

聯準會殖利率倒掛- 市場即將大崩盤？

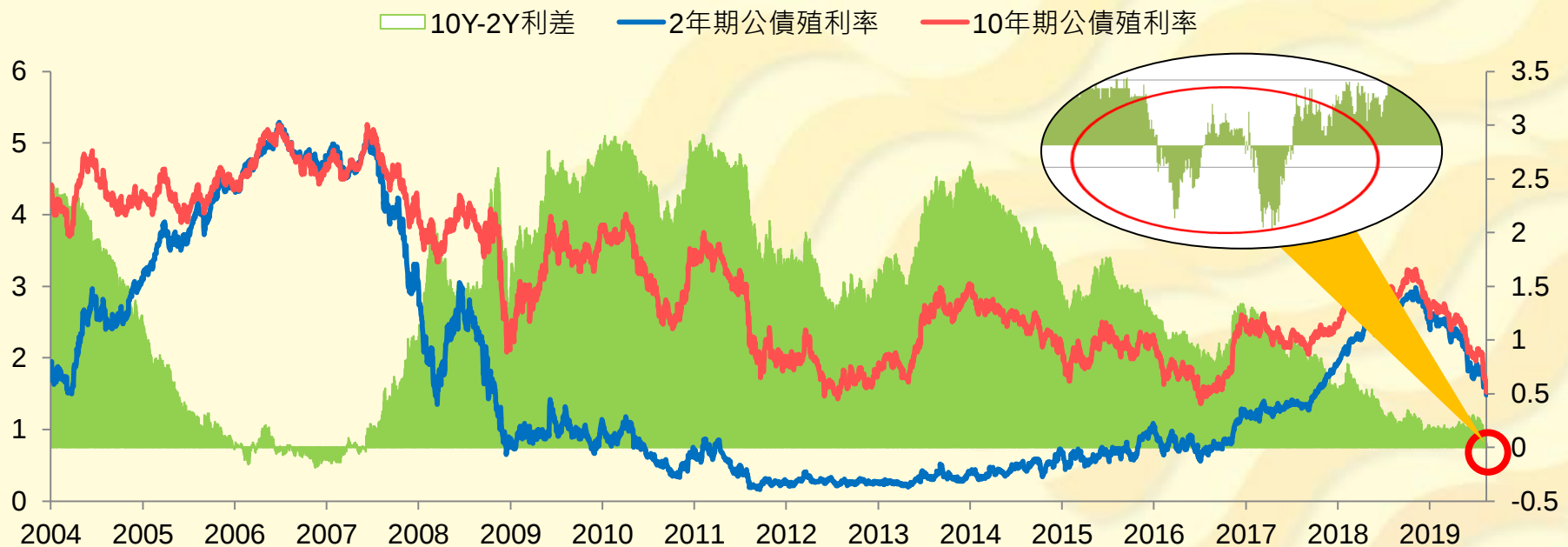


統一期貨投顧
2018.08.19

2年及10年美債殖利率倒掛

- ◆ 美國公債殖利率2年期及10年期出現了睽違12年的倒掛狀況(上次發生在2007年6月)，也就是2年期公債殖利率高於10年期公債殖利率，引發了市場恐慌。
- ◆ 2019年8月14日盤中，美國2年期公債殖利率再度高於10年期公債殖利率。

