

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。

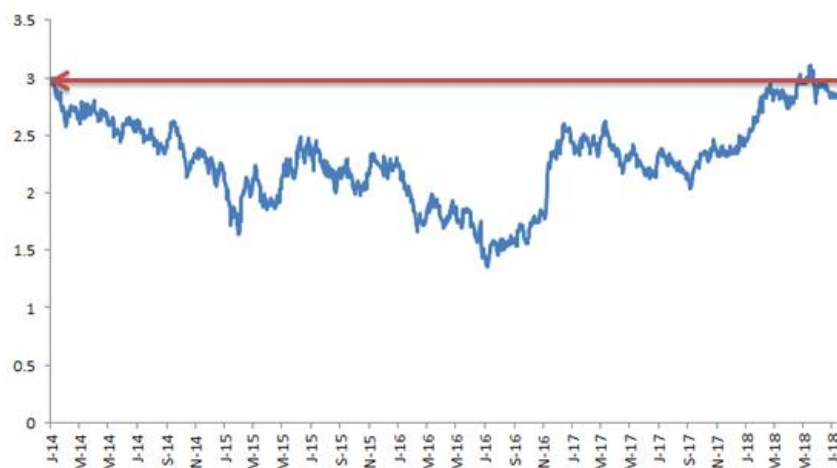
## 美國孳息曲線對經濟週期及利率調整的啟示

近來，美國孳息曲線備受市場關注。美國十年期與兩年期國債息差曾經跌至不足四分一厘，更引起市場對孳息曲線出現倒掛的擔憂。事實上，長短息差收窄並非最近才出現的現象。至於會否或何時出現倒掛，則很大程度上取決於聯儲局會否繼續按部就班地加息。

### 孳息曲線趨扁平已持續逾四年半

2014 年初，聯儲局開始減少量化寬鬆規模，邁出貨幣政策正常化的第一步。至今已經過去四年半，惟長息對聯邦基金利率調整的反應保持溫和。目前十年期國債孳息與 2014 年初水平相約。縱然聯儲局加息數次，長息可謂不為所動。

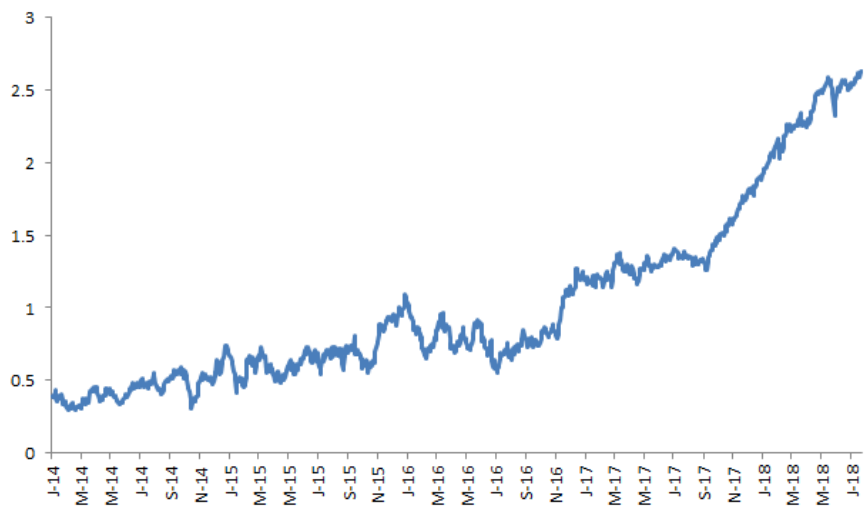
美國十年期國債孳息（%；2014 年至今）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

相比之下，兩年期國債孳息對貨幣政策的調整相當敏感，2014 年至今持續上升，調整幅度甚至比聯邦基金利率更大。

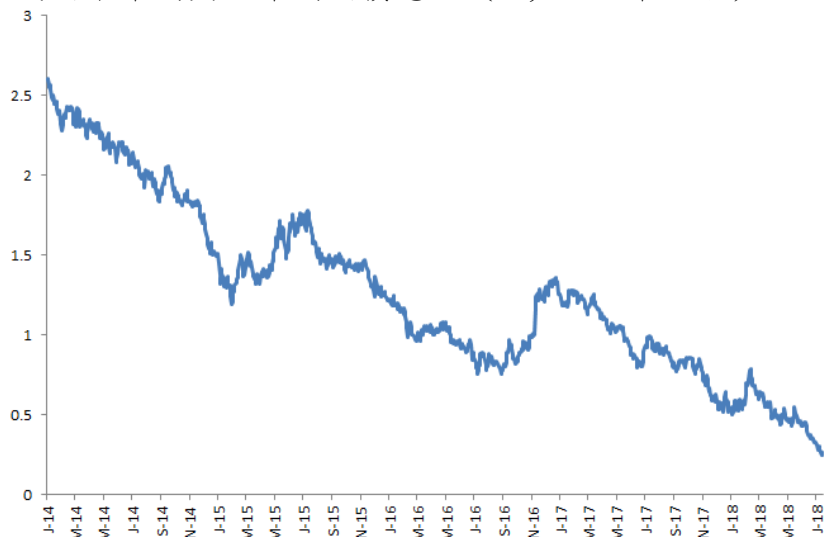
美國兩年期國債孳息（%; 2014 年至今）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

