范围。由于美联储持续上调短期债利率，Joseph 指出，长期国债收益率一直维持在合理浮动范围内，并且大部分动能因素是用来牵制长期期望通货膨胀率的。受此影响，市场预期未来收益率曲线将会更为平坦，同时也预估，在 2019 年前，曲线倒挂的风险将会进一步增加。

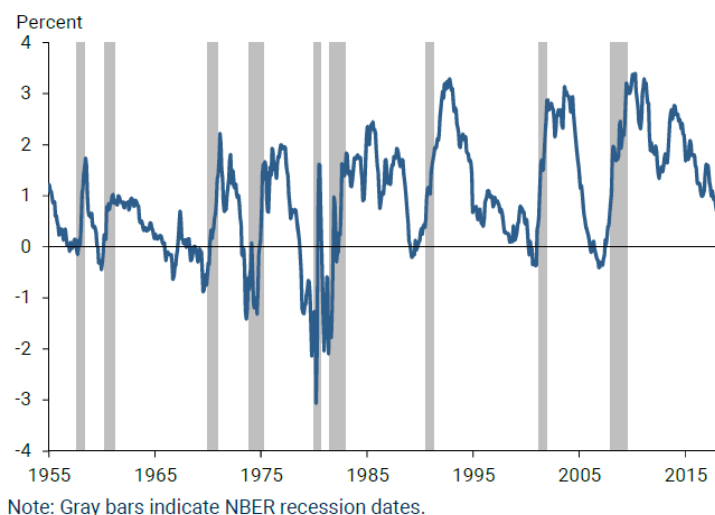
进一步分析现阶段的美国国债收益率曲线，两年期国债的年化收益率调整为 2.6%，息差为 25 个基点；联邦隔夜拆借利率设定在 1.9%，与两年期国债息差 70 个基点；同时，以现阶段美联储基金在衍生品市场上的表现来看，之后增加隔夜拆借利率的可能性很大，并且增加的频率至少是两次。若隔夜拆借利率在今年年底突破 2.4% 的支撑线，并假设隔夜拆借利率与两年期国债的息差继续保持在 70 个基点，则两年期国债会在今年年底上升至 3.1%。

#### ❖ 表象分析息差与经济周期的关联性

关联性最有力的证明，是通过息差与经济周期的走势来分析波动一致性。息差

报告由美国 10 年期债券持有到期收益减去 1 年期债券持有到期收益计算得出。数据覆盖 1955 年 2 月至今的相对波动走势，并用灰色阴影部分表示期间发生的经济衰退事件。每一次经济衰退的前夕，负向息差均会出现，也就是收益率倒挂现象。次数统计下，在过去发生的 9 次经济衰退中，只有一次伴随经济下滑而非衰退。数据表明，经济衰退期会在倒挂行情发生后的 5 到 17 个月来临。虽然引起经济衰退的缘由大不相同，但导致倒挂收益率走势的原因是一致的：由于短期收益率的快速增加。与此同时，长期收益率变动幅度相对较小，增长幅度或下降幅度微乎其微，有可能进一步加重倒挂的行情。

图 2：息差与经济周期波动性



资料来源：FRBSF，川财证券研究所

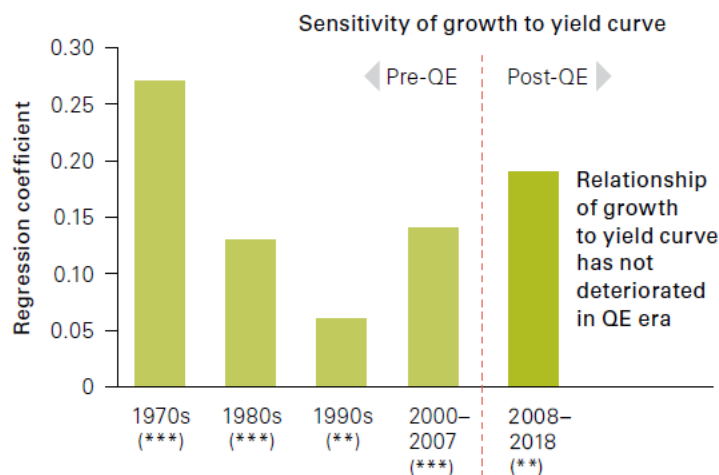
关系是否一成不变？大环境真的扭曲了这一前瞻指标？由于之前央行资产回购，抑制了风险修正补偿，这些补偿是投资者要求的久期风险补偿。Joseph 认为，这会拉长利率倒挂与随后有可能发生的经济衰退的时间间隔，但收益率曲线作为增长信号，并没有因为历史进程而降低有效性。所以，先锋策略反对那些企图忽视收益率曲线蕴含资本市场供求关系及宏观经济动态的强有力信息。