聯準會10Y-3M & 10Y-2M殖利率差

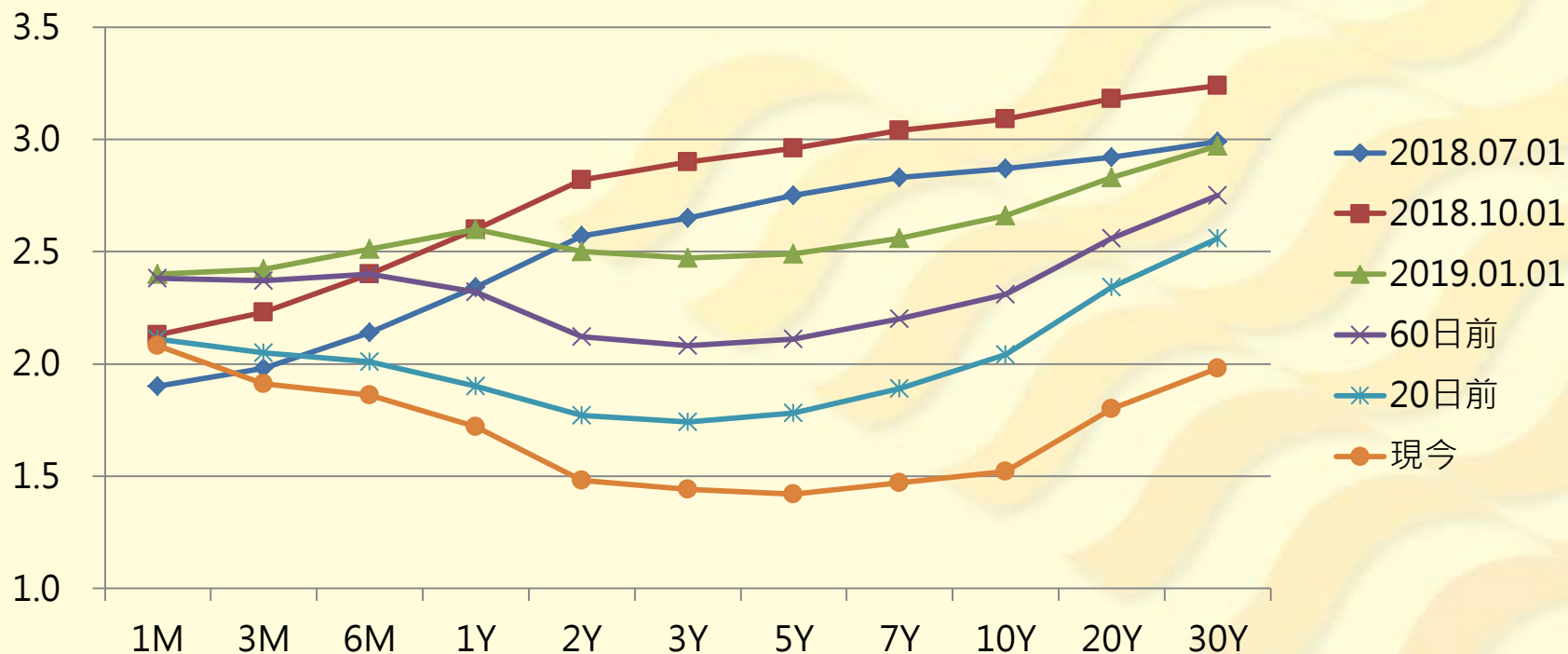


資料來源：USDT

殖利率曲線的變化

- ◆ 2018年美國經濟數據達到聯準會升息標準，全年共升息4次，在2018Q3時殖利率曲線仍維持陡峭，但隨著貿易戰激化，市場對經濟前景的預期轉向悲觀與聯準會態度轉向鴿派，在2019Q1時已有出現倒掛現象，且隨著貿易戰深化，殖利率曲線倒掛速度有越來越快的趨勢。

