

經濟衰退？ 上一個經濟週期的啟示



Jeffrey Schulze
特許財務分析師
投資策略師

最近，三年／五年期美國國庫債券孳息曲線倒掛，是否值得我們擔憂？凱利投資的經濟衰退風險儀錶板顯示，市場或許過份憂慮。

重點

- 即使經濟初現疲弱跡象，但距離經濟衰退仍有一段距離。回顧 2008 年美國經濟大衰退前的經濟狀況，有助了解經濟壓力如何花費數年時間累積。
- 凱利投資的經濟衰退風險儀錶板於 2006 年 10 月及 2007 年 8 月分別呈黃色及紅色警示訊號，在紅色訊號出現後 4 個月該經濟衰退期才正式開始。
- 目前，儀錶板上的 12 個指標中有 11 個維持綠色狀態。雖然金融市場逐漸有收緊跡象，但現時其他各個指標並無變動。商業活動及消費者健康狀況幾乎沒有受壓跡象。

美債孳息曲線於上週局部地出現倒掛，導致一些市場分析人士警告經濟衰退風險即將到臨。雖然美國過往 7 次經濟衰退時都曾出現孳息曲線倒掛，但投資者因應經濟狀況作出投資決策時，不應依賴單一指標。

首先，孳息曲線出現倒掛後，何時才步入經濟衰退，兩者之間時間上可能相距甚遠，亦難以預測。凱利投資制定出經濟衰退風險儀錶板，以 12 個指標監察經濟狀況。我們經反覆研究後，相信這些指標在整體上最有效預測經濟困境。

凱利投資經濟衰退風險儀錶板

		2018年11月
金融	孳息曲線	▲
	信貸息差	▲
	貨幣供應	●
通脹	工資增長	▲
	商品	▲
消費者	建築許可	▲
	申領失業救濟金人數	▲
	零售銷售	▲
	就業信心	▲
商業活動	供應管理協會新增訂單	▲
	邊際利潤率	▲
	貨車貨運量	▲
整體訊號		▲

▲ 經濟擴張
● 審慎
✘ 經濟衰退

數據截至 2018 年 11 月 30 日。資料來源：美國勞工統計局、美國聯儲局、美國人口普查局、供應管理協會、美國商務部經濟分析局、美國化學理事會、美國貨運協會、美國經濟諮商理事會及彭博。

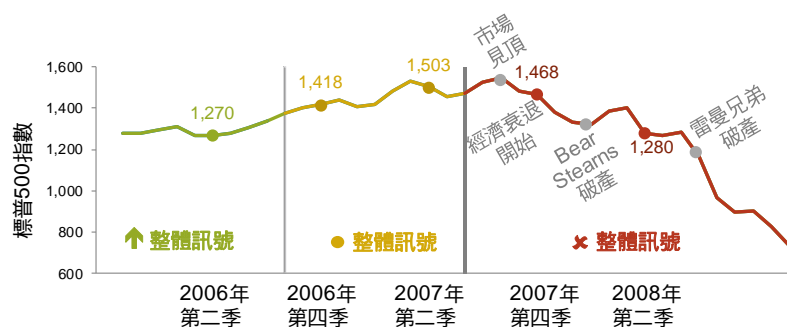
僅供香港投資者及澳門分銷商使用。請參閱末頁的重要資訊。

目前，凱利投資的經濟衰退風險儀錶板所追蹤的 12 個指標中，有 11 個維持綠色（及一個黃色）。儘管孳息曲線趨於平坦，而信貸息差擴大，但兩大指標目前維持綠色，而且這兩個指標屬儀錶板金融市場範圍的一部分，另一方面，針對「實體」經濟的其他指標維持良好。換言之，消費市場健康及商業活動幾乎沒有出現受壓跡象，而通脹依然存在。隨著經濟週期越趨成熟，我們預期儀錶板的指標或會惡化。更重要的是，我們亦會設法尋找金融市場以外的其他受壓跡象。

現時的情況某程度上讓我們回想起 2006 年。我們認為，研究導致過往經濟衰退的演變，將有助投資者更深入了解經濟衰退的發展方式。我們繼續認為短期衰退風險偏低，並認為因為單一不利經濟的指標而出售股票，並非明智之舉。