图 3：收益率倒挂至经济衰退所需时间

Yield curve inversion	Recession start date	Lead time (months)
July 1969	January 1970	6
June 1973	January 1974	7
November 1978	April 1980	17
October 1980	October 1981	12
May 1989	October 1990	17
August 2000	April 2001	8
August 2006	January 2008	17

资料来源：Vanguard Research，川财证券研究所

图 4： 收益率曲线前瞻性的表现



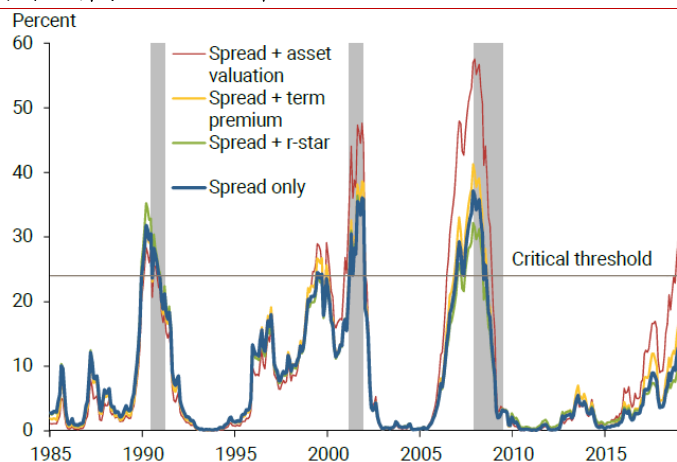
资料来源：FRBSF，川财证券研究所

经济扩张期间，美联储会紧缩货币政策、短期国债收益率上行，所以经济周期通常都会尾随经济衰退。虽然长期国债收益率可反应未来经济环境走势，但在前期经济扩张时，长期国债利率会尾随短期国债利率的发展态势。相对平缓的收益率曲线传递的是银行在其“借短贷长”偏好上出现盈利降低的现象，同时也会抑制市场的借贷供求关系，收紧当前信用状况。

#### ❖ 利用息差判断经济衰退发生概率

利用统计概率，分析师可以确定息差是否是一个有效指标去预测未来经济衰退。方法中，统计时间区间设定在经济衰退前后的十二个月，这一时间区间的使用已经过 Berge and Jordá (2011) 的论证。根据息差在临界值上下浮动的范围，当经济衰退概率上升时，概率会在临界值之上，并以量化的思想，确定衰退发生的可能性。经多次论证，临界值趋近于 0% 时为最佳，并在图中以黑色实线表示。蓝色曲线代表未经加权后的普通息差曲线；当息差为 0 时，临界值所对应的相对概率为 24%；今年 2 月份的衰退概率仅为 11%。