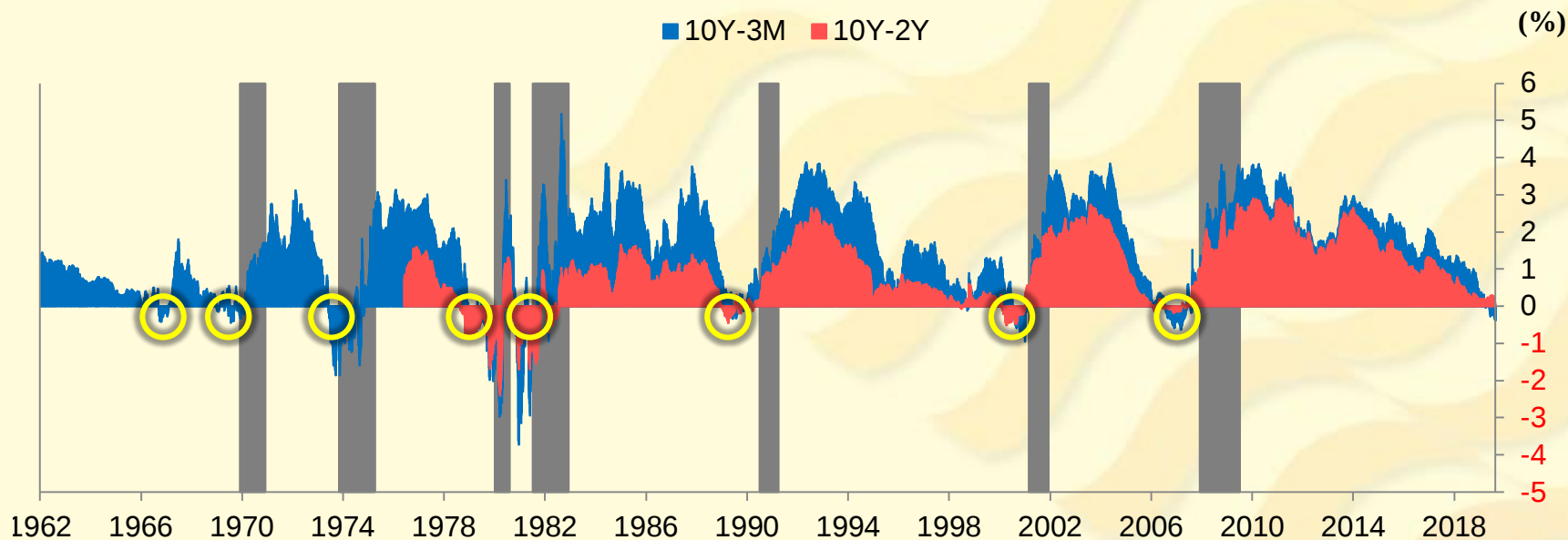
美債殖利率曲線



過往倒掛後均伴隨經濟衰退

- ◆ 在過去10年期美國公債殖利率與2年期美國公債殖利率出現倒掛後，經濟環境往往會於10-20個月內出現大幅度衰退。
- ◆ 但衰退不會於倒掛後馬上發生，短期上整體股市仍可持穩，甚至有望在衰退前創下新高點。

