



美债收益率曲线倒挂可能性分析及影响探讨

报告摘要:

当前 10 年期与 2 年期美债收益率已经下降至 0.23% 左右的低位。并且市场此前普遍预计, 2022 年美联储将会采取 3 至 4 次的加息。通常而言, 短端利率受到当下货币政策导向的影响更为直接, 但长端利率则会更多地反映出市场对于未来经济展望的态度。

由于目前受到俄乌冲突以及可能出现的美国对于俄罗斯乃至中国的各类制裁的加剧, 势必将会导致经济走势无法如预期般健康恢复, 长端美债收益率的上行有很大概率将受到阻碍, 因此完全不排除后市收益率曲线出现倒挂的情况, 参考最近 3 次出现美债收益率曲线倒挂后, 黄金价格在此后半年内的最大涨幅至少将会超过 20%。

黄金价格观点:

看涨

操作建议:

逢低持续战略性多配

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

研究院 新能源&有色金属组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

付志文

☎ 020-83901026

✉ fuzhiwen@htfc.com

从业资格号: F3013713

投资咨询号: Z0014433

联系人

穆浅若

✉ muqianruo@htfc.com

从业资格号: F03087416

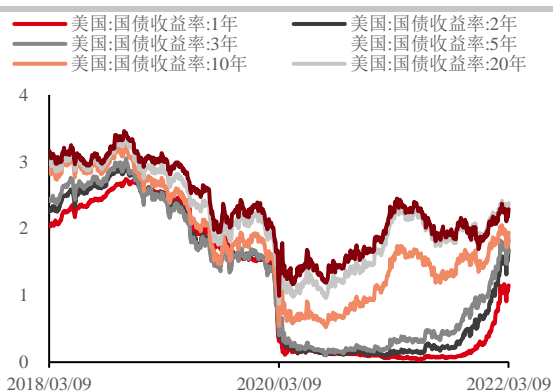
背景

自 2021 年年底时起，市场便对与美联储将会在 2022 年 3 月的议息会议上采取加息动作的预期不断做出反应，可以很明显地发现，短期美债收益率（如 1 年期、2 年期）呈现出十分明显的走高情况。这源于货币政策导向对于短期债券收益率的较为直接的影响。

与此同时，偏长期的诸如 10 年以及 20 年期限的美债收益率，虽然也同样存在走高的情况，但可以明显发现，其上涨幅度与短期美债收益率相比，明显偏弱。这是因为，与短期美债收益率不同的是，长期债券收益率受到短期内货币政策导向变化的影响程度并不十分敏感，并且将会更多地反应出市场对于未来经济展望的态度。如自 2 月下旬去爆发的“俄乌战争”前后，可以明显发现。长端美债收益率由于受到通胀居高不下以及地缘政治局势持续趋紧的影响而一度走低。这使得长短端美债收益率走窄。而倘若此后美联储议息会议上，美联储开始如此前市场预期那般开启加息模式（此前市场普遍预计 2022 年美联储将会加息 3 至 4 次）。这便有可能会加大美债收益率曲线（Yield Curve）出现倒挂的情况。

图 1：美债收益率曲线

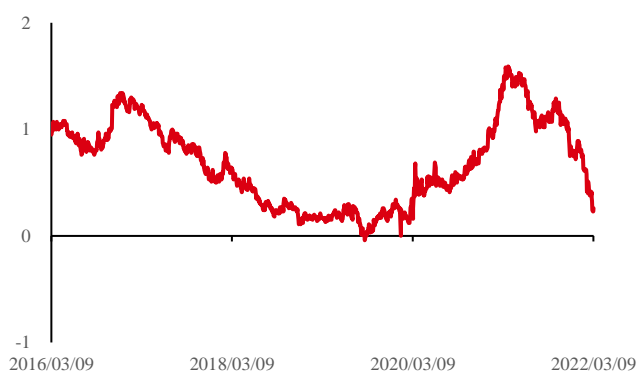
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

