

美国孳息曲线首现倒挂

——衰退还有多远

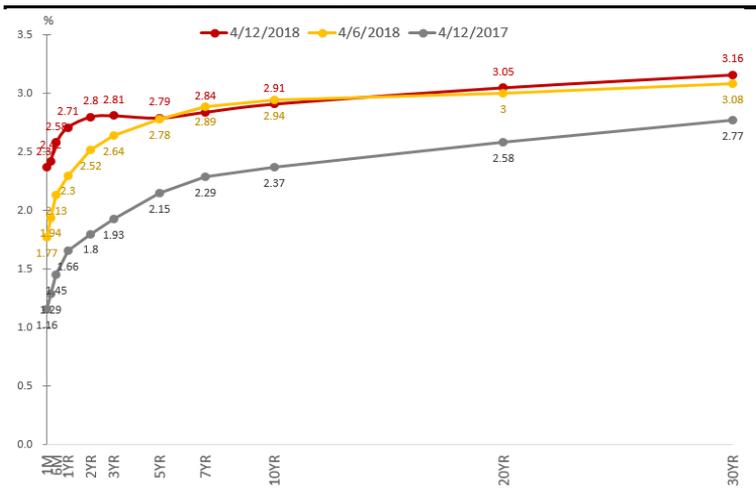
- ❖ **美国孳息曲线出现自 2007 年以来的首次部分倒挂，拖累美股大幅下挫。**美国国债孳息曲线趋平走势持续。至本周，5 年期国债孳息率首次跌穿 3 年期孳息率，两者收益差反转至 -1.2 个基点的低位，这也是 2007 年以来美国孳息曲线首次出现部分倒挂。随后，2 年期收益率亦超越 5 年期，两者息差达 -0.9 个基点。由于市场担心孳息曲线倒挂为经济衰退讯号，引发美股下挫。
- ❖ **近期孳息曲线走势：趋平持续，长短端倒挂几率升高。**近期短期美国国债孳息上升，3 个月（固定期限）国债利率从 10 月底的 2.34% 上升至 2.42%（截至 12 月 4 日），亦远高于 9 月底的 2.19%。长期孳息向下回调，10 年期孳息从 9 月底的 3.05% 和 10 月底的 3.15% 下降至 2.91%。
- ❖ **孳息曲线反映市场的集体担忧。**自上世纪 70 年代美国政府交由市场来决定债券价值以来，孳息曲线被广泛用于了解市场对未来经济前景的情绪。孳息曲线主要受两大因素影响：美联储的货币政策对短端利率影响更大，对不同期限的国债的交易需求亦影响曲线走势。也就是说，国债孳息曲线通过分散的定价和交易行为，形成了市场的整体预期和判断。
- ❖ **孳息曲线对经济衰退的预测能力：孳息曲线的平坦化以及本周首现的部分倒挂引发市场焦虑，主要因为它反映了对美国经济的悲观前景。**过去 60 年每次美国经济衰退之前，都出现长短端期限利差倒挂，孳息曲线因而成为一个较为可靠的指标，以预示即将来临的经济衰退。长短端息口差距转为负数与经济衰退的来临之间一般相差 6 至 24 个月。尽管孳息曲线无助于预测实际经济增长率，但长端（10 年期）与短端（3 月期）国债之间的利差，与一年后 GDP 同比增长率的走势高度相关，从另一个角度佐证了美国经济在下一年很有可能将会出现放缓。
- ❖ **孳息曲线趋平并出现部分倒挂增加了经济衰退的概率，但不会来得太快。**当前已经出现的 5 年期与 2 年期、3 年期孳息利差收窄，是更重要的参考指标——长短端孳息倒挂的先兆。市场虽然早有预料会出现倒挂，但这可能比市场预期的时间来得更早。假设美联储如我们的预测在 2019 年继续加息 50 个基点，长短端的息差倒挂几乎就是肯定的，而且该倒挂很可能在 2019 年上半年内就发生。利用孳息差作为经济预测指标，我们估计未来 12 个月美国经济衰退的概率仍仅为 20% 左右，但经济放缓的可能性已经很大。至 2020 年美国将面临较大衰退风险。需要注意的是，市场通常都会提前反应。历史经验是，美国孳息曲线倒挂大概率会触发美股熊市。
- ❖ **应谨慎解读孳息曲线的变化。**尽管孳息曲线被广泛运用，但仍存在不少局限性，需要留心。首先，由于金融系统、货币政策等领域的深刻变革，国债孳息的基本决定因素已经与前几十年有很大不同，孳息曲线平坦本身并不一定意味着衰退的来临。例如，在 1995 - 2000 年期间，孳息曲线平坦化就与美国经济的快速发展并存。其次，分析师常常忽视压低长端利率的一个关键因素，即长期通胀预期的变化。过去市场对通胀的担忧意味着孳息曲线更加陡峭，因为投资者要求调高远期利率以保护自己免受通胀波动影响。然而，现在的美联储与市场的沟通大大增加，通胀风险溢价也大幅下降。因此，暂时的息差倒挂有时只意味着短端利率的快速上升。
- ❖ **孳息曲线作为预警指标仍值得关注。**预测经济前景并非易事，而孳息曲线能够提供丰富的市场讯息，仍是不可多得、较有参照意义的预警指标。我们将继续密切留意美国孳息曲线的走势，并参考投资者风险偏好、领先经济指标和企业盈利等数据一并分析，及时给出风险预警。

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

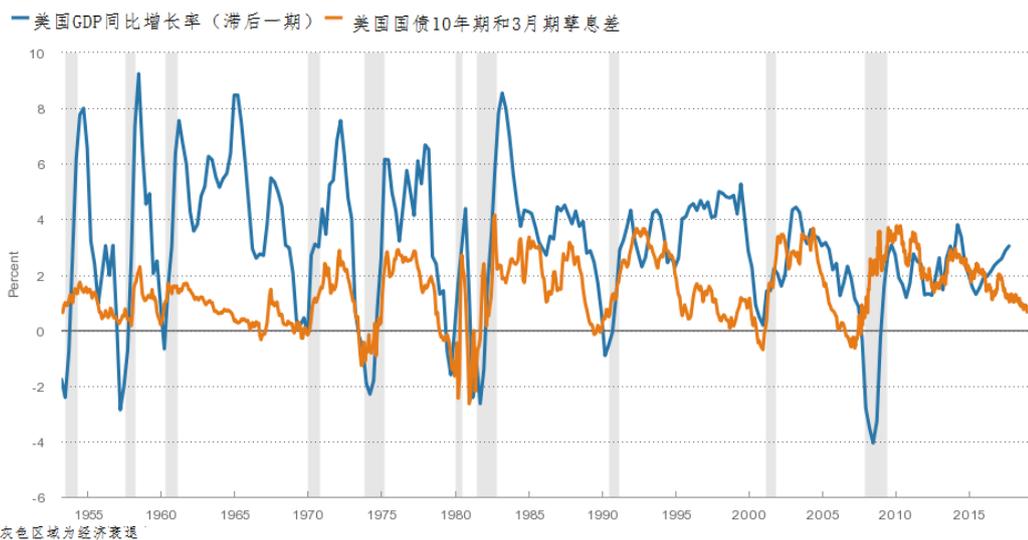
邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

图1: 美国国债收益率曲线持续趋平



资料来源: 彭博、招银国际研究

图2: 历史上的长短期利差与滞后一期的GDP增速走势高度相关



资料来源: 美国经济分析局、美联储、招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。