2008 年經濟大衰退是美國最近期遭遇的經濟倒退，普遍被視為經濟大蕭條以來最嚴重的危機。一如過往所有經濟衰退，這次經濟大衰退出現之前都有警告訊號。首先是 2005 年 12 月份孳息曲線倒掛。其後於 2006 年 1 月份，時任美國聯儲局主席的伯南克擔心出現資產泡沫，於是調高利率，但此舉卻令局勢惡化。同年 4 月份，伯南克於眾議院發表講話，解釋基於按揭及新增就業機會，聯儲局預期市場將出現「逐步降溫而非急劇放緩」。2006 年 7 月份，聯邦基金利率上漲至略高於 5%；孳息曲線於前一年 12 月份曾呈現倒掛，之後一度回復正常，但於當月再次出現倒掛。2006 年 9 月份，儀錶板的孳息曲線指標由黃色轉為紅色。

經濟衰退形成需時



		2006年 第二季	2006年 第四季	2007年 第二季	2007年 第四季	2008年 第二季
金融	孳息曲線	●	×	×	×	×
	信貸息差	↑	↑	↑	×	×
	貨幣供應	×	×	×	×	×
通脹	工資增長	×	×	×	×	×
	商品	↑	↑	↑	×	×
消費者	建築許可	●	×	×	×	×
	申領失業救濟金人數	↑	↑	●	●	×
	零售銷售	↑	●	●	×	×
	就業信心	↑	●	●	×	×
商業活動	供應管理協會新增訂單	↑	●	●	×	×
	邊際利潤率	●	●	●	×	×
	貨車貨運量	●	●	●	●	●

資料來源：美國勞工統計局、聯儲局，美國人口普查局、供應管理協會、商務部經濟分析局、美國化學理事會、美國卡車運輸協會、美國經濟諮商局和彭博。

僅供香港投資者及澳門分銷商使用。請參閱末頁的重要資訊。

樓市泡沫可能是經濟衰退最關鍵的推動因素。在上一次經濟衰退前數年，對沖基金投資於按揭抵押證券，當中大部分屬於次級抵押品的評級。隨著置業人士按揭違約，大型銀行相繼倒閉，牽連環球經濟同告崩潰。2006年9月份，儀錶板的建築許可指標由黃色轉為紅色，而就業信心則由綠色轉為黃色。同年10月份，凱利投資經濟衰退風險儀錶板的整體訊號由綠色轉為黃色，踏入警戒時期。

值得注意的是，2006年中經濟轉弱（當時有4個指標為黃色，而兩個則為紅色），此後經過6個季度後經濟才開始衰退。相比之下，現時的經濟形勢較為優良，今年11月份僅錄得1個黃色指標，反映距離下一次經濟衰退期很可能仍需一段時間。

針對目前狀況，值得一提的是三年／五年期國債孳息曲線確實呈現倒掛。由於孳息曲線倒掛一般顯示債券市場受壓，因此令人關注。然而，訊號的關鍵在於兩大方面：1)債券之間的到期日差異；及2)孳息曲線向下傾斜的程度。針對第一個因素，若到期日差異越大，則受壓程度越大。例如，一年／十年期曲線若出現倒掛，則情況較三年／五年期曲線來得嚴重。投資長期債券的人士普遍希望獲得較高回報，而倘若他們願意接納較低的孳息率而承擔較長的存續期風險，則表示可能出現有損經濟活動及通脹的負面因素。投資者應留意，凱利投資的儀錶板集中反映三個月／十年期孳息曲線。

此外，若曲線越趨倒掛，則爆發經濟或市場危機的可能性越高。雖然三年／五年期孳息曲線於12月3日呈溫和倒掛，但於撰寫本文時大致上仍屬平坦。基於這兩大特質，我們認為近期孳息曲線倒掛，並非媒體所渲染的經濟疲弱先兆。

