

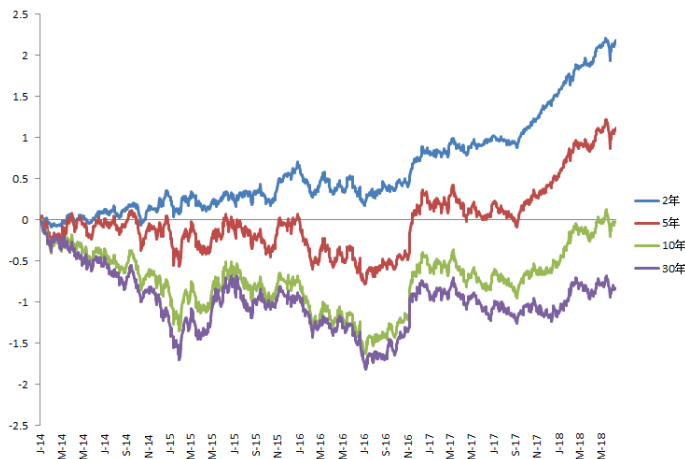
## 美國孳息曲線倒掛恐無可避免

聯儲局公開市場委員會對美國短期經濟展望維持樂觀，最新的前瞻指引把今年的加息次數從 3 次上調至 4 次。債市的反應並不理想，孳息曲線繼續變平。聯儲局主席鮑威爾的言論顯示進一步利率正常化勢在必行，惟恐怕他剛上任不久，就要面對孳息曲線倒掛的局面。

### 長短息差連續四年半收窄

當然，孳息曲線扁平的現象不是由鮑威爾造成。事實上，自從聯儲局於 2014 年初縮減資產購買規模，邁出貨幣政策正常化的第一步後，長短息差就一直收窄。圖一所示為美國不同年期國債孳息率在這段時間內的累計變化。可見，兩年期債息升幅顯著，達到 2.19 個百分點，甚至超過聯邦基金利率的升幅，惟 5 年期債息升幅只有 1.11 個百分點。不可思議的，是至今 10 年期與 30 年期債息不升反跌，其中 10 年期債息微跌 2 個基點，30 年期債息的跌幅則達到 84 個基點。

圖一 美國不同年期國債孳息累計變化 (2014 年初至今；%)



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

卓亮  
高級經濟研究員  
Tel: 28266193  
tristanzhuo@bochk.com



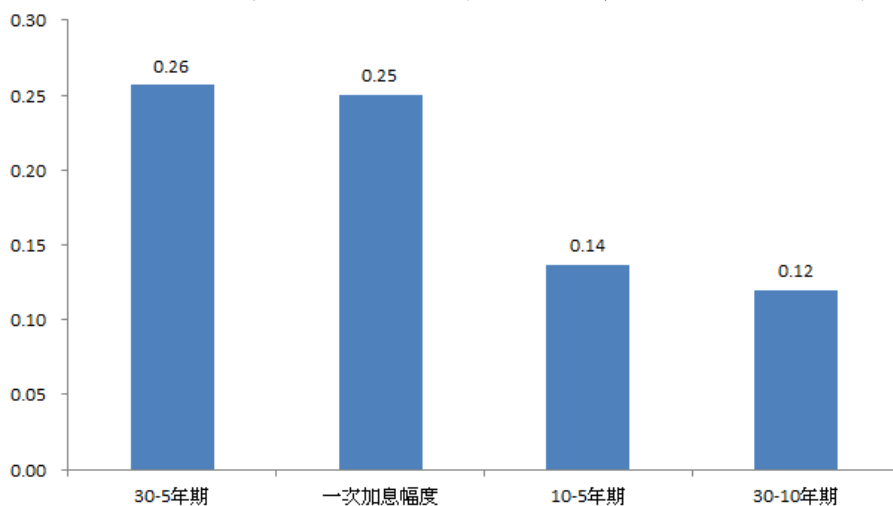
歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

## 9月加息恐導致孳息曲線倒掛

長短息差收窄不是新現象，但目前息差水平離孳息曲線倒掛只有一步之遙。現時30與5年期息差為26個基點，與一次加息幅度相若。10與5年期和30與10年期息差則分別只有14與12個基點，遠少於一次加息幅度。換言之，5年期後的孳息曲線部分，可能最快在9月份利率調整後就會出現倒掛。

圖二 美國不同年期息差與聯邦基金利率調整幅度比較 (%)



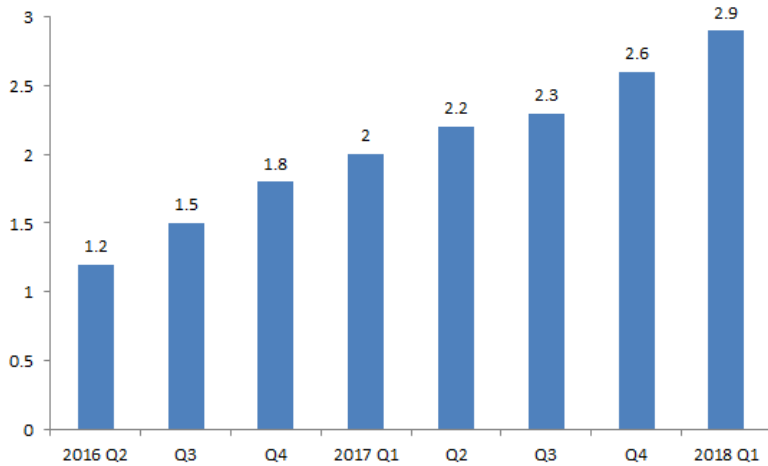
資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

