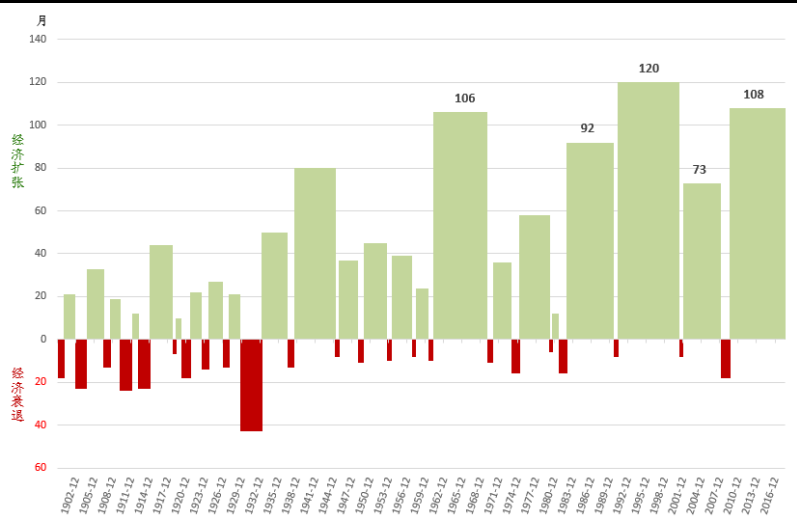


美國何時進入衰退？

——基于自然利率的觀點

❖ 雖然當下的美聯儲擔心經濟過熱超過關注衰退，我們依然要問：美國經濟何時轉向衰退？美國的經濟復蘇已經持續了九年時間，是戰後持續時間第二長的經濟擴張期。從經濟周期的角度而言，沒有哪個國家可以逃脫“蕭條-復蘇-繁榮-衰退”循環返復的命運。而這個問題看起來越來越重要，原因：一是中美貿易戰已經開打，全球多邊貿易體系受到前所未有的衝擊；二是美元正處於加息進程，新興市場資本流出壓力增大，人民幣面臨貶值壓力。或許只有經濟基本面的逆轉，才能改變美國的政治格局和貿易政策方向。

圖 1: 美國正處於戰後第二長的經濟擴張時期



資料來源：美國經濟研究局、招銀國際研究

- ❖ 美國經濟何時掉頭向下？學界和市場上開始出現各種各樣的說法。要找到答案，首先需要正確地界定問題。我們換一種角度：美國的加息周期還能走多遠？因為美國經濟衰退之際，就是美聯儲加息終結之時。這就提供了一個重要的線索，就是觀察美國的加息進程，加到什麼程度開始損害美國的經濟增長和企業盈利？假如我們知道這個時點，就可以判斷美國經濟何時走向衰退了。
- ❖ 從利率走勢這一線索出發判斷美國經濟走勢，需要運用一個重要的概念性工具：自然利率。事實上，美聯儲內部已經就美國的自然利率水平展開激烈而痛苦的辯論，因為自然利率在很大程度上決定美國貨幣政策的走向，決定美國的加息周期會走到多遠，以及加息的空間究竟還有多大。
- ❖ 自然利率，也稱中性利率或均衡實際利率 r^* (natural/neutral rate of interest)，是指在產出缺口為零、通脹缺口為零的均衡狀態下的實際利率水平，在貨幣政策的鬆緊程度上而言它是中性的。作為利率“錨”，自然利率有助于理解和制定貨幣政策、預算決策和長期財政計劃。如果央行設定的政策利率低於潛在自然利率水平，貨幣政策就是寬鬆的；反之，則是過緊。寬鬆的貨幣政策刺激經濟增長，但可能同時會導致物價上漲；緊縮的貨幣政策有利于控制通貨膨脹，但可能會導致經濟衰退。因此，討論美國的自然利率水平，有助于我們判斷美聯儲此輪加息的剩餘空間。

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

❖那麼，美國如今的自然利率到底在什麼水平？泰勒法則（Taylor Rule）作為最常用最簡單的自然利率估算方式，自1993年首次被提出後被廣泛用作政策利率分析工具。泰勒法則將美國的自然利率界定為2%。請注意，這個2%只是針對美國的經驗規則，各國的自然利率水平不同，不可簡單套用。全球金融危機之前，這個2%的對於美國中性的自然利率水平估算還是比較準確的，但已經不符合現在的情形了。

