

美盛旗下凱利投資：殖利率曲線的暗示

凱利投資研究團隊成員 Jeff Schulze (總監暨投資策略師) 出版了一份題為「經濟衰退的剖析：值得注意的徵兆與未來方向 (The Anatomy of a Recession: What to Look for and Where We're Headed)」的報告。在報告中顯示，歷史上預示經濟衰退的 12 個變數，包括殖利率曲線的斜率、信用利差、貨幣供給量、薪資成長、商品價格、住房許可證、申請失業保險金人數、零售銷售、就業情緒、ISM 新訂單，利潤率和卡車運量在內。

在這些變數當中，殖利率曲線斜率在過去半個世紀以來一直是一個可靠用以辨別經濟是否衰退的指標。尤其是自1978年以來的5波經濟衰退期間，2年期及10年期殖利率曲線都在經濟衰退之前出現反轉。除此之外，過去僅有一次殖利率曲線的反轉未導致經濟衰退，是發生在1998年6月，當時殖利率曲線的斜率僅小幅為負 (-0.02)。

可能的解釋之一是：聯準會基準利率連續調升帶動短期利率走高，後者對經濟會造成緊縮的影響。隨著市場開始透過折價反映經濟衰退的即將到來，投資人則轉入較長天期的債券，使得後者的價格上揚，殖利率下降。

另一種解釋可能為：長期殖利率低於短期殖利率的情況會阻礙到期日轉換的過程。一般的情況下，銀行將透過短期存款為本身提供資金，但以較高的利率提供長期貸款並賺取差額，也就是所謂的淨息差。然而，反向殖利率曲線阻止了這一過程的發生，因為它對銀行放款起了

抑制的作用，降低了經濟中信貸的可得性，導致信貸條件緊縮，最終導致經濟陷入衰退。

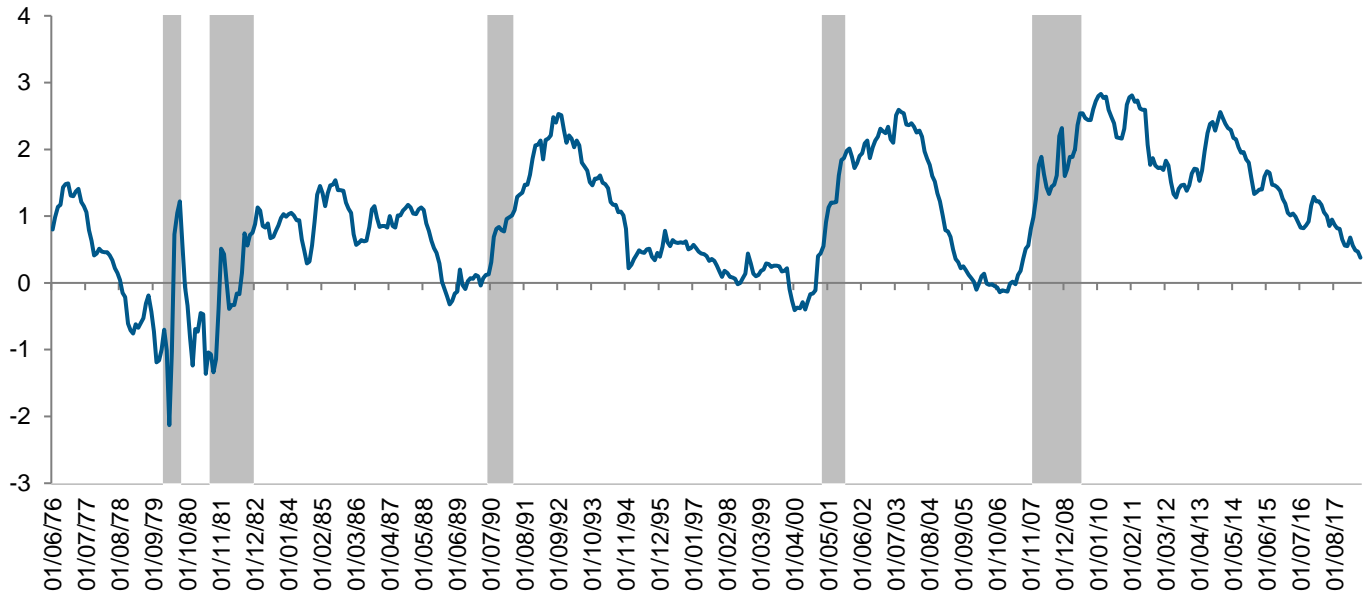
在這個分析中，我們使用了 2 年期及 10 年期的殖利率曲線 (其數據可以追溯到 1976 年) 來說明導致經濟衰退的反轉；初始反轉與經濟衰退開始之間的時間差，以及標準普爾 500 指數初始反轉與價格高點之間的時間。另一種選擇則是觀察 3 個月及 10 年期殖利率曲線。然而，其相對 2 年期及 10 年期來說較不敏感，且 2 年期及 10 年期的殖利率曲線提供了潛在衰退的早期訊號，因為它通常會在 3 個月及 10 年期殖利率曲線之前就開始反轉。舉例而言，針對 1990 年 7 月至 1991 年 3 月的這波經濟衰退，2 年期及 10 年期的殖利率曲線出現反轉，而 3 個月及 10 年期的殖利率曲線則否，儘管後者確實接近 0。因此，使用 2 年期及 10 年期的殖利率曲線之變化能幫助我們看到最壞的情境。