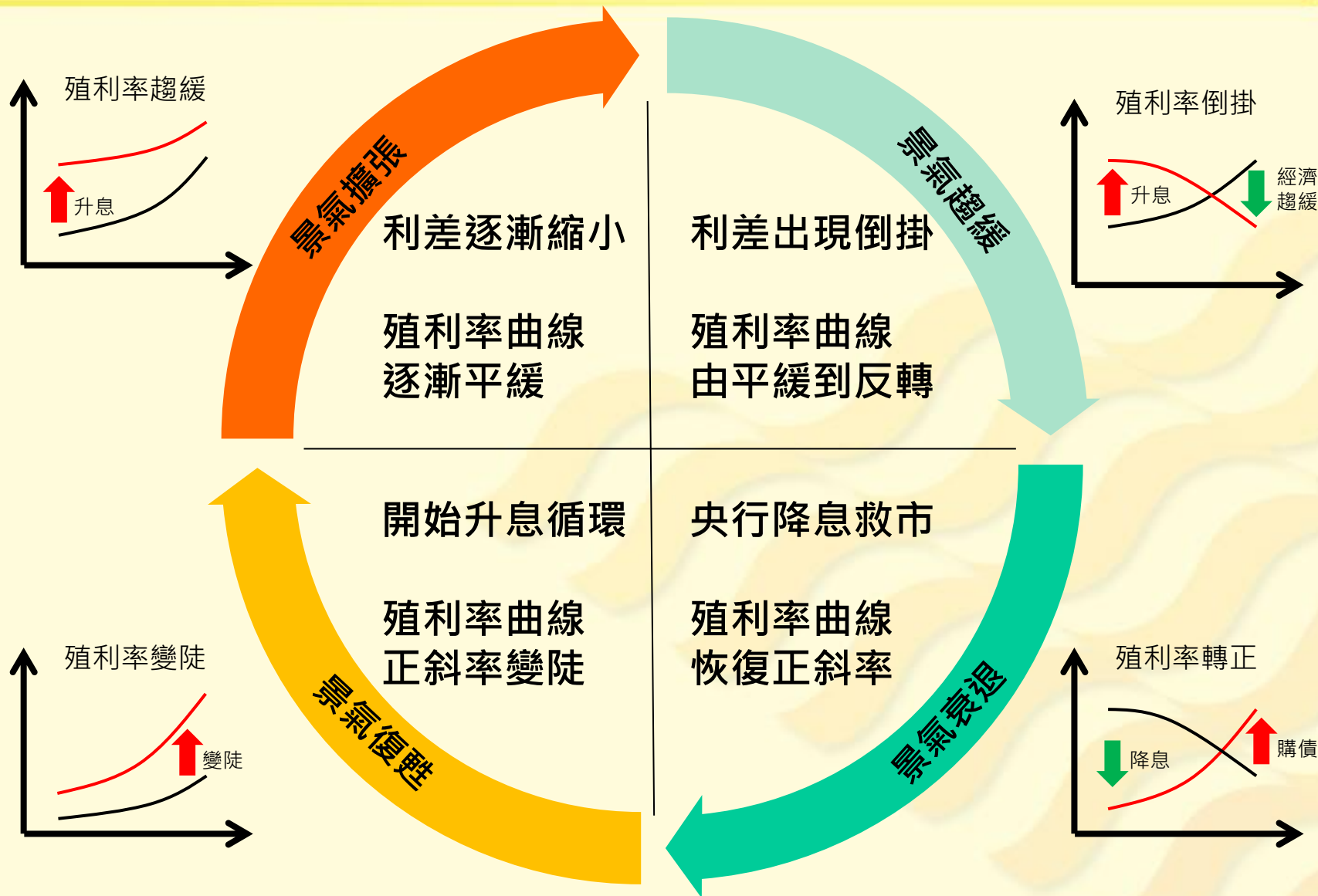
聯準會10Y-3M & 10Y-2M殖利率差



資料來源：USDT

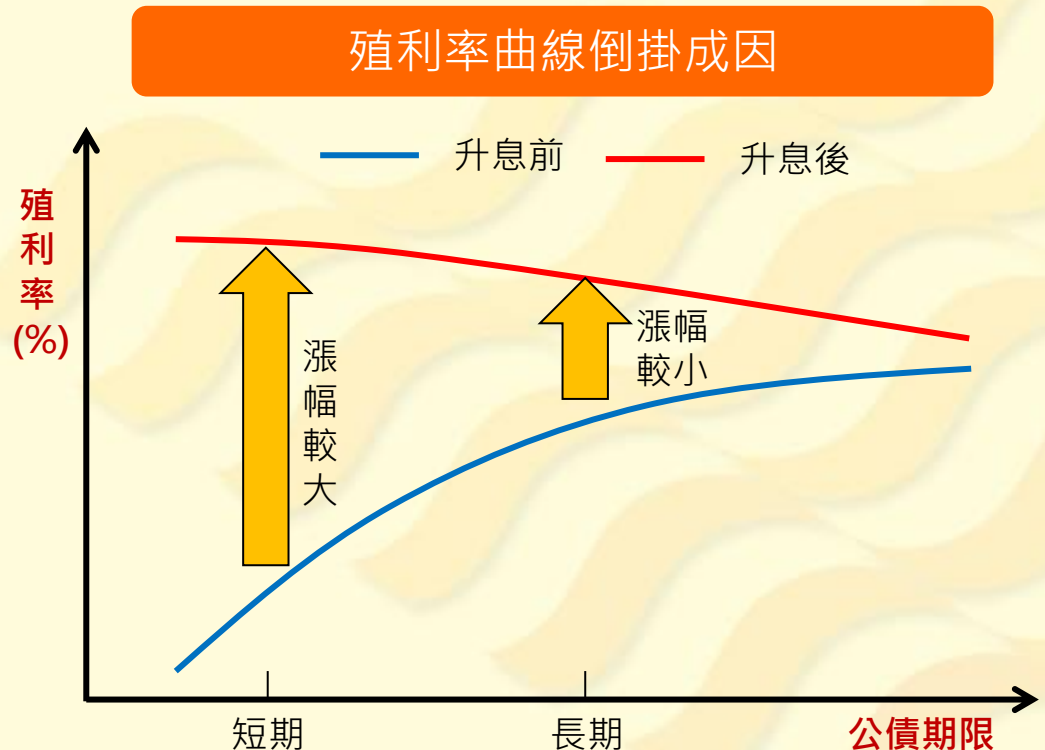
陰影區為美國經濟衰退時期

殖利率差與經濟狀況循環



為什麼會發生「倒掛」？

- ◆ 央行調高利率以嘗試減緩經濟活動與降低通膨壓力時，對於央行利率反映較為敏感的短期利率上漲較大。此時，市場預期通膨將獲得控制，使對於通膨情勢反應敏感的長期利率漲幅相對較低，使利率曲線平坦化，甚至轉為倒掛情況。
- ◆ 固然**經濟衰退前，必然伴隨著殖利率曲線的倒掛。但並不代表發生殖利率倒掛就必然會發生經濟衰退**。1960年以後，就發生過兩次在殖利率倒掛後，超過兩年才出現經濟衰退的狀況，分別在1966年及1998年。所以，除了殖利率倒掛外，我們還需要觀察其他指標才能幫助我們確認是否發生經濟衰退的狀況。