圖2: 泰勒法則公式

$$FR_t = r^* + 1.5(\text{inf}_t - 2\%) + 1(\text{GDP}_t - \text{GDP}_t^*) + 2\%$$

其中： FR_t 為聯邦基金利率； r^* 為自然利率

inf_t 為當前通脹率，2% 為美聯儲長期通脹目標

$(\text{GDP}_t - \text{GDP}_t^*)$ 為產出缺口

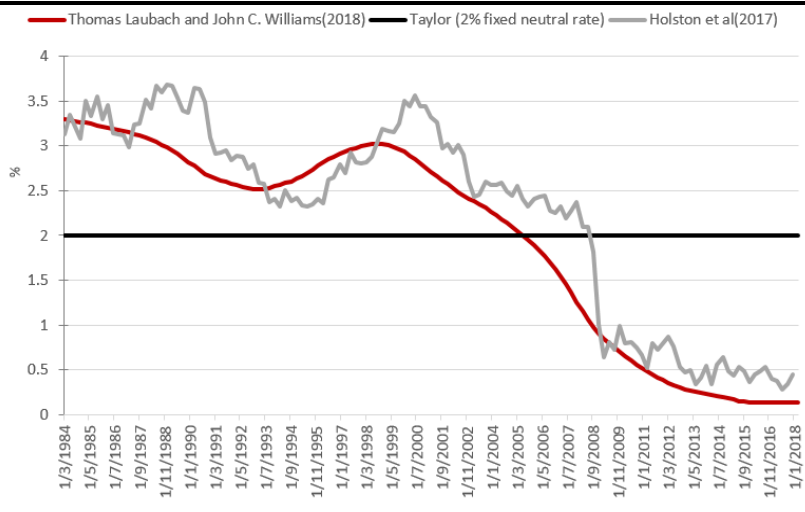
傳統的泰勒規則認為：

通脹缺口的係數為 1.5，產出缺口的係數為 1

資料來源：Taylor(1999)、招銀國際研究

❖幾十年來，學術界一直在努力開發各種分析模型，例如 SVAR 模型、Laubach-Williams 狀態空間模型、DSGE 模型等，希望找到自然利率的確切位置，但是效果不彰。自然利率無法直接觀測，更無法精確計算，至今仍是一個概念性的分析工具。自然利率的決定因素主要有勞動力增速、生產率增速以及投資者對安全資產的偏好等。最近幾年，越來越多的研究文獻論證美國自然利率水平正在不斷下降。究其原因，就是勞動力增長減緩、老齡化等人口結構不利變動、全球儲蓄相對於投資機會持續過剩等因素，導致潛在產出降低，使得自然利率下降。

圖3: 美國自然利率呈長期下降趨勢

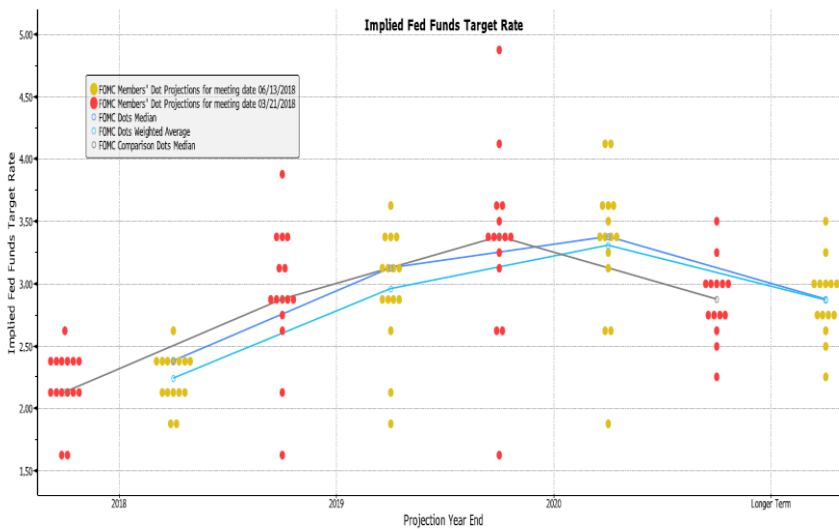


資料來源：Holston(2017)、Laubach-Williams(2018)、招銀國際研究

❖目前，學術界和市場的一個基本的共識是，美國自然利率水平要比泰勒法則估算的2%要低，可能已經下降至1.5%-1.75%的位置。也就是說，假定2%的通脹預期，大概3.5%-3.75%的名義利率水平對經濟的效果為中性。名義利率如果低於這個水平，對經濟增長的作用就是刺激性的；如果高於這個水平，對經濟增長的作用就是抑制性的。