由於短期利率受聯儲局加息影響顯著，長息卻不為所動，長短息差持續收窄。美國十年期與兩年期息差，從 2014 年初超過 2.6%，曾於今年 7 月 19 日跌至只有 0.249%，不足聯儲局一次加息幅度。孳息曲線倒掛的可能性驟升，不容忽視。

美國十年期與兩年期國債息差（%; 2014 年至今）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

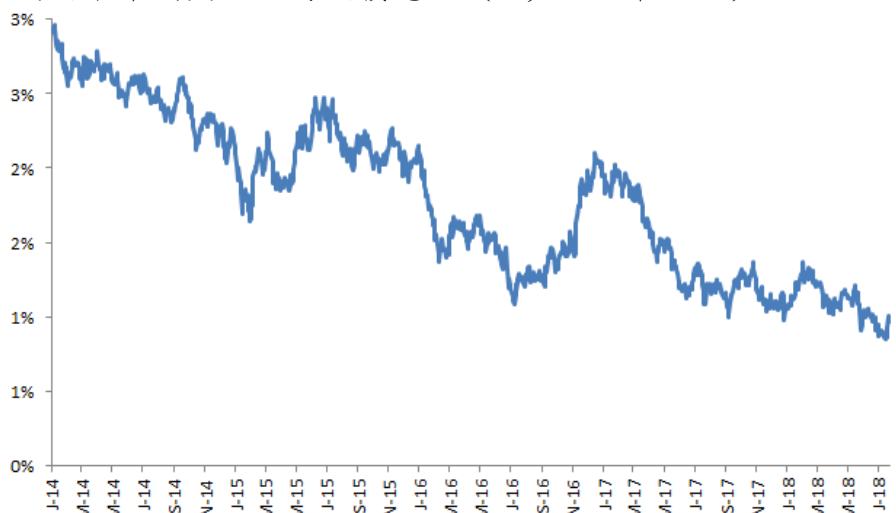
### 十年與三個月國債息差是判斷經濟週期的最準確指標

美國整條孳息曲線，覆蓋不同期限的利率，短至隔夜的聯邦基金利率，長至 30 年期國債孳息。具體用哪個利率作為長短息差的指標，無統一標準。市場較多用十年與兩年息差，主要是因為

在長息方面，不同國家一般都有十年期國債，是國際上長期利率的普遍指標，而在短息方面，美國兩年期國債交易流動性較好。不過，如果從判斷經濟週期的角度考慮，至少就美國的經驗而言，十年期與三個月國債息差是最可靠的指標。

從 1960 年開始，美國每次經濟衰退出現前，孛息曲線均出現倒掛，即長短息差跌至負數。這個規律，適用於多個長短息差指標。十年期與三個月國債息差的特別之處，在於其不僅不會錯過經濟週期轉向的信號，而且從來不會發出錯誤的警報。換言之，這個指標一旦變成負值，美國經濟勢必會出現衰退。這個記錄，是所有經濟預測模型都望塵莫及的。

美國十年期與 3 個月國債息差 (%; 2014 年至今)