各經濟衰退時期倒掛分析

經濟衰退時期	10Y-2Y 倒掛日	倒掛後多久開 始衰退(月)	10Y-3M 倒掛日	倒掛後多久開 始衰退(月)
1980年1月 1980年7月	1978/8	16	1978/11	13
1981年7月 1982年11月	1980/9	11	1980/10	10
1990年7月 1991年3月	1988/12	20	1989/3	17
2001年3月 2001年11月	2000/2	13	2000/4	11
2007年12月 2009年6月	2005/12	24	2006/1	23

資料來源：Fed

市場主要評論

評論者	評論	看法
橋水基金創辦人 達里歐 (Ray Dalio)	- 大選前有40%經濟衰退的機會 - 經濟放緩將促使全球央行進一步寬鬆 - 經濟周期後期降息恐無法有效刺激	混亂才是投資的契機
前 Fed 主席 葉倫 (Janet Yellen)	- 殖利率倒掛並非意味著即將衰退 - 衰退風險上升，但美國有能力避免 - 殖利率倒掛可能不再適和預測衰退	風險上升，但不必悲觀
聖路易斯儲行行長 布拉德 (James Bullard)	- 殖利率曲線要持續倒掛一段時間才能視為悲觀訊號 - 還未決定是否支持9月會議上降息	近期股市反應過度
新債王 岡拉克 (Jeffrey undlach)	當Fed展開寬鬆貨幣政策，就已經為時已晚，因現時經濟衰退的趨勢已增強。	今年內美股將會跌破去年 12 月的低點

美國的內外部狀況



內部

利多：

- ✓ 經濟數據仍維持擴張
- ✓ 就業市場熱絡
- ✓ 企業獲利優於預期

利空：

- ✓ 總債務創下歷史新高
- ✓ 債務佔GDP比重過高
- ✓ 領先指標持續下滑
- ✓ 通膨低迷不振

外部

優勢：

- ✓ 掌握科技關鍵技術
- ✓ 美元霸權地位
- ✓ 鉅額貿易逆差

劣勢：

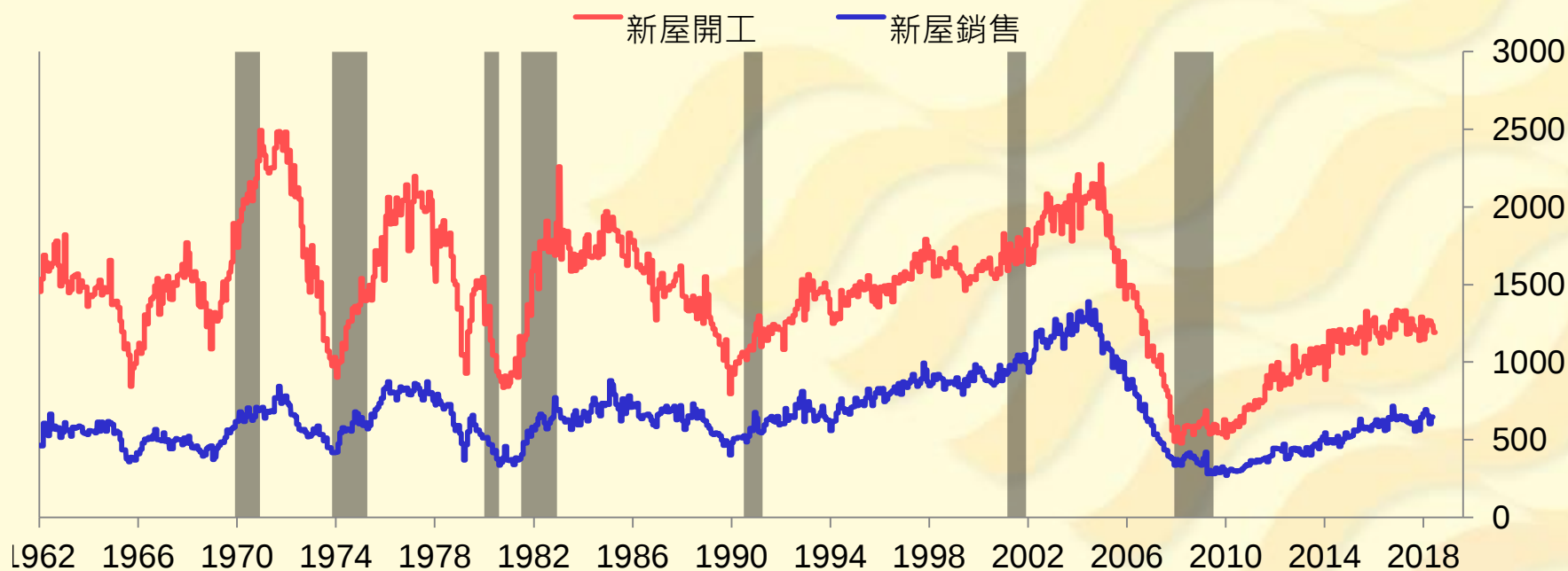
- ✓ 中國崛起威脅
- ✓ 同時與多國展開貿易戰



新屋開工及銷售尚未轉弱

- ◆ 除了2000年網路泡沫之外，在過往美國景氣衰退前，通常都將經歷一段長達數月甚至數年明顯的新屋開工及新屋銷售持續下滑。但截至目前為止，這兩項指標均僅出現微幅下滑，和過往相較仍不致於轉弱。

