



聯儲局能否按部就班進行利率正常化？

美國經濟增長、勞工市場、整體物價等基本因素的正面表現，都為聯儲局進行漸進加息提供理據。然而，聖路易士聯儲局主席 James Bullard 近日多次公開表示，聯儲局不應該繼續上調基準利率，因為目前長期利率只是略高於短期利率，過度加息可能增加本已扁平的孳息曲線出現倒掛的風險。Bullard 的觀點明顯有別於聯儲局共識，但利率市場的表現，的確可能對按部就班的利率調整造成一定阻力。

十年期債息上升是喜不是憂

美國十年期債息最近升穿 3% 並進一步反覆上揚，是市場焦點所在。不少分析擔心長息高企，不利於經濟增長及資產價格。惟基於以下三點原因，三厘以上的十年債息，不應該被視為負面信號。第一，十年期債息目前遠低於歷史均值，只是輕微高於 2014 年初聯儲局開始縮減量化寬鬆規模時的水平，算不上高息。第二，3% 的十年債息顯著低於逾 4% 的美國名義經濟增長，顯示利率仍然處於相對寬鬆的狀態，不會對整體經濟活動造成壓力。而第三點，就與長短息差有關。

從 2014 年開始，以十年期與兩年期國債孳息差為指標，美國長短息差反覆收窄，從 2.6 個百分點跌至只有大概 0.5 個百分點。理論上，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。因此，如果十年債息在 3% 以上繼續上揚，或起碼維持在目前比兩年期債息高出約 50 個基點，將能夠為利率正常化提供空間，紓緩聯儲局加息會進一步壓扁孳息曲線的憂慮。然而，十年期債息上升，並不代表利率調整能夠一帆風順。

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。

三十年期債息低企值得關注

十年期與兩年期國債息差，是孳息曲線的常用指標。惟孳息曲線包括多個年期的債券息率，整體的扁平程度實際上仍然在惡化。圖一所示為美國 1、2、3、5、7、10、20、30 年國債孳息，藍綠兩線分別是 2017 年初與 2018 年 5 月的孳息曲線。可見聯儲局從 2017 年開始加快利率調整步伐，的確把整條孳息曲線向上拉升，但長息升幅相對有限，以致從 7 年期開始的長端部分相當接近水平。

圖一 美國國債孳息曲線

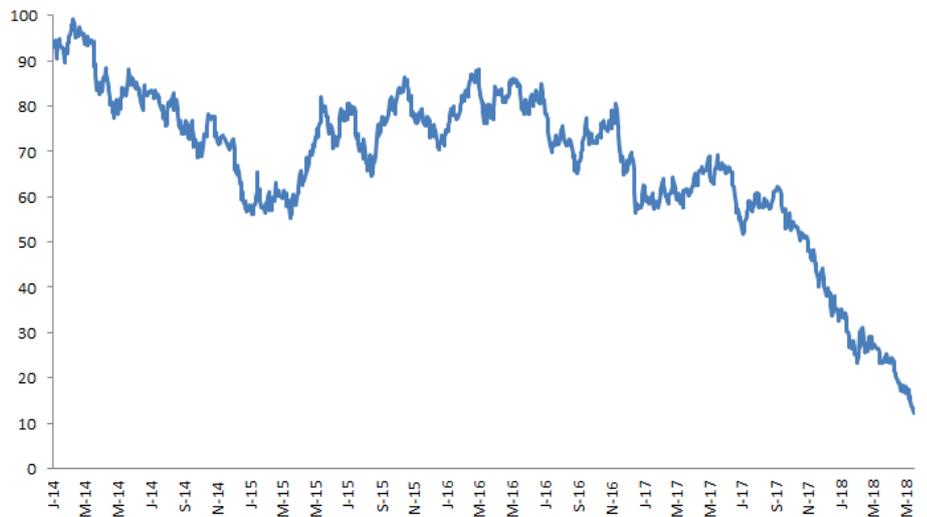


資料來源：美國財政部、中銀香港經濟研究

美國孳息曲線的最長端是三十年期國債，而孳息曲線扁平程度最嚴重的，亦正是較長年期部分。備受市場關注的十年期與兩年期息差，卻完全忽略了這個部分。2014 年初，美國三十年期債息比十年期高出接近整整一個百分點，但目前大幅收窄至只有大約 12 個基點，而二十年期債息則比十年期高僅僅 7 個基點，兩者均連一次四分一厘加息幅度都不夠。換言之，只要目前趨勢不變，聯儲局下一次加息，就有可能導致孳息曲線長端部分出現倒掛。

因此，對於未來利率調整步伐來說，十年與兩年息差如果能夠起碼維持在半厘以上，理論上可以為加息提供一定空間。惟風險較大而且更加迫切的，實際上是更長的二十與三十年期債息。聯儲局進行三輪量化寬鬆，其中一個最重要的目的就是要壓低長期利率。然而，量寬年代創造的天量流動性，導致長期利率在加息週期中的升幅異常溫和，孳息曲線愈趨扁平，這也是長期依賴非傳統貨幣政策的後遺症。

圖二 美國三十年與十年國債息差 (基點)



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

孳息曲線倒掛的可能性，已經不限於理論上的討論。目前市場認為聯儲局在 6 月加息的機會達到 100%，那麼屆時長於十年期的部分就有可能出現本次經濟復蘇期內的第一次倒掛。面對人為導致孳息曲線倒掛的風險，聯儲局官員還會義無反顧地堅持按部就班加息嗎？利率市場表現對聯儲局加息的制約，恐怕被嚴重低估。

近期報告

1.	A股即將正式入摩的影響評估	蘇傑	05.16
2.	阿根廷金融動盪的原因和啟示	劉雅瑩	05.15
3.	2018年一季度香港經濟增長遠超預期	蔡永雄	05.11
4.	中美息差收窄的原因及影響	劉雅瑩	05.10
5.	A股CDR漸行漸近,市場發展與防風險並重	蘇傑	05.09
6.	香港加息週期一旦啟動對銀行業的影響	戴道華	05.09
7.	主要央行貨幣政策分歧支持美元轉強	卓亮	05.08
8.	美國十年期債息升穿三厘的真正意義	卓亮	04.30
9.	外資持有人民幣證券資產的重要性	戴道華	04.30
10.	內地小微企及“三農”融資環境探析	張文晶	04.25
11.	置換性定向降准有助改善市場流動性結構	劉雅瑩	04.20
12.	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
13.	2018年人民幣國際化漸入平穩發展階段	應堅	04.12
14.	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
15.	深化金融業開放的內涵與影響	劉雅瑩	04.12
16.	中美貿易和投資的實際結構	蔡永雄	04.12
17.	滬深港通每日限額提升將產生積極影響	蘇傑	04.11
18.	內地擴大金融開放,投資機會值得期待	蘇傑	04.11
19.	中美貿易相互制衡 爭端還需談判化解	卓亮	04.09
20.	全民就業下的香港勞工市場	蔡永雄	04.04