



殖利率曲線倒掛會導致經濟衰退嗎？

2019年8月15日



Kristina Hooper
景順首席全球市場策略師

美國公債殖利率曲線，特別是10年期與2年期美國公債利率的利差，於8月14日早上短暫倒掛。截至當日下午早些時候，利差大約為1至2個基本點。

今年更早，短天期利率（例如聯邦基金利率和3個月國庫券）與基準10年期債券的利差也曾經發生倒掛，8月的短暫倒掛是第二次。

由於擔心即將出現經濟衰退，股市立即出現拋售潮。在所有總經指標中，債券市場往往比大多數其他市場更為正確。

其中一個典型的例子：在過去九次經濟衰退中，有七次反向殖利率曲線持續很長一段時間（不只是短暫地在一個早上！）¹。

在這七個時期，美國經濟平均在倒掛後22個月陷入衰退¹。

有趣的是，標準普爾500指數所代表的股票在殖利率曲線倒掛後的12個月內平均為正數¹。

我們對這種情況有何看法？

我們會提醒投資人不要認為殖利率曲線的短暫倒掛必將導致經濟衰退。

景氣循環通常在政策錯誤時結束。在大多數情況下，政策錯誤是聯準會(Fed)過度積極地提高短天期利率以減輕通膨壓力和/或抑制超額過剩。

重要的是，經濟衰退往往發生在聯邦公開市場委員會提高聯邦基金利率至高於10年期公債利率之後，而不是在聯準會已經完成其升息週期後，10年期利率跌至低於2年期利率。

審視諸如1980年代中期和1990年代中期這樣的時期可能更具建設性。在1990年代中期，殖利率曲線短暫倒掛，聯準會在接下來的四年中保持利率穩定來應對。

今年，聯準會已經降息，開始修正2018年的升息/潛在政策失誤。

這次的情況是，由於美中貿易衝突的持續不確定性已經影響市場情緒並減緩商業投資，長期利率短暫反彈至低於2年期公債利率。重要的是，保護主義本身在歷史上曾導致缺乏效率的經濟結果，但不一定導致衰退。