美國新屋開工及新屋銷售(千戶)



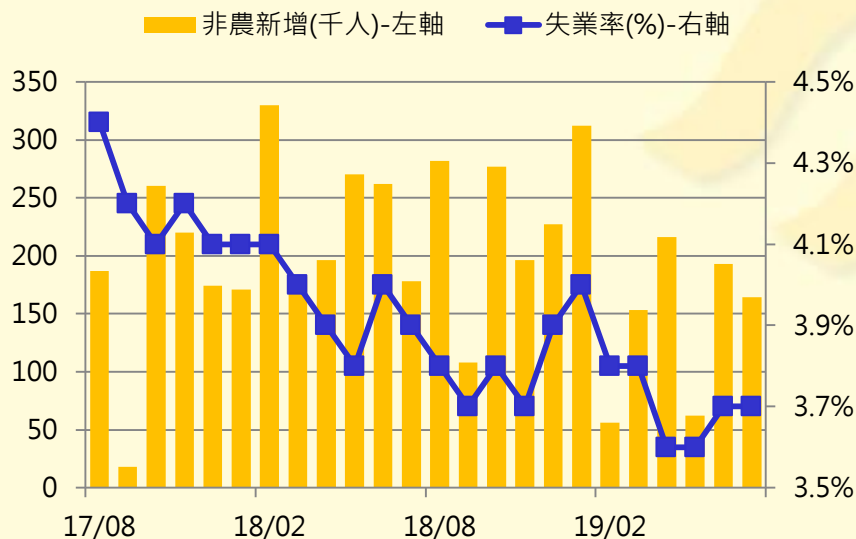
資料來源：U.S. Census

陰影區為美國經濟衰退時期

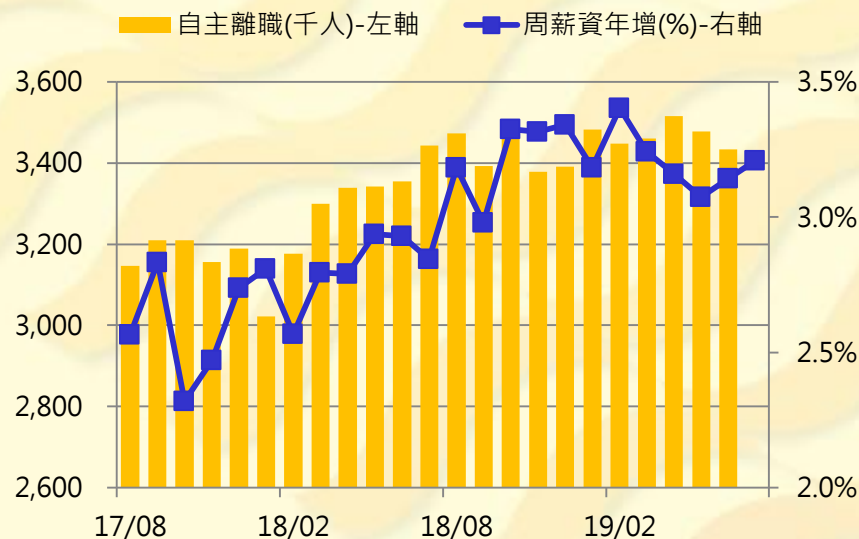
勞動市場仍然穩健

- ◆ 美國最具代表性的就業市場指標之一，非農就業人數已連續106個月維持擴張，失業率也維持在歷史低位的3.7%。
- ◆ 自主離職人數維持在340萬人左右水準，顯示就業市場仍然熱絡，平均周薪資年增也維持在3%以上，快速增長。

