



卓亮  
高級經濟研究員  
Tel: 28266193  
tristanzhuo@bochk.com

## 美國債市精神分裂 特朗普新政暗湧

特朗普勝選，觸發了可能是近代金融史上最急劇的 180 度變臉。他選前被描繪成避之則吉的不折不扣狂人，當選後卻化身為美國投資者的救世主。美元展開超強升勢；美股再創新高；黃金、瑞士法郎、日圓、美債等避險資產急跌。就連一面倒向希拉里捐款的華爾街銀行、投行、對沖基金，亦陸續表示特朗普新政有助經濟增長。特朗普還有接近兩個月才上台，但表面上幾乎所有資產市場都對美國前景充滿期望。強調“表面上”，是因為債市出現罕見異象，不容忽視。

### 債市對經濟的預測能力無出其右

在對美國經濟週期預判方面，沒有任何一項指標能夠與孳息曲線(yield curve)相提並論。正常情況下，曲線愈陡峭（長短息差愈大），代表經濟動力愈強；曲線愈扁平（長短息差愈小），代表經濟增長前景堪憂。美國戰後至今出現了 11 次衰退，每次衰退前，孳息曲線無一例外出現“倒掛”，即長息較短息低的現象。誠然，由於倒掛出現的次數比經濟週期多，孳息曲線並非百發百中，曾經誤響警報。惟債市在每次衰退前都會預警，從不會後知後覺，單憑這一點已經把其它資產市場比下去。因此，債市通常被認為是“聰明錢”停泊的地方。

### 長短息差指標出現嚴重分歧

美國國債期限從 1、3、6 個月至 1、2、3、5、7、10、20、30 年不等，何為長短息差，並沒有單一標準，較受關注的是 2 年與 10 年、5 年與 30 年孳息之差兩個指標。圖一是從 2014 年開始，2 年與 10 年孳息差的表現。可見大選後，長短息差顯著擴闊，2 年與 10 年債息差至上週五收市上升 23 個基點，彷彿反映債市投資者轉趨樂觀。

聲明：  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

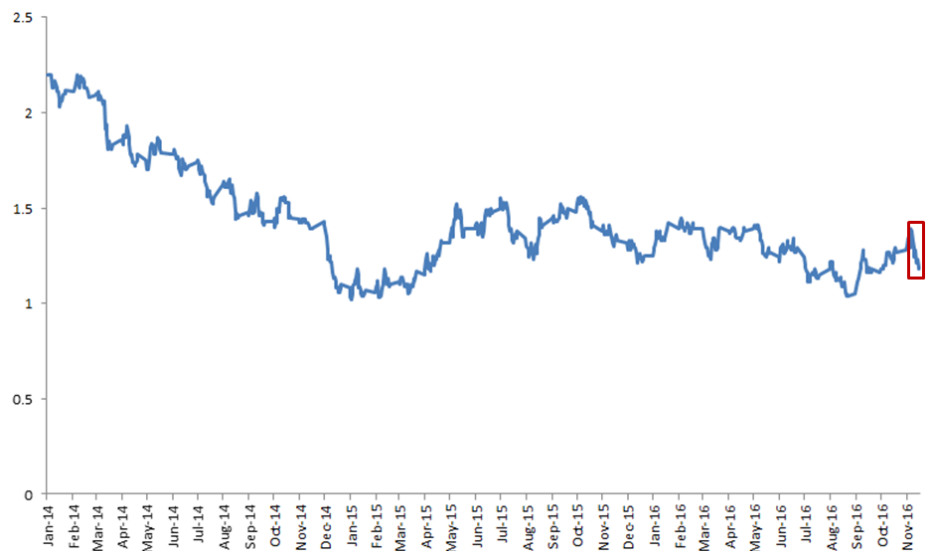
圖一 美國 2 年與 10 年期國債息差大選後急升(%)



資料來源：聯儲局、中銀香港經濟研究

然而，同一時間，另外一個重要指標出現了相反的情況。大選後，5 年與 30 年債息差收窄 21 個基點，且跌至兩個月低位。

圖二 美國 5 年與 30 年期國債息差大選後顯著收窄(%)



