

美國孳息曲綫首現倒挂

——衰退還有多遠

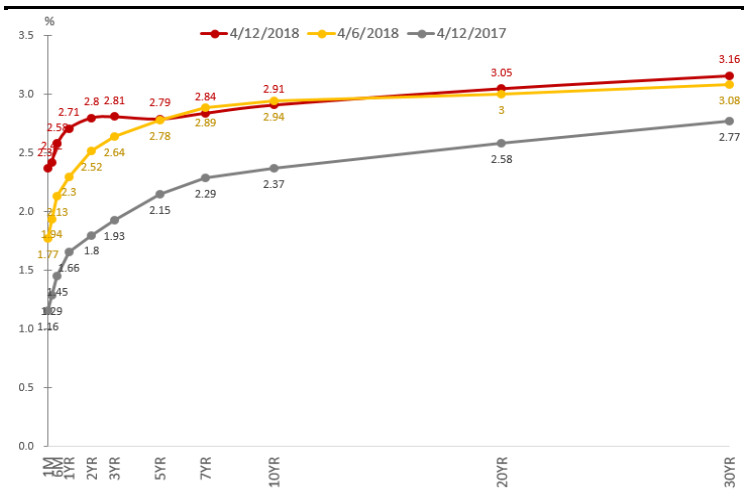
- ❖ 美國孳息曲綫出現自 2007 年以來的首次部分倒挂，拖累美股大幅下挫。美國國債孳息曲綫趨平走勢持續。至本周，5 年期國債孳息率首次跌穿 3 年期孳息率，兩者收益差反轉至 -1.2 個基點的低位，這也是 2007 年以來美國孳息曲綫首次出現部分倒挂。隨後，2 年期收益率亦超越 5 年期，兩者息差達 -0.9 個基點。由于市場擔心孳息曲綫倒挂為經濟衰退訊號，引發美股下挫。
- ❖ 近期孳息曲綫走勢：趨平持續，長短端倒挂幾率升高。近期短期美國國債孳息上升，3 個月（固定期限）國債利率從 10 月底的 2.34% 上升至 2.42%（截至 12 月 4 日），亦遠高于 9 月底的 2.19%。長期孳息向下回調，10 年期孳息從 9 月底的 3.05% 和 10 月底的 3.15% 下降至 2.91%。
- ❖ 孳息曲綫反映市場的集體擔憂。自上世紀 70 年代美國政府交由市場來決定債券價值以來，孳息曲綫被廣泛用于瞭解市場對未來經濟前景的情緒。孳息曲綫主要受兩大因素影響：美聯儲的貨幣政策對短端利率影響更大，對不同期限的國債的交易需求亦影響曲綫走勢。也就是說，國債孳息曲綫通過分散的定價和交易行為，形成了市場的整體預期和判斷。
- ❖ 孳息曲綫對經濟衰退的預測能力：孳息曲綫的平坦化以及本周首現的部分倒挂引發市場焦慮，主要因為它反映了對美國經濟的悲觀前景。過去 60 年每次美國經濟衰退之前，都出現長短端期限利差倒挂，孳息曲綫因而成為一個較為可靠的指標，以預示即將來臨的經濟衰退。長短端息口差距轉為負數與經濟衰退的來臨之間一般相差 6 至 24 個月。儘管孳息曲綫無助于預測實際經濟增長率，但長端（10 年期）與短端（3 月期）國債之間的利差，與一年後 GDP 同比增長率的走勢高度相關，從另一個角度佐證了美國經濟在下一年很有可能將會出現放緩。
- ❖ 孳息曲綫趨平并出現部分倒挂增加了經濟衰退的概率，但不會來得太快。當前已經出現的 5 年期與 2 年期、3 年期孳息利差收窄，是更重要的參考指標——長短端孳息倒挂的先兆。市場雖然早有預料會出現倒挂，但這可能比市場預期的時間來得更早。假設美聯儲如我們的預測在 2019 年繼續加息 50 個基點，長短端的息差倒挂幾乎就是肯定的，而且該倒挂很可能在 2019 年上半年內就發生。利用孳息差作為經濟預測指標，我們估計未來 12 個月美國經濟衰退的概率仍僅為 20% 左右，但經濟放緩的可能性已經很大。至 2020 年美國經濟將面臨較大衰退風險。需要注意的是，市場通常都會提前反應。歷史經驗是，美國孳息曲綫倒挂大概率會觸發美股熊市。
- ❖ 應謹慎解讀孳息曲綫的變化。儘管孳息曲綫被廣泛運用，但仍存在不少局限性，需要留心。首先，由于金融系統、貨幣政策等領域的深刻變革，國債孳息的基本決定因素已經與前幾十年有很大不同，孳息曲綫平坦本身并不一定意味著衰退的來臨。例如，在 1995 - 2000 年期間，孳息曲綫平坦化就與美國經濟的快速發展并存。其次，分析師常常忽視壓低長端利率的一個關鍵因素，即長期通脹預期的變化。過去市場對通脹的擔憂意味著孳息曲綫更加陡峭，因為投資者要求調高遠期利率以保護自己免受通脹波動影響。然而，現在的美聯儲與市場的溝通大大增加，通脹風險溢價也大幅下降。因此，暫時的息差倒挂有時只意味著短端利率的快速上升。
- ❖ 孳息曲綫作為預警指標仍值得關注。預測經濟前景并非易事，而孳息曲綫能夠提供豐富的市場訊息，仍是不可多得、較有參照意義的預警指標。我們將繼續密切留意美國孳息曲綫的走勢，并參考投資者風險偏好、領先經濟指標和企業盈利等數據一并分析，及時給出風險預警。