非農新增人數及失業率



自主離職人數及周薪資年增率

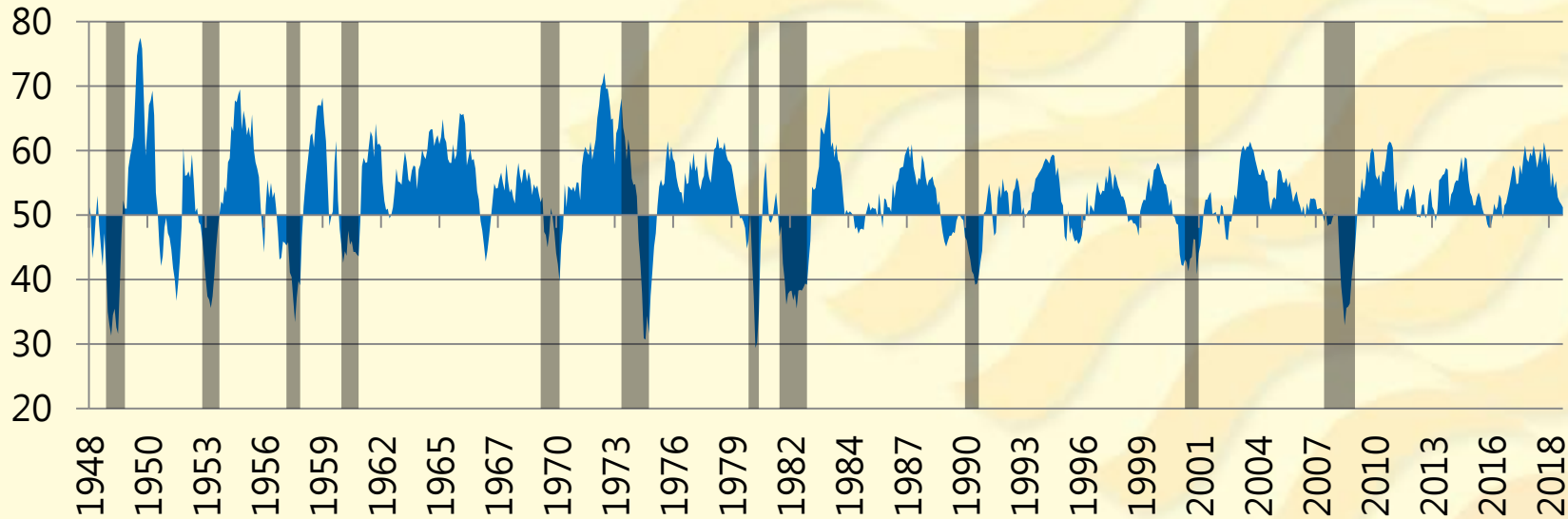


資料來源：BLS

PMI指數仍維持在50之上

- ◆ 自1948年以來，美國發生經濟衰退前，幾乎伴隨著PMI指數滑落至50以下。僅1970年及1973年在未發生PMI指數低於50的狀況下發生了經濟衰退。若再排除1973年的第一次石油危機特別的情況，僅1970年一次例外。
- ◆ 目前PMI仍維持在51.2，雖有成長減弱力道，但尚未跌落至收縮的臨界線下。