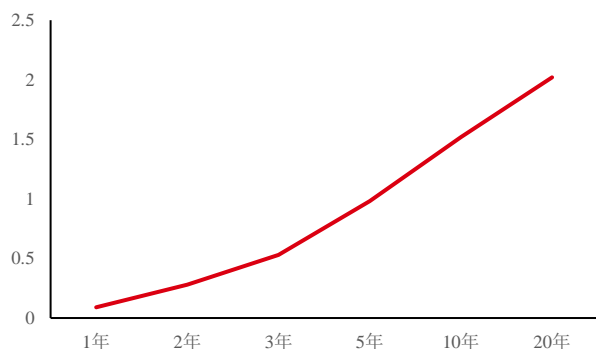
图 2：10 年-2 年期美债收益率差

单位：%



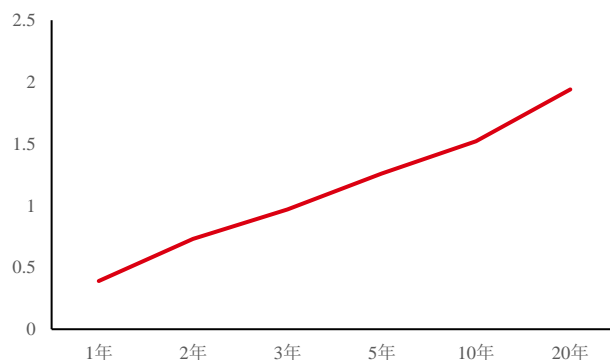
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：2021 年 Q3 末美债收益率曲线形态 单位：%



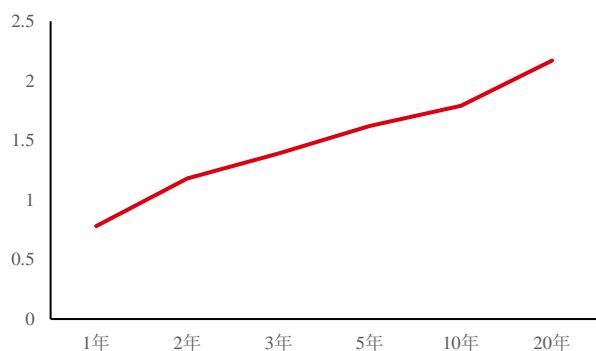
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：2021 年底美债收益率曲线形态 单位：%



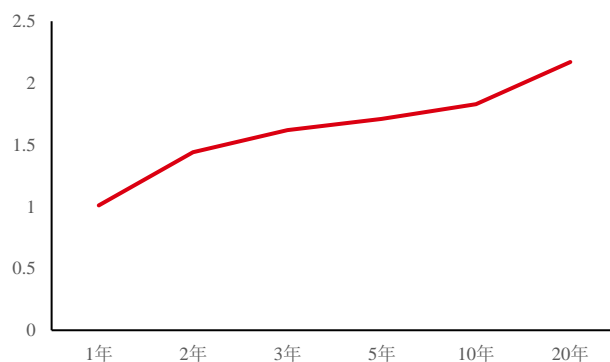
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：2022 年 1 月底美债收益率曲线形态 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：2022 年 2 月底美债收益率曲线形态 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

收益率曲线的变动与经济周期也存在相对较为明显的关联。通常而言，在复苏初期，随着货币政策刺激的加码，短端债券利率或将持续出现走低的情况，而长端美债利率则是呈现出见底并可能逐渐回升的状态，此过程中，收益率曲线逐渐变得陡峭。

在经济从复苏初期逐渐过渡到开始逐渐扩张之时，短端利率将会受到货币政策逐渐趋紧的情况而呈现回升，而长端债券利率则是在经济展望向好的背景下继续走高，此时收益率曲线同样将会趋于陡峭，不过程度相较于复苏初期或许略弱。

当经济增长逐渐进入后期时，货币政策进一步趋紧，致使短端利率呈现走高的态势，此时，长端利率则是由于经济增长仍在持续而继续上行，但速度较短期利率水平偏慢，此时收益率曲线逐渐趋平。

当经济增长放缓乃至逐渐下降之际，长端美债利率由于经济展望的趋向悲观而呈现下降的情况，短端利率则会由于货币政策逐渐趋松而开始出现见顶迹象，此时收益率曲线更为趋平，并有可能发生收益率曲线倒挂的情况。

