

駿利亨德森觀點：

殖利率反轉後就該見到不景氣？先別急著下定論

2019 年 5 月

駿利亨德森首席投資策略師 Myron Scholes 與全球資產配置主管 Ashwin Alankar 認為，目前市場狀況並不支持於三月底 3 個月期國庫券殖利率高過 10 年期政府債殖利率後，美國經濟將須快速步入衰退的論點。

關鍵要點

- 我們認為投資人面臨了確認偏差與資料發掘的風險，始而引導他們預定了“政府債殖利率曲線反轉後將無可避免且很快地步入衰退”的結論
- 修正經常是發生在資金價格昂貴的時候。目前的實質利率顯示資金的價格水準是合理的
- 多年的過度寬鬆的貨幣政策已扭曲了政府債殖利率曲線，這使得信用殖利率曲線或許是做為觀察衰退壓力更好的指標

如果想知道接下來會發生什麼事，是否要以歷史為鑑呢？自 1960 年代以來，每一次發生經濟衰退的前一年左右，都會出現殖利率曲線反轉 - 也就是長天期債券利率低於短天期債券利率。

3月22日，美國10年期公債利率跌至2.42%，是2007年7月以來首次低於3個月國庫券。以邏輯上來推論，如果過去六次殖利率曲線反轉後都出現經濟衰退，下一次衰退必定即將發生。

事實 vs. 信念

這個現象不是事實，而是投資界普遍相信的一種看法，許多市場人士引用過去的反轉來支持自己的結論，認為衰退快要發生。這種典型的「數據發掘」導致市場人士的客觀性受到影響，引用的數據支持已存在的觀點，卻沒有驗證當前的經濟狀況是否可以有其他的解釋。這是我們現在面臨的危險。

客觀而論，應該是要問為什麼殖利率曲線反轉，因為前端利率上揚造成的反轉，跟後端利率下降帶來的反轉，兩者背後的經濟面大相逕庭。

多頭或空頭反轉？

這其中的關鍵差異在於資金的價格。近來的反轉是前端利率上揚造成的，來自於聯準會快速緊縮貨幣政策以打擊通膨與對抗持續太久的刺激政策。這一來導致前端利率上揚高於通膨，使得資金變貴。簡單地說，隔夜借款給有信用的一方應該是幾乎無風險的事，照理不應該高於通膨，因此高於通膨的大幅溢價代表資金是貴的。過去發生反轉時，資金變得非常貴，自然造成經濟活動下降。這種情況可以稱作空頭反轉。

但是這一次，並不是聯準會積極升息以抑制通膨—因為物價看來穩定—這次的反轉是來自央行立場轉為鴿派寬鬆，壓低整個曲線的殖利率，而長天期債券殖利率下滑得更多。這可以稱之為多頭反轉。

重點是，在這次聯準會的緊縮週期內---當升息九次的時候---或反轉後，前端利率也沒高於通膨，不然資金應該會變貴。反而，最近這一次反轉與過去的反轉的根本差異，即是資金價格維持相當合理。現在，3個月期國庫券的殖利率只比核心通膨高出30個基點(100個基點=1%)。相較之下，自1960年以來的每一次衰退，3個月國庫券的殖利率比通膨高出將近200個基點。今天的資金比之前的修正相對便宜。

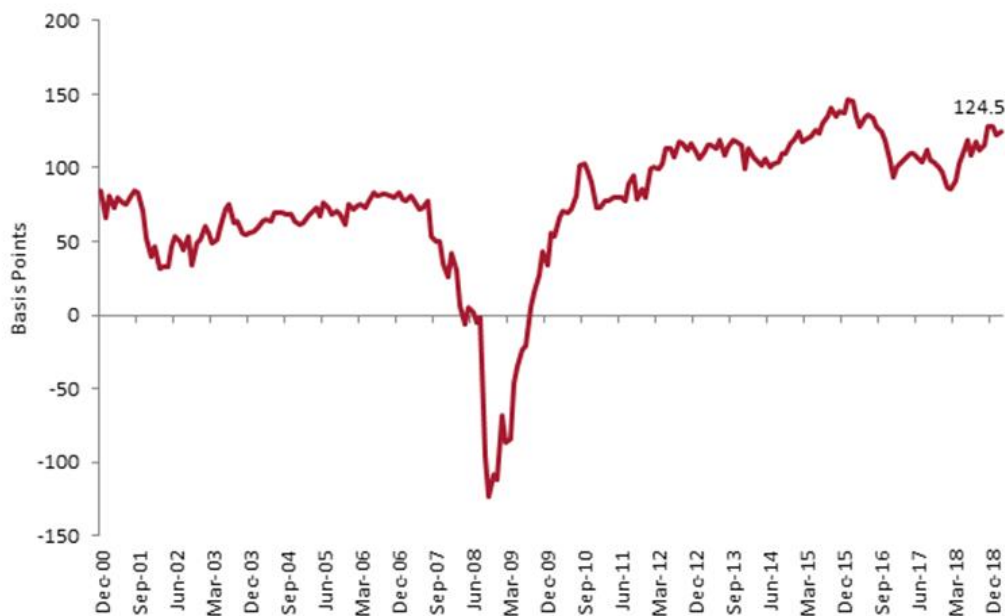
不要只看公債曲線

所以我們現在處於未知之境，沒有先前的例子可以參考，不知目前的情況會如何發展。也許，不應該把太多焦點放在公債曲線的形狀，因為大概早已被多年來的極度寬鬆貨幣政策所扭曲。或許比較明智的做法是看看其他市場，來衡量經濟體質。

比如說，信用殖利率曲線，可以看出非常不一樣的面向。

現階段長天期與短天期美國公司債的信用利差約在 120 個基點，遠高於 2000 年以來的平均值 80 個基點。此一利差上次反轉是在 2008 年 3 月，其五個月後發生全球金融危機。

圖：未受扭曲的信用殖利率曲線顯示無反轉訊號



此圖說明長天期公司債與短天期債的利差離倒掛還遠得很，比起短天期債券，投資人持有長天期債券可以多得到 124 個基點的收益。資料來源：彭博。Barclays U.S. Long Credit Index 與 Bloomberg Barclays U.S. 1-3YR Credit Index。數據是 12/29/00 - 2/28/19 期間的每月資料。

股市也沒有出現馬上衰退的訊號，相反地，反而預期會有成長。標普 500 指數買權隱含的上漲相對於賣權隱含的下跌，現在處於接近平均水準，而全球股票的買權與賣權則高於平均水準。

那對於美債殖利率曲線反轉，投資人該如何解讀？美債曲線異常難免受到關注，但是多年的寬鬆政策創造了獨特的局面，很難就此下定論認為反轉一定代表衰退在即。

有時候，借鏡歷史有助於預測未來，有的時候則無法提供參考。這一次，太過仰賴歷史經驗或許不是明智的。

經彭博社許可並經許可轉載。首次發佈於 2019 年 4 月 8 日，網址為

<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-04-08/yield-curve-inversions-and-recessions>。

重要資訊

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。本基金經金管會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本公司及銷售機構均備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢 <https://zh-tw.janushenderson.com> /及境外基金資訊觀測站網址 <http://www.fundclear.com.tw/>。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知中，投資人可至前述網站查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。駿利亨德森為 Janus Henderson Group plc 或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110 台北市信義路五段 7 號台北 101 大樓 45 樓 A-1 室。電話：(02) 8101-1001。107 金管投顧新字第 023 號。
JHITL0519(01)1219.TW.retail