重要資訊：

所有投資均附帶風險，包括可能損失本金。

投資價格及其收入可反復波動，投資者有機會損失全部投資金額，並可能受利率、匯率、一般市況、政治、社會與經濟發展的變動及其他可變因素所影響。

投資附帶風險，包括但不限於可能延遲支付及損失收益或資本。美盛及其附屬公司概不保證任何回報率或資本回報。

股票證券需承受價格波動，並可能損失本金。固定收益證券附帶利率、信貸、通脹和再投資風險；並可能損失本金。當利率上升時，固定收益證券的價值將會下跌。

國際投資需承受特殊風險，包括匯率波動、社會、經濟及政局不明朗，而該等風險可能導致波幅加劇。上述風險在新興市場較為明顯。

商品及貨幣附帶高風險，包括市場、政治、監管及自然情況，可能並不適合所有投資者。

往績並不保證未來回報。請注意，投資者不可直接投資於一項指數。非管理式指數的回報並不包括任何費用或銷售費。

本文所述的意見及觀點並不擬予以依賴，作為實際未來事件或表現的估計或預測，或未來業績的保證、投資推薦或建議。本文件所載陳述並非作為買入或沽售任何證券的建議。前瞻性陳述受不明朗因素影響，可能導致實際發展及結果顯著有別於所述預期。本資料根據我們認為可靠的來源編制，但概不保證其準確度及完整性，而且並非所有可供參考資料的完整摘要或陳述。本文提述的個別證券僅用作投資組合持倉例子，並不擬作為買入或沽售的建議。美盛及其附屬公司提供的資訊或意見均為截至所示日期的最新資料，可作更改而不予通知，而且並未考慮個別投資者的特定投資目標、財務狀況或需要。

本檔所載資訊為機密及專有資料，不得供指定使用者以外的人士使用。美盛及其附屬公司或美盛的任何高級人員或員工對因使用本檔或其內容而引致的任何損失概不負責。

本檔在未得到美盛的書面同意下不得以任何方式複製、派發或發表。若干司法管轄區可能限制本檔的派發。持有本檔的人士須就有關詳情諮詢意見及注意該等限制（如有）。

本檔或由一名顧問或與由 Legg Mason, Inc 控制及擁有的附屬實體所編制。除非另有指明，否則「\$」代表美元。

本文件僅供在下列國家向所列受文者派發。

英國所有投資者、歐盟和歐洲經濟區國家（英國除外）的專業客戶及合資格對手方，以及瑞士合資格投資者。w

由 Legg Mason Investments (Europe) Limited 刊發及批准，註冊辦事處為 201 Bishopsgate, London EC2M 3AB，在英格蘭及威爾斯註冊，公司編號 1732037。受金融市場行為監管局認可及監管。客戶服務熱線：+44 (0)207 070 7444。

香港及新加坡的所有投資者：

本文件由美盛資產管理香港有限公司在香港及由美盛資產管理新加坡私人有限公司（公司登記號碼（機構識別號碼）：200007942R）在新加坡發行。

本文件並未經香港或新加坡監管機構審核。

中華人民共和國（「中國」）的投資者：

本文件由美盛資產管理香港有限公司向中國預定接收者提供。本檔所載資料僅提供予中國媒體及/或透過中華人民共和國（「中國」）的商業銀行根據中國銀行業監督管理委員會相關法規發行的理財產品（「QDII 理財產品」）投資的中國投資者。投資者在投資本文件內提及的任何專案前應細閱相關檔，如有需要請透過相關中國的商業銀行及/或其他專業顧問尋求專業諮詢。請注意，美盛及其關係企業僅為 QDII 理財產品投資於境外基金的經理，並不獲任何中國監管機構批准在中國從事業務或投資活動。

本文件並未經中國監管機構審核。

韓國分銷商和現有投資者，以及臺灣分銷商：

本文件由美盛資產管理香港有限公司向韓國合資格受文者提供，並由美盛證券投資顧問股份有限公司（營業執照字型大小：(98)金管投顧新字第 001 號；位址：臺灣臺北市 110 信義路五段 7 號臺北 101 大樓 55 樓之一；電話：(886) 2-8722 1666）在臺灣提供。美盛證券投資顧問股份有限公司獨立營運及管理其業務。

本文件並未經韓國或臺灣監管機構審核。

美洲的所有投資者：

本檔由在美國註冊的經紀自營商 Legg Mason Investor Services LLC 提供，並可能涵蓋 Legg Mason International - Americas Offshore。Legg Mason Investor Services, LLC（美國金融業監管局/美國證券投資者保護公司的成員）及所有所述實體均為 Legg Mason, Inc 旗下附屬公司。

澳洲的所有投資者：

本文件由 Legg Mason Asset Management Australia Limited（ABN 76 004 835 839, AFSL 204827）（「美盛」）刊發。本文件所載資訊為專有及機密資料，僅供美盛及客戶或已獲發本檔的準客戶使用。不得向客戶專業顧問以外的任何其他人士複製或派發本文件。

HK1812051

僅供香港投資者及澳門分銷商使用。