最后，在经济衰退期，长端收益率曲线加速下行，而短端收益率曲线则是在货币政策再度趋向宽松后逐渐回落，此时同样可能会发生收益率曲线倒挂的情况。

表格 1：经济周期与收益率曲线

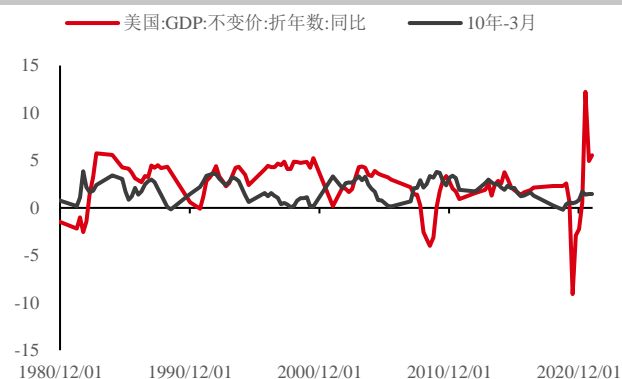
经济周期	长端美债收益率	短端美债收益率	收益率曲线
复苏初期	见底	低位或持续下降	陡峭
逐渐扩张	见底回升	回升	略陡
扩张后期	上升	上升	略趋平
增长放缓	见顶回落	见顶	趋平（存在倒挂可能）
衰退	加速下降	逐渐下降	趋平（存在倒挂可能）

资料来源：华泰期货研究院

历史上发生收益率曲线倒挂的情况

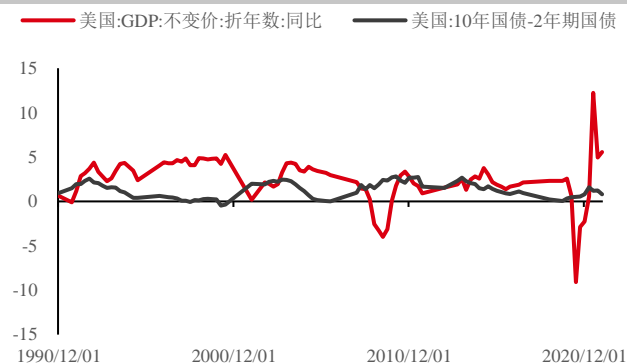
虽然在经济学中有多重理论对收益率曲线的成形进行解释。不过倘若出现了收益率曲线倒挂的情况，那很大程度上仍将预示着未来经济状况成形走弱甚至衰退的概率大幅增加。

图 7：10 年-3 月利差与 GDP 增速 单位：%



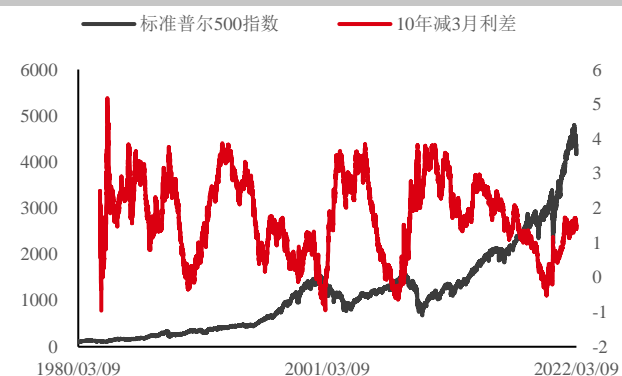
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：10 年-2 年利差与 GDP 增速 单位：%



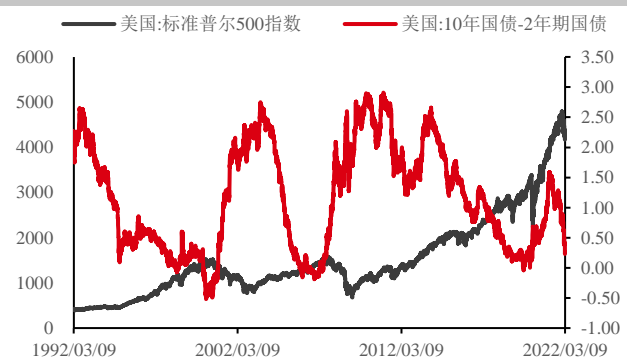
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：10 年-3 月利差与美股 单位：点 %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：10 年-2 年利差与美股 单位：点 %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