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

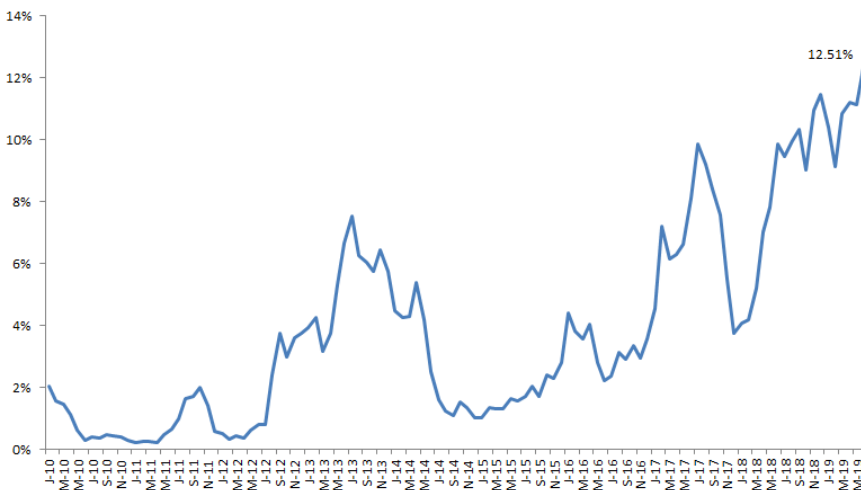
十年期與 3 個月國債息差，同樣從 2014 年初開始反覆收窄。不過，這個息差的絕對水平目前還有超過 90 個基點，顯著高於曾低至 25 個基點的十年與兩年國債息差。按照市場較多關注的十年與兩年息差，孛息曲線離倒掛仿佛只有一步之遙。然而，單純從判斷經濟週期的角度來看，10 年期國債目前比 3 個月國債利率高 90 個基點以上，理論上起碼可以再承受三次加息。惟只要長短息差收窄的趨勢未改，就不宜對經濟週期轉向的可能性掉以輕心。

### 衰退可能性升至金融海嘯後高位

每個月，紐約聯儲局都會按照十年期與 3 個月國債息差，預測美國經濟在未來一年內出現衰退的可能性。最新的機率升至

12.5%，是這次擴張週期內最高的讀數。一年內衰退的機率達到八分之一，顯然已經到了不容忽視的程度。這個估算更出自影響力最大的紐約聯儲局，勢必會左右聯儲局公開市場委員會的討論。

美國未來一年內出現衰退的可能性 (%)



資料來源：紐約聯儲局、中銀香港經濟研究

美國長短息差持續收窄的趨勢，從 2014 年初至今都沒有出現根本改變。只要鮑威爾繼續漸進加息，美國孳息曲線局部出現倒掛的機會就甚高。目前，十年與兩年國債息差為 0.32%；30 年與 5 年息差只有 0.25%；而 30 年國債孳息更只比 20 年國債孳息高出 0.06%。如果鮑威爾不擔心孳息曲線倒掛而造成市場恐慌，按部就班加息，美國孳息曲線 2 年期以外的部分出現倒掛，恐怕在所難免。假若聯儲局今年共加四次息，孳息曲線相信有機會在今年第四季就會倒掛。

同時，由於最為關鍵的 10 年期與 3 個月國債息差還有 0.92%，即使孳息曲線出現局部倒掛，聯儲局或有信心經濟能夠避免衰退。畢竟這個長短息差，超過加息三次的幅度。值得注意的是，聯儲局再加息三次，聯邦基金利率上限就會升至 2.75%，已經非常接近 2.9% 的公開市場委員會長期目標中位數。

因此，縱然鮑威爾堅定地執行利率正常化，聯儲局再加息三次後，就需要停下來考慮是否仍然有加息的空間。這個時點，大概會出現在 2019 年年中。

## 近期報告

1.	上半年內地經濟總體平穩	蔡永雄	07.16
2.	貿易戰風雲突變 中國仍有手段	卓亮	07.13
3.	貿易摩擦陰霾難消, 港股後市風險仍存	蘇傑	07.11
4.	美國關稅措施對其通脹影響評估	蔡永雄	07.09
5.	中美貿易博弈相互制衡 惟短期摩擦恐升溫	卓亮	07.09
6.	從中美貿易結構看貿易戰對人民幣匯率的影響	戴道華	07.06
7.	中美互加關稅對香港的影響	黃思華	07.05
8.	加強政策微調 提升貨幣政策靈活性	劉雅瑩	06.27
9.	中美貿易戰如何影響香港	戴道華	06.27
10.	美國貿易政策回歸雙邊/單邊的影響	戴道華	06.15
11.	美國孳息曲線倒掛恐無可避免	卓亮	06.14
12.	內地綠色債券市場潛力可觀	劉雅瑩	06.06
13.	美元長短線走勢料將差異化發展	蔡永雄	06.05
14.	警惕新興市場匯率波動	黃思華	06.04
15.	美國銀行業放寬監管的內容及思考	張文晶	05.31
16.	人民幣在中國國際收支中的使用	戴道華	05.31
17.	人行跨境流動性新規 促離岸市場健康發展	應堅	05.23
18.	聯儲局能否按部就班進行利率正常化?	卓亮	05.18
19.	A股即將正式入摩的影響評估	蘇傑	05.16
20.	阿根廷金融動盪的原因和啟示	劉雅瑩	05.15