

2019年08月22日 星期四



美债收益率曲线倒挂的阶段和意义

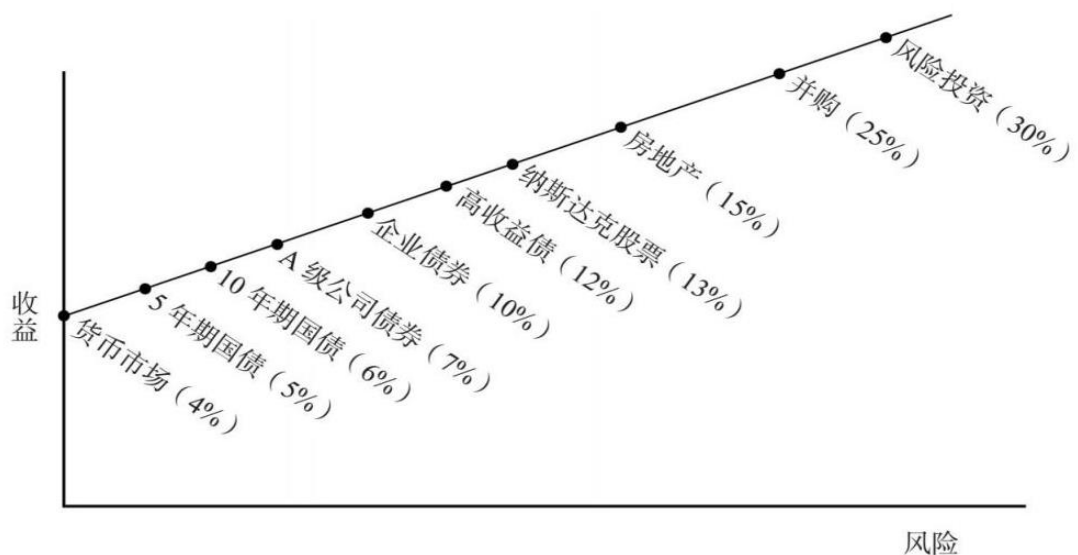
联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.cx@jyqh.com.cn
电话 021-68556039

美债收益率曲线倒挂的阶段和意义

近期，美债收益率曲线趋向于平坦化，市场担忧美国经济即将陷入衰退——甚至在收益率出现倒挂的当日，美股市场出现暴跌。部分市场人士也对收益率曲线的预测效应存疑——毕竟，相关性不等于因果性。何况现在的市场处在超常规的货币政策之中。

不妨先说结论，美债收益率的平坦化乃至倒挂，其实分为两个阶段。第一阶段是，当市场风险偏好抬升时，美债收益率趋向倒挂；第二阶段时，当市场风险偏好迅速降低时，美债收益率同样趋向于倒挂。

图1，资本市场线



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

在图 1 中，“资本市场线”的概念指出，越高的风险匹配越高的收益。投资者为了得到更高的利率，才愿意延长投资的期限——毕竟，投资期限越长，货币贬值的风险就越大。信用利差的意义也类似，（信用利差指的是企业债券收益率与剩余期限相同的国债收益率的差别），某种意义上，企业的承兑能力小于国家，因为投资人对企业债的要求的收益率也更高。

对于递增风险和递增收益的量化关系，我们称之为“风险溢价”，意味着承担一个单位的增量风险所预期得到的增量收益。“风险溢价”即图 1 中资本市场线的斜率。

市场妙趣横生的一处时，风险溢价在不同时期表现得完全不同。当市场最红火和盲目的时候，也是最不靠谱的融资和投资发生的时候，也就是资本市场线的斜率变大的时候，图 1 的斜率变得异常陡峭。市场愿意为线上的每一点收益承担更多的风险。反之亦然。

那么，怎么观察市场中资本市场线斜率的变化呢？

图 2，美国两年期与十年期国债利差（白线），美国信用利差（企业债收益率-十年期国债，黄线）



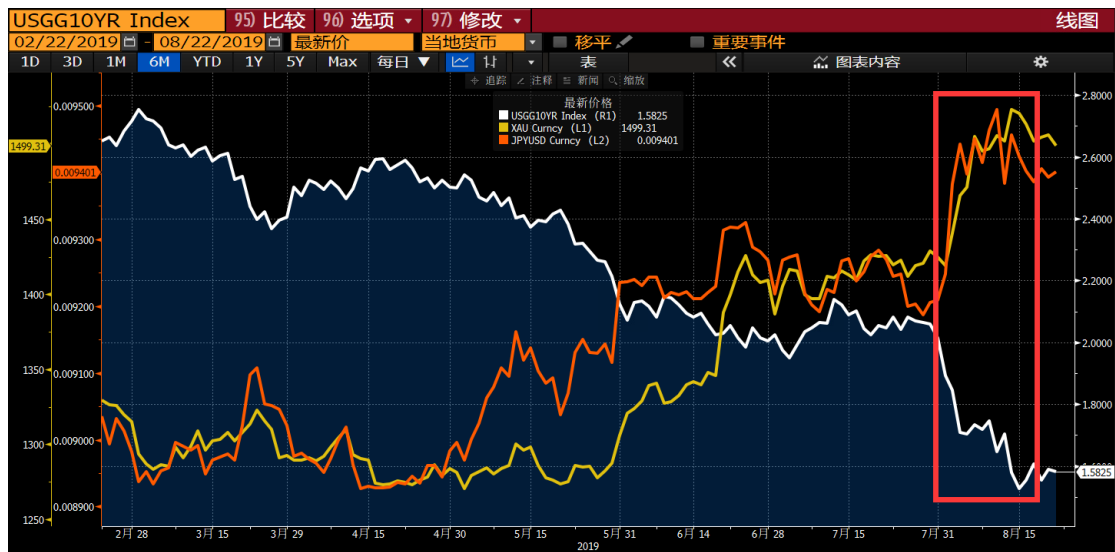
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

国债的期限利差和信用利差就是衡量资本市场线斜率的重要指标。可以清晰的见到，两者在大周期的大部分时间内趋向于一致。当两者向下是，意味着资本市场线斜率变小，投资者为了同样的收益愿意承担更多的风险。愿意给企业债和国债相近的定价，愿意放心的加杠杆，借入短期资金购买长期债券，从而缩减长短期国债利差，令收益率曲线平坦化。

这就是收益率曲线平坦化乃至倒挂的第一阶段——市场风险偏好抬升的时刻。

最为有趣的是，当市场风险偏好发生逆转之时，反映在国债收益率曲线上的变化，就是相同的过程。只是逻辑从“风险溢价”变成了“流动性溢价”。

图 3，美国十年期国债收益率（白线），黄金（黄线），日元（橙线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

市场流动性指的是资产能够以一个合理价格变现的能力。换言之，成交量大，到期时间更远的美国十年期国债，在市场恐慌的时刻，和黄金乃至日元一样，具备着避险的“流动性溢价”功能。也就是说，当市场风险偏好骤然降低之时，美国十年期国债收益率会迅速往下，反映在期限结构上，就是进一步加剧曲线的平坦化乃至倒挂。

那么，如果是这层逻辑的话，第一阶段极高的风险偏好以及加杠杆过程，会极大的增加经济衰退的可能性（过去的潜在 GDP 高于实际 GDP）；第二阶段往往意味着金融危机已经初现征兆，更是经济衰退的预示。现在的市场更多处在第二阶段，或许正是经济衰退乃至市场动荡的前兆。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688



深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。