

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



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

**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。

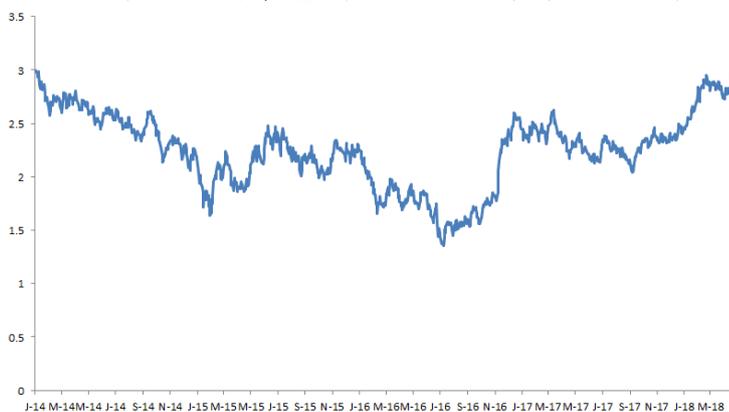
## 美國十年期債息升穿三厘的真正意義

4 月 25 日，美國十年期國債孳息收報 3.03%，是自 2014 年以來首次升穿三厘，引起市場廣泛關注。本來，3% 只是一個普通的數字，沒有證據顯示美國十年期債息升穿此水平會對資產市場或實體經濟造成任何實際的負面影響。事實上，在金融海嘯前，十年期美息高於 3% 是再正常不過的常態，並非特殊現象。利率市場的變化，有以下兩個更為重要的關注點。

### 3% 剛好是市場“真加息”的分水嶺

3% 是美國十年期國債孳息在 2014 年年初時的水平，而聯儲局剛好是在 2014 年 1 月開始逐步縮減第三輪量化寬鬆資產購買規模。換言之，3% 是美國十年期債息於聯儲局邁開貨幣政策正常化第一步時的水平。然而，由於種種原因（包括多輪量寬創造出大量流動性；聯儲局直至 2015 年 12 月才進行首次加息；加息步伐到 2017 年才開始提速；聯邦基金利率仍然顯著低於歷史平均水平；經濟增長保持溫和等現象），長息卻不升反跌。因此，聯儲局收緊貨幣政策的措施，一直未能有效傳導至債市。

美國十年期國債孳息（%；2014 年年初至今）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

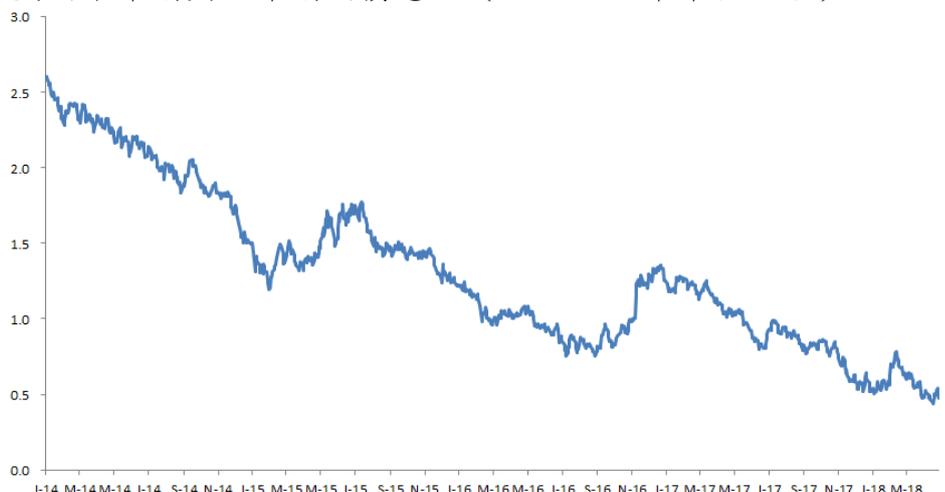
美國十年期國債孳息是債市中最重要指標，從這個角度來看，雖然聯儲局至今上調聯邦基金利率 6 次，但對債市而言，實際的利率調整，要待十年債息突破 3% 才算真正出現。3% 這個本來沒有特別意義的數字，剛好是 QE3 峰值時的長息水平，於是就成為債市“真加息”的分水嶺。

事實上，即使十年債息升至 3% 左右，亦只是代表長息回到 2014 年初的水平。股市因此出現大幅波動，印證了資產價格對寬鬆金融環境的高度依賴。然而，在中長期，市場需要擔心的，可能不是長息升穿 3%，反而是長息不能夠企穩在 3% 以上，原因是孳息曲線愈趨平坦的現象未有改變。

### 長短息差依然持續收窄

近來，部分聯儲局官員陸續公開表示對孳息曲線變扁平的擔憂。惟從 2014 年開始，美國長短息差就一直反覆收窄。2014 年 1 月 2 日，美國 10 年期國債孳息比 2 年期高出 2.61 個百分點。2018 年 4 月 27 日，長短息差收窄至不足半厘，只有 0.47 個百分點。理論上，孳息曲線的短端變化大致與聯邦基金利率的調整相若，長端的表現則取決於債市對未來經濟增長及通脹的預期。如果債市認為加息得到足夠的經濟基本面支持，長息的升幅往往會較短息大，事關愈長年期的債券，利率風險愈高。相反，如果債市對長期經濟表現信心不足，長息的反應就會相對溫和，升幅較短息小。一旦長短息差出現倒掛，更是經濟週期逆轉的警號。

美國十年期與兩年期國債息差（%；2014 年年初至今）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究



因此，如果十年債息企穩在 3% 以上，甚至繼續上揚，可以支持進一步利率正常化。同時，長息升幅需要比短息大，才有機會扭轉孳息曲線扁平的趨勢。對美國經濟而言，十年期國債孳息升穿 3%，並不足懼。相反，如果十年期債息升勢無以為繼，才是真正值得擔心的事。

## 近期報告

1.	外資持有人民幣證券資產的重要性	戴道華	04.30
2.	內地小微企及“三農”融資環境探析	張文晶	04.25
3.	置換性定向降准有助改善市場流動性結構	劉雅瑩	04.20
4.	製造業生產鏈全球化 雙邊貿易差額參考價值減弱	卓亮	04.16
5.	2018年人民幣國際化漸入平穩發展階段	應堅	04.12
6.	外貿外資新舉措將進一步改善中國內地營商環境	劉雅瑩	04.12
7.	深化金融業開放的內涵與影響	劉雅瑩	04.12
8.	中美貿易和投資的實際結構	蔡永雄	04.12
9.	滬深港通每日限額提升將產生積極影響	蘇傑	04.11
10.	內地擴大金融開放,投資機會值得期待	蘇傑	04.11
11.	中美貿易相互制衡 爭端還需談判化解	卓亮	04.09
12.	全民就業下的香港勞工市場	蔡永雄	04.04
13.	貿易摩擦靜水深流 溝通對話仍有空間	鄂志寰	03.29
14.	如果美國貿易和國際收支改善其影響如何?	戴道華	03.29
15.	參與原油期貨互聯互通 推動石油人民幣發展	應堅	03.28
16.	貿易戰硝煙起 市場警號不容忽視	卓亮	03.26
17.	中美貿易戰衝擊市場,後續發酵待觀察	蘇傑	03.23
18.	財政政策維持積極 更加注重地方債務管理	劉雅瑩	03.22
19.	關注美聯儲本輪加息週期的溢出效應	鄂志寰	03.22
20.	美國持續加息的關鍵水平何在?	戴道華	03.21