图 5： 息差判断经济衰退发生概率

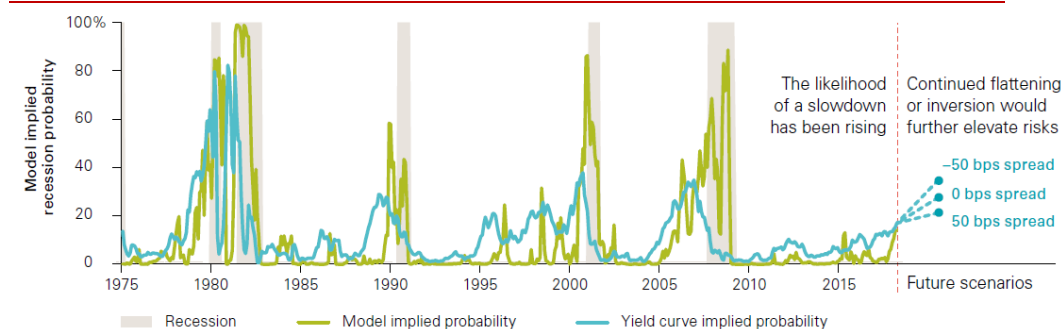


资料来源：FRBSF，川财证券研究所

## ❖ 利用回归因子分析经济衰退的可能性

美国经济已发展 8 个连续年度。由于收益率曲线与经济衰退的关联性，现阶段周期的可持续性也是外界考量的重点。收益率曲线倒挂从水平面上看，存在风险与不确定性，但至少现阶段还没有发生，也没有出现明显的裂缝。部分动态指标，如：消费追踪和商业消费，表明市场还需保持较为强劲的动力。先锋策略使用了两个模型：单因子模型（侧重收益率分析）和多因子模型（多因子包含信贷息差、市场股票收益率和经济增长信号）。在图中，美国经济减速的可能性伴随着收益率曲线走势平坦而增加。尽管这一信号看似只传递了适中的风险，但概率上，还是会随着美联储继续加息而放大。由于近期杠杆指标仍保持在合理的范围内，Joseph 预估倒挂行情会出现在 2019 年至 2020 年之间。

图 6：多因子回归分析经济衰退的可能

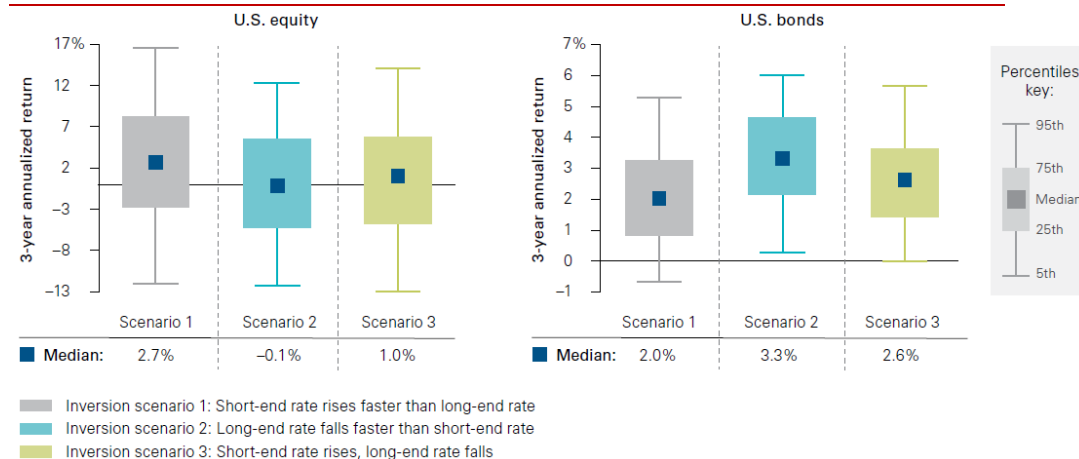


资料来源：Vanguard Research，川财证券研究所

## ❖ 未来资本市场环境分析

由于收益率倒挂风险的增加，资本市场已预设了三种潜在场景：短期收益率上扬速度超过长期收益率；长期收益率下降速度快于短期下降速度；及短期收益率上涨和长期收益率下降。预设时间跨度是未来三年，先锋随即使用资本市场模型（VCMM）对以上三种场景的未来短期或长期走势进行预测分析。结果表明，投资组合期望收益率或被抑制；在大环境下，固定资产可以在利率升高时获得更大优势，并更好地分散股票波动性所带来的风险。

图 7：利用风险分散对冲利率倒挂所带来的风险



资料来源：Vanguard Research，川财证券研究所



由于美国商业周期成熟，收益率曲线走势或将进一步平坦化。伴随美联储渐进加息政策路径，先锋资本认为收益率曲线倒挂或将在 2019 年出现，但长期来看还是会处于正常的浮动范围。历史上来看，收益率曲线是一个有效的前瞻信号，但这一指标并不是万无一失的。投资组合期望收益率表现出缓和态势，但固定收益产品在之后的利率上升市场行情里，可以带来更好的风险分散功效。所以，美国国内经济必须在接下来的几个月保持有力程度。但由于未来的通胀水平不可预测，2019 年，美联储上调联邦基金利率或为大概率事件。若至 2020 年，高利率、减税及监管不当没有合理找到突破口，经济减速或难以避免。

## 风险提示：

美联储加息力度超预期，美国短端收益率继续上升，全球范围内出现黑天鹅事件。本期报告编译自 Vanguard Research、Federal Reserve Bank of San Francisco 和 Family Asset Management Retirement Plans 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857