ISM 製造業採購經理人指數



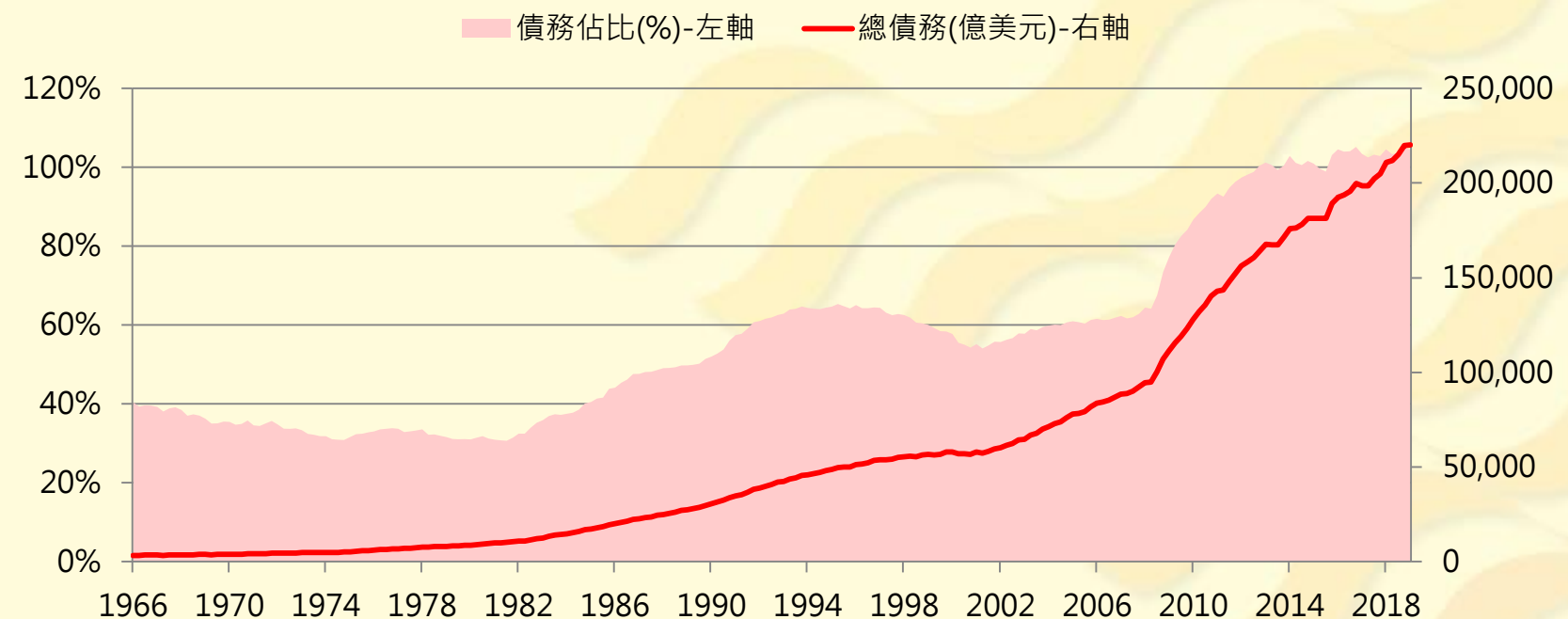
資料來源：ISM

陰影區為美國經濟衰退時期

美債快速攀升潛藏隱憂

- ◆ 美債佔GDP比重自金融海嘯後快速上升，川普雖誓言減債，但債務仍於今年第一季創下歷史新高，來到22兆美元水位。債務佔GDP比重也連續三年半維持在100%之上，潛藏危機。

美國公共債務及債務佔GDP比重



資料來源：USDT

結語

美債2年及10年盤中雖發生倒掛，但收盤仍維持正利差；惟3個月及10年公債已於今年3/22倒掛，仍宜留意

美國經濟雖有趨緩跡象，但尚能維持成長，勞動市場也仍然穩健，短期內應不致立即衰退

在經濟趨緩狀況下，建議可調整資金配比，逐步增加避險商品比重，以因應日益加大的市場震盪

附錄-相關期貨契約簡表

交易所	CBOT	CBOT	CBOT	CME	NYMEX
名稱	美庫二(TU)	美庫十(TY)	MI道瓊(YM)	EM-S&P(ES)	黃金(GC)
契約規模	200,000美元	100,000美元	指數*5美元	指數*50美元	100盎司
原始保證金	704元	1,430元	6,050元	6,930元	4,950元
維持保證金	640元	1,300元	5,500元	6,300元	4,500元
跳動金額	1/256點 =7.8125元	1/64點 =15.625元	1點=5元	0.25點=12.5元	0.1點=10元
合約月	3、6、9、12月	3、6、9、12月	3、6、9、12月	3、6、9、12月	2、4、6、8、 10、12月
交易時間	0600~0500	0600~0500	0600~0500	0600~0500	0600~0500
幣別	USD	USD	USD	USD	USD

資料時間：2019/8/19

免責宣言

- ◆ 本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性及正確性做出任何陳述或保證。對於報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。
- ◆ 本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶作為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見不構成任何買賣有價證券、衍生性金融商品及其他投資標的之邀約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。
- ◆ 本投資報告並非(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券、期貨經紀或交易人士或公司，為該管轄區內從事證券、期貨經紀或交易之游說。
- ◆ 本投資報告內容屬統一期貨投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。



統一期貨

◆ 統一期貨台北總公司

客服電話：(02) 2748-8338

地址：10570 臺北市東興路8號B1-1

【103年金管期總字第001號】

◆ 統一期貨台南分公司

客服電話：(06) 208-2088

地址：70456台南市開元路280號6樓

【100年金管期分字第002號】

◆ 統一期貨台中分公司

客服電話：(04) 2202-5006

地址：40457台中市進化北路369號5樓

【102年金管期分字第012號】

◆ 統一期貨高雄分公司

客服電話：(07) 222-2788

地址：80054高雄市中正三路55號13-1樓

【104年金管期分字第005號】