历史上也曾出现多次收益率曲线倒挂的情况。而从倒挂的时间来看，均提前于诸如 1970 年代的石油危机、2000 年初的互联网泡沫，乃至 2008 年的次贷危机以及 2020 年新冠疫情对全球经济带来的沉重打击而导致的经济衰退。

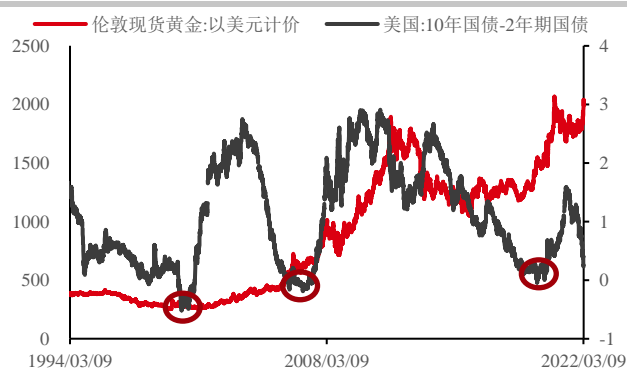
表格 2：收益率曲线倒挂领先经济衰退情况汇总

收益率曲线倒挂发生时间	最大倒挂利差	经济衰退开始时间	倒挂领先衰退时间
1969 年 07 月-1969 年 12 月	29BP	1970 年 1 月	6 个月
1973 年 06 月-1974 年 01 月	168BP	1974 年 1 月	7 个月
1978 年 11 月-1980 年 05 月	260BP	1980 年 4 月	17 个月
1980 年 10 月-1981 年 11 月	200BP	1981 年 10 月	12 个月
1989 年 05 月-1989 年 08 月	35BP	1990 年 10 月	17 个月
2000 年 08 月-2001 年 01 月	95BP	2001 年 4 月	8 个月
2006 年 07 月-2007 年 08 月	62BP	2008 年 1 月	17 个月
2019 年 05 月-2019 年 08 月	52BP	2020 年 6 月	10 个月
2020 年 01 月-2020 年 2 月	20BP	2020 年 6 月	4 个月

资料来源：Wind 当代金融研究所 华泰期货研究院

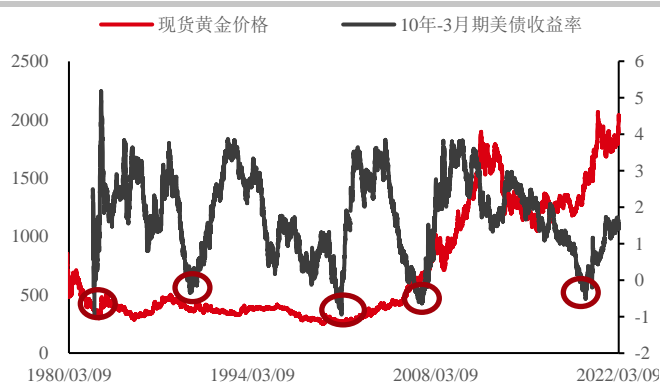
而就当前受俄乌局势影响而再度逼近历史新高的黄金价格而言，在每次收益率曲线倒挂出现之后，黄金价格也都出现了明显的走强。

图 11： 10-2 年期利差与金价 单位：% 美元/盎司



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12： 10 年-3 月期利差与金价 单位：% 美元/盎司



数据来源：Wind 华泰期货研究院

从最近3次美债收益率曲线倒挂的情况来看，出现时间分别在2006年7月至2007年8月、2019年5月至2019年10月以及2020年1月至2020年2月，而上述三次出现倒挂之后，也相应地发生次贷危机、中美贸易争端加剧以及新冠疫情等极端事件的影响而引发的经济状况低迷以及黄金价格大幅飙升的情况。