更確切地說，圍繞未來貿易準則的不確定性一直使投資停滯不前。簡單來說，企業很難在不了解遊戲規則時進行規劃。



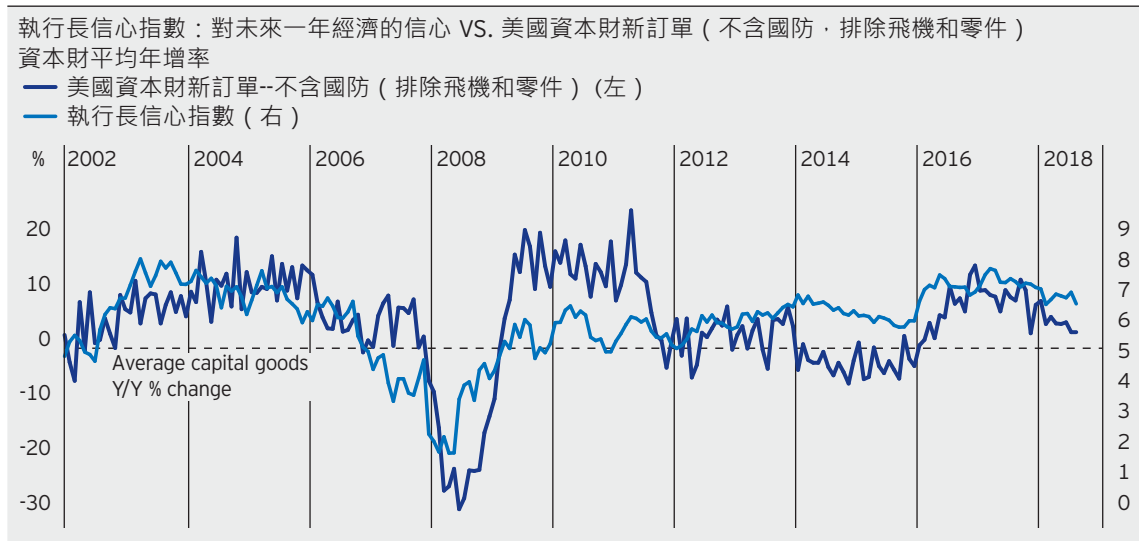
Brian Levitt
北美區全球市場策略師



Timothy Horsburgh
投資策略師

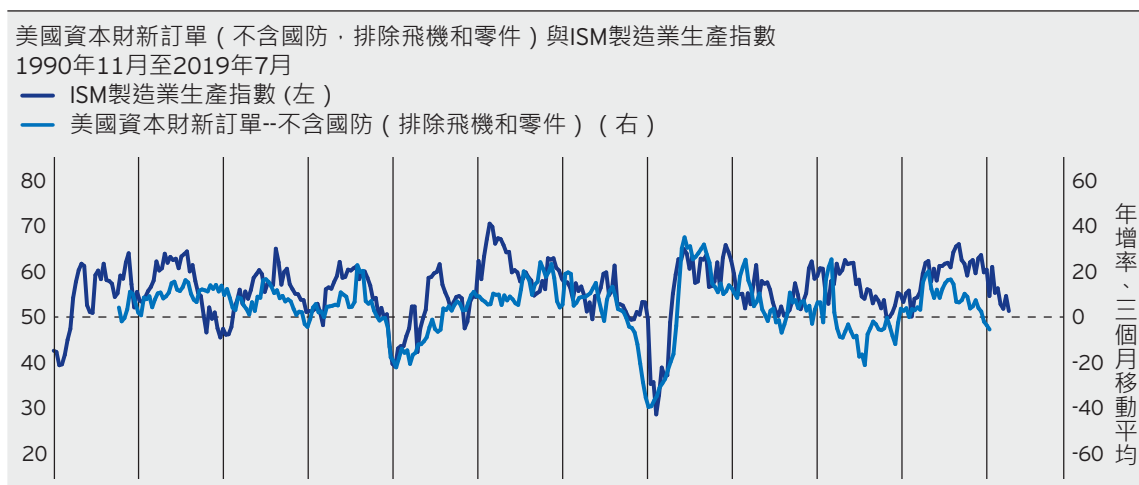
在圖1中，我們強調商業投資成長疲弱，以資本財訂單為代表，顯示商業信心轉弱。

圖1：企業高階主管信心一直在下降，但尚未達到2016年的低點



在圖2中，我們強調了ISM製造業生產指數的疲軟，ISM指數是未來經濟活動的領先指標（低於50顯示收縮），因為資本財訂單下降。

圖2：資本財訂單負成長，顯示製造生產進一步疲軟



我們認為，投資人的一線希望是，美國目前的麻煩主要是自己造成的，去年聯準會採取緊縮貨幣政策的結果以及川普政府的貿易政策缺乏清晰度，因此目前聯準會已放棄了緊縮政策。

目前所有的目光都集中在政府部門，因為我們認為仍有時間介入這一次的慢速事故並避免經濟衰退。

對投資有何影響？

政策的不確定性通常是市場下跌的起源。短期之內，我們認為在較長天期的債券、低波動率投資策略及防禦性較高的類股可能表現領先。

最終，我們認為更為顯著的下跌可能導致美國政策制定者採取行動抵消當前貿易衝突的影響。

以我們的觀點看來，美國在中美貿易衝突中「獲勝」是不太可能的，希望美國能夠認識到這一點，這可能會促使政府豎起白旗並避免進一步造成自我傷害，也許是通過接受中國的輕微讓步達成協議。

我們也預期聯準會將透過進一步的降息和其他政策調整作出相應的回應。

在這種環境下，我們認為經濟衰退的可能性有所增加，但我們的基本情境仍是處於經濟成長放緩的環境中，全球各國貨幣政策基本上是寬鬆的。

通常這對於長期成長型公司和信貸是正向的環境。重要的是，我們注意到目前為止，美國信貸市場基本上表現良好，美元並沒有顯著走強。

我們認為上述兩項條件都對投資人有利，相信波動性能為有選擇性和判斷力的投資人創造機會。

歡迎加入景順好友



LINE 景順投信

景順投信 獨立經營管理
景順證券投資信託股份有限公司
11047台北市松智路1號22樓
客服專線:0800-045-066
網址:www.invesco.com.tw

¹ Bloomberg L.P. · 截至2019年8月14日。經濟衰退由國家經濟研究局 (NBER) 定義。

投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場（政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動）風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

Inv19-0229