❖ 好，請記住 3.5% - 3.75%，它代表美國加息的拐點位置。美聯儲獨立于行政系統之外，貨幣目標上盯住通貨膨脹（inflation targeting）并且信奉“規則為本”（rule-based）。這個自然利率對美聯儲而言非常重要，現在我們要看目前的利率水平與自然利率還差多遠。今年兩次加息之後基準利率已經到了 2%，假設今年再加兩次年底將到 2.5%。根據目前的加息預測點陣圖，明年預計三次加息，後年也就是 2020 年就達到中性利率水平。從利率的角度，繼續加息開始對美國的經濟增長和企業盈利施加負面影響，美國經濟掉頭向下。2020 年，美國本輪漫長的復蘇擴張將走到終點。

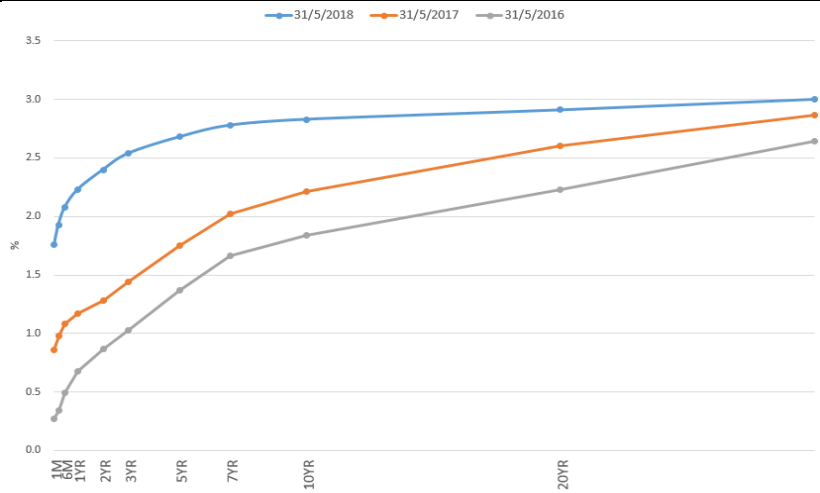
圖 4:美聯儲公開市場委員會加息預測點陣圖（2018 年 3 月與 6 月對比）



資料來源：美聯儲、招銀國際研究

❖ 判斷經濟走勢的另一個視角是觀察收益率曲線的形態。如果短端利率達到中性水平，那麼長端利率怎麼走？我們知道，短端利率是由美聯儲決定的，而長端政策更多是由市場力量決定的。如果短端利率在 3.5% 的水平，十年國債利率會怎麼演變？現在看來，超過 4% 的十年國債利率水平幾乎難以想像，也是金融市場無法承受的。從收益率曲線的角度，很可能在短端達到自然利率之前就會走平就會甚至倒掛，預示經濟衰退的來臨，迫使美聯儲在到達自然利率之前停下加息步伐。

圖 5：美國國債收益率曲線趨于平坦化



資料來源：彭博、招銀國際研究

- ❖ 其它迹象也同时指向 2020 年，一是减税刺激力度逐渐减弱；二是增收进口关税对物价上涨的负面影响；三是贸易战对美国企业全球供应链的打击；四是贸易报复对美国企业出口的拖累。综上，预测 2020 年美国 GDP 增长回落到潜在增速之下，陷入技术性衰退。
- ❖ 2020 年为什么重要？一是关乎特朗普总统连任的机会；二是美元强势是否终结；三是多边自由贸易体系能否获得修复重建的机会。对中国而言，关系到我们“第一个百年”目标的实现。

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责任。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。接收本報告之行為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。