表格 3：近3次收益率曲线倒挂后黄金涨幅情况

单位：%

开始时间	结束时间	发生倒挂期间内最大涨幅	半年内最大涨幅	1年内最大涨幅
2020年1月	2020年2月	5.49%	23.99%	29.30%
2019年5月	2019年10月	20.44%	30.22%	59.55%
2006年7月	2007年8月	5.90%	27.36%	47.36%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

后市情况展望

在此前的2021年年末，市场普遍预期美联储将会在2022年3月的议息会议上宣布加息50BP的决议，然而随着2月底以来俄乌局势的持续恶化，使得市场不确定性不断增加，市场也对美联储的加息节奏的判断做出了一定的调整。

从目前联邦基金利率期货的定价来看，3月加息50BP的概率目前只剩下0.80%，而加息25BP的概率则是高达99.20%。

表格 4：利率期货所反映的加息概率

单位：%

会议时间	利率期货价格	0-0.25%	0.25-0.50%	0.50-0.75%	0.75-1.00%	1.00-1.25%	1.25-1.50%
2022/3/17	99.788	0	99.20%	0.80%	0	0	0
2022/05/05	99.350	0	0	99.20%	0.80%	0	0
2022/06/16	99.170	0	0	0	99.20%	0.80%	0
2022/07/28	99.025	0	0	0	16.40%	83.00%	0.60%

资料来源：CME 华泰期货研究院

上述变化或许会暂时延缓可能发生的美债收益率曲线倒挂的情况，但年内进行3次左右的加息仍将是相对较大概率的事件。而目前10年前与2年期美债收益率差已经将至0.26%的较低水平，故此收益率曲线出现倒挂的概率。

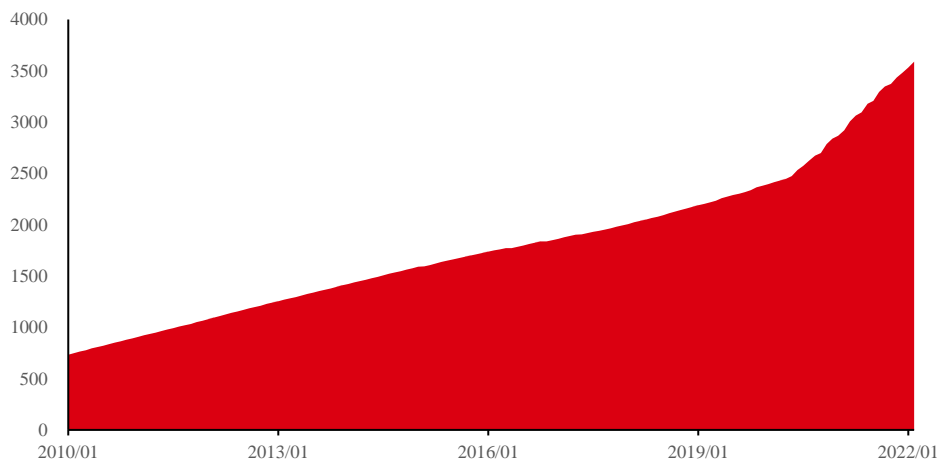
虽然在加息后，长端美债收益率也将出现一定的上涨，不过幅度相较于受到货币政策影响较为直接的短端收益率而言偏小。故此，在加息50BP的情况下，便有较大概率出现收益率曲线倒挂的情况。

此外，目前长端适销美债未偿还余额高达3.59万亿美元，故倘若长端美债收益率上涨幅度与加息幅度一直，那么上涨50BP后所需支付的债券利息将会增加约340亿美元每年。这便会在很大程度上加剧当下政府的财政负担，这也将会加大市场对于未来经济展望的忧虑，尤其在当下全球范围内经济状况受到地缘政治以及通胀水平居高不下乃至疫情的影响持续存在的情况下，长端利率的走高无疑仍将因此而受制。

图 13： 长端适销国债未偿还余额

单位：十亿美元

美国:适销国债未偿还余额:长期国债



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表格 5：加息后额外利息支出模拟

单位：美元

情景	额外利息支出每年
长端美债收益率上涨 25BP	约 340 亿
长端美债收益率上涨 50BP	约 680 亿
长端美债收益率上涨 75BP	约 1,020 亿