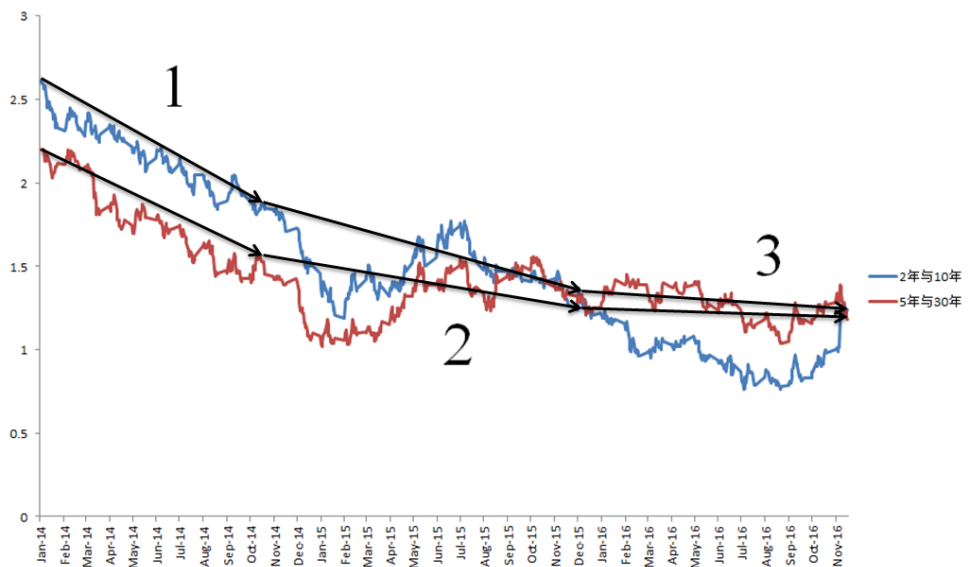
資料來源：聯儲局、中銀香港經濟研究

本來，美國總統選舉結束後債息普遍上升，代表投資者避險情緒降溫，實屬好事。惟債息出現罕見的精神分裂，雖然整條孳息曲線向上走，但組成曲線的兩個長短指標卻出現嚴重分歧，發出截然不同的信號。2 年與 10 年期債息差上升，顯示利率上升的主因是經

濟前景樂觀；5年與30年期債息差收窄，反映的卻是利率上升的主因未必是增長加速，而是通脹升溫。哪個指標更準確，目前不得而知。事實上，從長期走勢來看，超低利率的環境仍然未變。

圖三把上述兩條線放在一起。以2014年為起點，是因為在當年一月，聯儲局開始削減QE3規模，邁出收緊貨幣政策的第一步。直至當年十月QE3結束，長短息差反覆收窄（圖中第一階段），顯示債市認為經濟表現低迷，未來加息步伐會相當緩慢。果然，在QE3結束14個月後，聯儲局才終於結束零利率政策，期間長短息差繼續走低（圖中第二階段）。值得注意的是，雖然兩個指標在大選後走勢背道而馳，但從去年12月至今（圖中第三階段），變化均不大，顯示增長動力在短期內難以出現突破。

圖三 兩個長短息差指標從2014年至今三個階段表現(%)



資料來源：聯儲局、中銀香港經濟研究

在資產市場幾乎全面亢奮的時候，債市少有地釋放出模稜兩可的信號。特朗普的改革措施雖然值得期待，但股、匯市的期望可能過高，或需面對調整壓力。至於貨幣政策方面，今年12月加息已無懸念，由於明年聯儲局還是由耶倫掌舵，且圖三顯示超低利率環境未變，相信在2017年，加息一次起、兩次止。

## 近期報告

- |     |                             |     |       |
|-----|-----------------------------|-----|-------|
| 1.  | 馬幣急跌有因 泰銖站穩有理               | 黃思華 | 11.23 |
| 2.  | 高盛建立網絡貸款平台的啓示               | 張文晶 | 11.23 |
| 3.  | 人民幣兩輪貶值中港元的不同表現及其啓示         | 戴道華 | 11.16 |
| 4.  | “特朗普效應”：市場蜜月期還能維持多久？        | 蘇傑  | 11.16 |
| 5.  | 全球稅務資訊交換對本港金融業影響淺析          | 蔡麗斌 | 11.16 |
| 6.  | 三季度香港經濟再勝預期                 | 蔡永雄 | 11.11 |
| 7.  | 特朗普政策對美國經濟影響並非全面利淡          | 蔡永雄 | 11.11 |
| 8.  | 特朗普經濟牌的魔鬼細節                 | 張文晶 | 11.11 |
| 9.  | 國際性人民幣債券指數將帶來積極影響           | 羅羽庭 | 11.10 |
| 10. | 特朗普變革值得期待                   | 卓亮  | 11.10 |
| 11. | 特朗普當選對香港貿易影響料輕微             | 黃思華 | 11.10 |
| 12. | 如何評估特朗普爆冷入主白宮對金融市場的短期及長期影響？ | 鄂志寰 | 11.09 |
| 13. | 特朗普當選對人民幣匯率的影響              | 應堅  | 11.09 |
| 14. | Trump 贏得大選對未來美國貨幣政策的影響      | 戴道華 | 11.09 |
| 15. | 加入亞投行後香港可在亞太區基建有更大作為        | 應堅  | 11.09 |
| 16. | 特朗普改革非兒戲                    | 卓亮  | 11.07 |
| 17. | 內地暫停以銀聯為支付渠道繳納香港人壽保費的影響分析   | 何國樑 | 11.01 |
| 18. | 人民幣“入籃”一個月 SDR 效應初顯         | 應堅  | 10.31 |
| 19. | 嘗試將人民幣匯率問題簡單化               | 卓亮  | 10.31 |
| 20. | 金管局任命新一批 PLPs 可促進人民幣市場更趨穩健  | 應堅  | 10.27 |