

兩條孳息曲線的差異 逆轉傳統思維

最近的孳息曲線倒掛值得關注還是虛驚一場？

孳息曲線倒掛以及這現象是否經濟衰退的先兆，再度成為市場討論焦點。其中特別令人關注的是三個月國庫票據和十年期美國國庫券之間的息差，因為有關息差在3月23日出現負值。由於美國最近的七次經濟衰退中，有六次在發生前，這兩個年期債券之間的息差均出現倒掛（圖1），

因此現在的問題是：到底未來6至18個月會否出現另一次經濟衰退。

在本文中，我們會審視三個月／十年期債券孳息曲線過往的強勁預示作用，並強調是次倒掛與過往情況為何帶來不同的啟示。我們還會探討自超級金融危機爆發以來的金融市場面貌差異，以及為甚何是次倒掛可能產生不一樣的經濟結果。

圖1：三個月／十年期債券息差



資料來源：彭博，截至2019年3月31日。過往表現並非未來業績的保證。本資料僅供說明用途，並不反映實際投資的表現。

三個月／十年期債券孳息曲線的形態為何如此重要？簡單來說，三個月債券孳息代表金融機構借款的利率，而十年期債券孳息代表金融機構賺取信貸收益／提供貸款／延長信貸的利率。若有關息差出現負數，則金融機構以放貸作為長期投資，從而締造增長的誘因減少，導致貸款或信貸增長萎縮，令名義增長下降。

兩條孳息曲線的啟示

然而，若以五年／三十年期債券孳息曲線作為評估長期通脹預期的基礎，則情況略為不同，前者與三十年期債券孳

息率及相應的聯儲局反應函數（與五年期美債孳息相關性高）相關性高。五年／三十年期債券孳息曲線在2017年第三季度後開始大幅趨於平坦，直至2018年7月跌至19個基點的低位，其後才穩步走斜，並回升至目前67個基點的廣闊水平。在五年／三十年期債券孳息曲線走斜的同時，三個月／十年期債券孳息曲線卻趨於平坦（圖2）。情況不單在現貨市場出現，遠期市場亦一樣，意味聯儲局或許為了作好準備而採取鴿派立場，並正計劃軟著陸以預防經濟衰退生。

僅供香港投資者及澳門分銷商使用。請參閱末頁重要資訊。

圖 2：三個月／十年期債券息差與五年／三十年期債券息差



資料來源：彭博，截至 2019 年 3 月 31 日。過往表現並非未來業績的保證。本資料僅供說明用途，並不反映實際投資的表現。

金融市場面貌的轉變

自超級金融危機以來，金融體系出現大幅轉變，反映孳息曲線倒掛帶來的啟示與過往不同。首先，自超級金融危機以來，銀行出現「擠提」式資金凍結的風險大幅下降。銀行不再像危機爆發前般依賴零售資金（客戶存款）。因此，短期利率上升對限制放貸及收緊融資條件的影響可能減低。自超級金融危機以來的監管變化亦使銀行資金更加穩定，央行能隨時提供流動性，減少融資中斷。在去年 11 月，聯儲局主席鮑威爾 (Jerome Powell) 表示：「公營和私營機構經過十年來的集中努力之後，金融體系現已變得更加強大，具備更強的實力，在受壓期間仍能有效運作。」足以證明上述論點。

其次，主權國家的資產負債表對體系內信貸風險或債務的影響越來越大。私營機構的債務仍然遠低於超級金融危機前的水平。鑑於消費市道穩健，企業的債務水平受控，目前看來出現嚴重違約週期的可能性並未高於危機爆發前。此外，經濟並無出現過往經濟盛衰週期般的過

度借貸跡象。事實上，國內生產總值仍勉力重返超級金融危機爆發前的趨勢。

最後，金融市場面貌現已轉變，因為先進經濟體的央行正使用更多貨幣政策的工具。市場亦預期各央行將保持寬鬆政策，並傾向鴿派，從歐洲央行及聯儲局近期的立場轉變可見一斑。鮑威爾曾在 3 月表示：「我和我的同事的首要目標是維持經濟擴張。」有關言論明確證明這點。

總結

儘管三個月／十年期債券孳息曲線過往一直是舉足輕重的美國經濟增長和通脹的領先指標，但考慮到金融環境的變化，我們認為其預示作用值得仔細斟酌。若孳息曲線的三個月／十年期部份長時間維持倒掛，則應加以關注，但就目前情況來說，若經濟增長穩健，而且央行政策仍然利好，則是次倒掛可能只是虛驚一場。

重要資訊

資料來源：美盛及西方資產管理。本文件乃根據西方資產管理（美盛的子公司）的意見擬備。本文件為銳思投資截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，亦可能與其他投資經理、專業人士及公司整體的觀點或有不同。

本文件只作參考用途，不應被視作財務推廣或其他財務、專業或投資建議。所有數據、意見、預測及其他資料以截至本文日期為依據，並可作隨時修改而不會另行通知。文中所引用的過往表現並不預示未來業績。本文件並不構成要約或招攬投資者認購或出售基金單位。投資附帶風險，投資價格及其收入可反覆波動，投資者有機會損失全部投資金額。投資者應仔細閱讀最近期的銷售文件，以獲取進一步資料，包括風險因素。

本文件如在澳門派發，僅限分銷商使用。

本文件提及的所有意見均為投資組合經理截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，投資組合經理與美盛整體的觀點或有不同。本文所載的意見並不預示未來，亦不保證未來業績或用作投資建議。本文所提及的任何證券並不構成買賣證券的建議，而有關證券的資料並不足以用作制定投資決策。美盛及／或其關聯公司、高級職員或員工（總稱「美盛」）不負責任何因使用本文或其內容而引起的損失。本文件乃保密和屬專有信息，除預期使用者外不得使用。本文件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。

本文件並未於香港經香港證券及期貨事務監察委員會或於澳門經澳門金融管理局審核。

發行人：美盛資產管理香港有限公司。

HK1904065

僅供香港投資者及澳門分銷商使用。