资料来源：Wind 华泰期货研究院

此外，从 CFTC 不同期限美国国债期货持仓情况来看，自 2021 年 3 月以来，可以明显发现，10 年期美债多头净持仓开始呈现出明显高于短期国债多头净持仓的情况，这与黄金价格的阶段性低位出现的时间相对契合。由于美债价格与收益率呈现反向关系，若多头持仓增加推高债券价格后，收益率便会随之下降。而这从利率定价的角度而言，对于黄金价格同样较为有利。

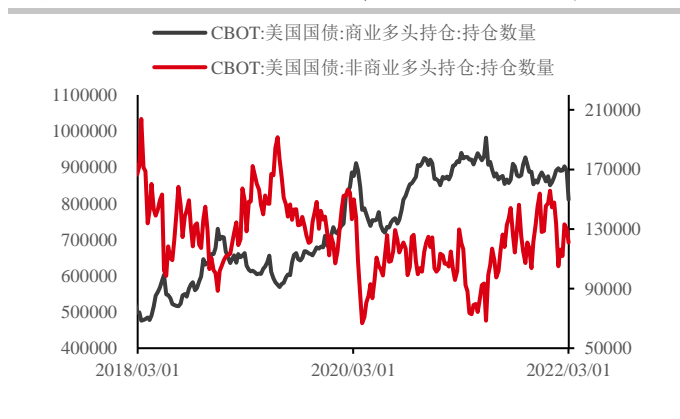
同时也可以发现，自 2020 年 3 月新冠疫情的影响持续在全球范围内发酵，而此后商业多头持仓超过非商业多头持仓，并且这样的情况持续至今，这或许反映出对于美债投机需求的下降，而保值或是久期管理的需求出现上升。

图 14：不同期限美债持仓净多头 单位：张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15：商业与非商业多头持仓 单位：张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16: Comex 黄金价格

单位: 美元/盎司



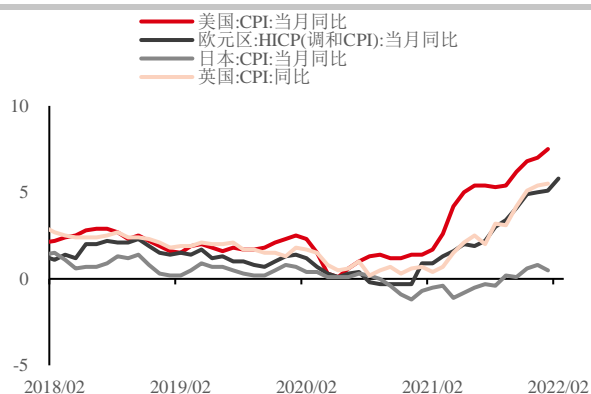
数据来源: Wind 华泰期货研究院

从经济展望的角度而言,当下通胀水平居高不下,1月美联储议息会议上,美联储主席鲍威尔便提及,当下通胀的高企主要是由于新冠肺炎疫情相关的供需失衡和经济的重新开放所致(彼时尚未爆发俄乌战争)。并且目前俄乌局面的持续僵化无疑也使得原本已经相对紧俏的能源供应更为紧张,致使此前欧洲地区天然气价格便再度出现大幅走高的情况,不过在近两日,俄乌关系稍显缓和的情况下,天然气价格出现较大回落,但仍处于较高位置。与此同时,对于诸如原油、天然气以及有色金属等重要能源以及工业品而言,其库存也呈现明显偏低的状态。

展望后市,当下通胀水平高企的情况,并不立刻因货币政策的收紧而在短期内得到缓解,这也将使得市场暂时难以对未来经济展望持有太过乐观的态度,进而对于长端债券收益率的走高又将会形成掣肘的作用。

图 17: 全球主要经济体 CPI

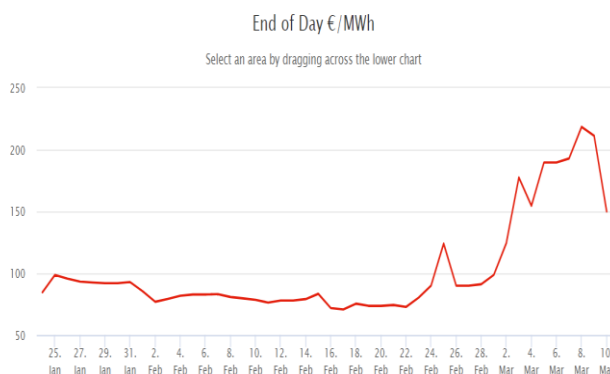
单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 欧洲天然气价格