成亞曼, 博士

電話: (852) 3900 0868

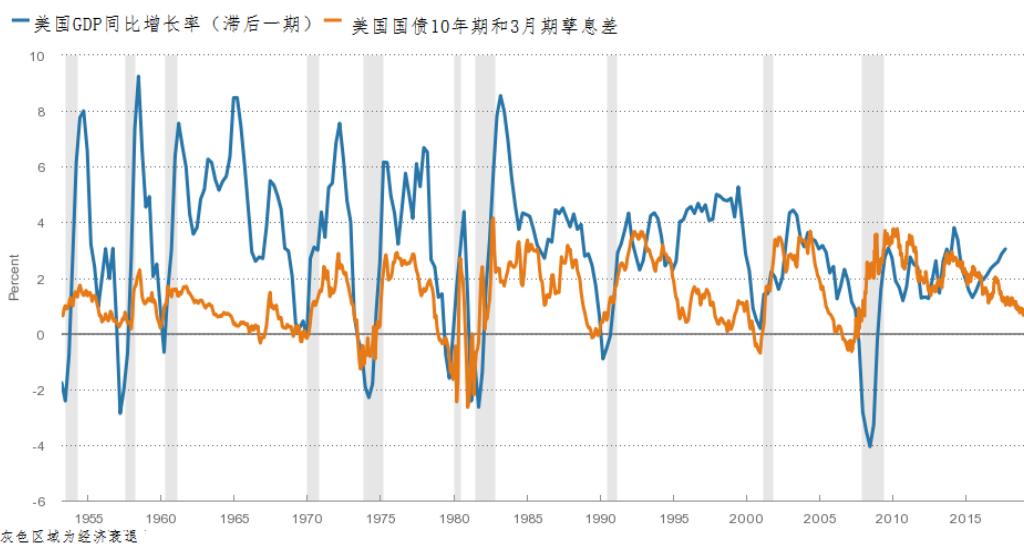
郵件: angelacheng@cmbi.com.hk

圖 1: 美國國債票息曲線持續趨平



資料來源: 彭博、招銀國際研究

圖 2: 歷史上的長短期利差與滯後一期的 GDP 增速走勢高度相關



資料來源: 美國經濟分析局、美聯儲、招銀國際研究

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。