## 美國經濟沒有近憂

在眾多宏觀經濟、金融市場指標中，孳息曲線預測美國經濟週期轉向的可靠性無出其右。每次經濟衰退前，長短息差勢必倒掛，無一例外，但這並不等於長短息差倒掛必然會造成經濟衰退。孳息曲線倒掛可謂是經濟衰退的必要不充分條件，也曾經試過發出錯誤的警號。從基本面來看，美國經濟起碼在短期內不見得有陷入衰退的風險。

事實上，美國這輪經濟擴張期，已經是有記錄以來第二長。從2009年6月至今，整體經濟活動保持整整9年正增長。然而，由於增長動力在大部分時間內保持溫和，美國經濟增速並沒有因為擴張週期拉長而出現下滑，反而受稅改刺激得到改善。美國GDP按年同比增速在2016年第二季錄得1.2%的低位後，連續7個季度加快，在2018年首季升至2.9%。

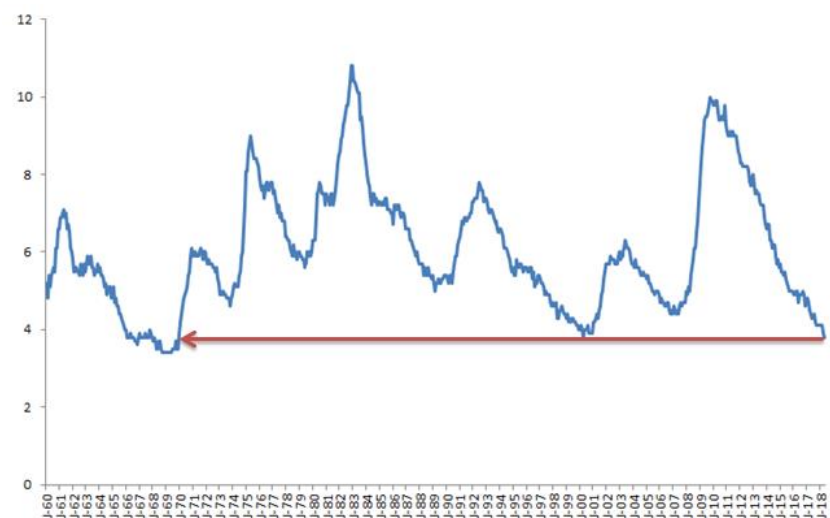
圖三 美國 GDP 按年同比變化 (%)



資料來源：美國商務部、中銀香港經濟研究

在勞工市場方面，美國 5 月份失業率跌至 3.8%，是近半個世紀以來的低位。誠然，失業率表現正面，有部分原因是由於勞動參與率下降，非勞動人口顯著上升，但整體就業環境無疑正在改善。

圖四 美國失業率 (%)



資料來源：美國勞工統計局、中銀香港經濟研究

### 長息低企是量寬後遺症

因此，長短息差不斷收窄，並不一定反映經濟前景惡化。更合理的解釋，可能是三輪量寬造成的天量流動性，導致長期債息持續低企。金融海嘯後，聯儲局的資產負債表規模膨脹了約 400%。相比之下，從 2017 年 10 月至今，聯儲局縮減資產負債表的措施，只是把資產規模減少約 3.1%。誠然，資產負債表不可能降至金融

海嘯前的水平，但溫和的縮表步伐，顯然不足以顯著收緊金融環境。

對於聯儲局來說，孳息曲線倒掛風險迫在眉睫，即使不代表經濟週期轉向，也絕非其樂見的現象。貨幣政策正常化任重道遠，非傳統貨幣政策對市場的扭曲，將持續為決策者帶來挑戰。

## 近期報告

1.	內地綠色債券市場潛力可觀	劉雅瑩	06.06
2.	美元長短線走勢料將差異化發展	蔡永雄	06.05
3.	警惕新興市場匯率波動	黃思華	06.04
4.	美國銀行業放寬監管的内容及思考	張文晶	05.31
5.	人民幣在中國國際收支中的使用	戴道華	05.31
6.	人行跨境流動性新規 促離岸市場健康發展	應堅	05.23
7.	聯儲局能否按部就班進行利率正常化？	卓亮	05.18
8.	A股即將正式入摩的影響評估	蘇傑	05.16
9.	阿根廷金融動盪的原因和啟示	劉雅瑩	05.15
10.	2018年一季度香港經濟增長遠超預期	蔡永雄	05.11
11.	中美息差收窄的原因及影響	劉雅瑩	05.10
12.	A股CDR漸行漸近，市場發展與防風險並重	蘇傑	05.09
13.	香港加息週期一旦啟動對銀行業的影響	戴道華	05.09
14.	主要央行貨幣政策分歧支持美元轉強	卓亮	05.08
15.	美國十年期債息升穿三厘的真正意義	卓亮	04.30
16.	外資持有人民幣證券資產的重要性	戴道華	04.30
17.	內地小微企及“三農”融資環境探析	張文晶	04.25
18.	置換性定向降准有助改善市場流動性結構	劉雅瑩	04.20
19.	製造業生產鏈全球化 雙邊貿易差額參考價值減弱	卓亮	04.16
20.	2018年人民幣國際化漸入平穩發展階段	應堅	04.12