单位: 欧元/兆瓦时



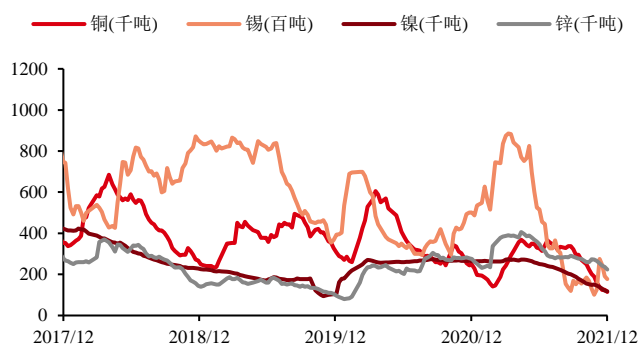
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 美国天然气与原油库存 单位: 桶



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 有色金属库存 单位: 千吨 百吨

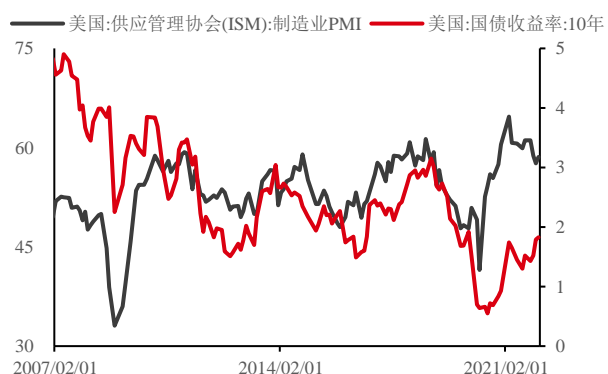


数据来源: Wind 华泰期货研究院

最后，若将长端美债收益率与 PMI 或是失业率等指标一同观察便可发现，长端美债收益率与 PMI 变动方向大致类似，而与失业率则呈现反向关系，这再度说明，长端利率的走高与经济展望的是否乐观有着十分显著的关联。

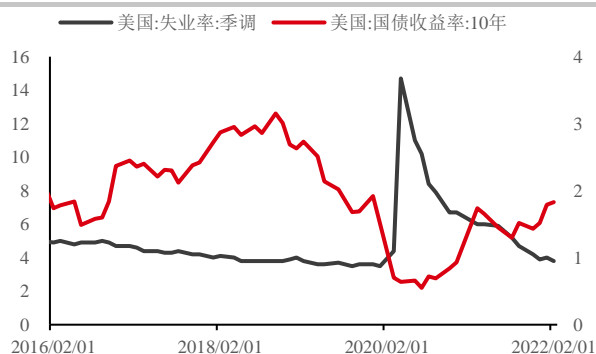
不过与 2013 年美联储开始退出 QE 并逐渐进入到加息过程的情况不同的是，目前如 PMI 指标呈现出高位回落的态势，并且由于受到俄乌冲突以及可能出现的美国对于俄罗斯乃至中国的各类制裁的加剧，势必将会导致经济走势无法如预期般健康恢复，这同样将会使得长端美债收益率的涨势不如短端那般明显。

图 21: PMI 与 10 年期美债收益率 单位: 点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 美国失业率与 10 年美债收益率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

综上所述，在目前地缘政治危机持续对未来经济展望形成相对不利的影响，而美联储在 2022 年间多次加息的可能性却仍然较大，这便会导致出现短端美债收益率持续走高，而长端美债收益率的上行却有很大概率因未来经济展望难言乐观而受到阻碍，故此完全不排除

后市收益率曲线出现倒挂的情况，而如上文所言，在最近3次出现美债收益率曲线倒挂后，黄金价格在此后半年内的最大涨幅至少将会超过20%。

● 免责声明

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准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com