以下的圖表說明了：

- 前5次經濟衰退的期間，每次衰退之前都伴隨著殖利率曲線反轉
- 殖利率曲線初始反轉後至經濟衰退開始之間的月數
- 殖利率曲線初始反轉後至標準普爾500指數價格觸頂之間的月數
- 標準普爾500指數在初始反轉和價格觸頂之間的報酬率

| 日期／經濟衰退期間 | 初始反轉後至經濟衰退開始之間的月數 | 初始反轉後至標準普爾500指數價格觸頂之間的月數 | 標準普爾500指數在初始反轉和價格觸頂之間的報酬率 |
|-------------------|-------------------|--------------------------|---------------------------|
| 1980年01月至1980年07月 | 16 | 16 | 11.3% |
| 1981年07月至1982年11月 | 10 | 2 | 12.0% |
| 1990年06月至1991年03月 | 17 | 16 | 21.4% |
| 2001年03月至2001年11月 | 13 | 6 | 11.1% |
| 2007年12月至2009年06月 | 22 | 20 | 21.0% |
| 平均值 | 15.6 | 12 | 15.4% |

2年期及10年期殖利率利差 (%)



資料來源：聖路易斯聯邦儲備銀行，截至 2018 年 6 月 30 日，聯邦儲備系統（美國）和標準普爾道瓊指數有限責任公司理事會。過往績效並不代表未來結果。

結論：

- 每一次2年期及10年期之殖利率曲線反轉後都伴隨著經濟衰退，除了1998年6月，當時的殖利率曲線斜率趨近於0（接近反轉的程度）但經濟未出現反轉。
- 自1980年之後的每一次經濟衰退前都曾出現殖利率曲線反轉的現象。
- 雖然市場確實在每次反轉後先觸頂再下跌，但平均而言，市場觸頂是在殖利率曲線出現反轉的一整年之後才發生。
- 此外，在殖利率曲線反轉及市場觸頂之間，平均報酬率為15.4%。
- 最重要的是，殖利率曲線的反轉雖然確實表明未來某個時點的經濟衰退及市場高峰，但並不代表這些事件將同時發生。因此，投資人較理想的做法是逐步調整資產配置，而不是在殖利率曲線反轉時立即出脫手上的持股部位。

LEGG MASON

GLOBAL ASSET MANAGEMENT

美盛環球資產管理

布蘭迪全球投資管理

Clarion Partners

凱利投資

盈信博茂

馬丁可利

QS Investors

RARE Infrastructure

銳思投資

西方資產管理

美盛是全球領先的投資公司，透過長線和主動型的投資策略，協助客戶實現理財目標。

- 管理資金超過7,446億美元*，全球投資涵蓋股票、固定收益、另類投資及現金管理策略
- 旗下多家卓越投資管理公司各具專長的投資領域，並採取獨立的分析及研究方法
- 成立超過100年，擅長發掘投資機遇，為客戶提供精明的投資方案

* 截至2018年6月30日。

重要資訊

本報告包含來自各種可信任的資料來源但不保證其時效性及正確性，且並非為所有可得資料的完整摘要或敘述，本資料僅提供與我們的投資人並且僅為資料參考之目的。沒有獲得我們的書面同意不可公開揭露或散佈。

本投資觀點為美盛旗下凱利投資於2018年7月2日之市場評論，市場評論將隨市場或其他情況而隨時改變，而美盛得隨時更新其觀點。本報告不得視為投資的建議，美盛的投資人需根據許多事實依據而為投資決定之考量，本報告不得視為投資交易指示之依據。本報告所提供之資訊不得視為美盛或其所屬企業對於證券買賣之建議。

本報告由美盛證券投資顧問股份有限公司提供（營業執照字號：(98)金管投顧新字第001號；地址：台北市110信義路五段7號台北101大樓55樓之一；電話：(886) 2-8722-1666）。

資料來源為美盛集團。本文件提及的所有意見與預測為美盛報告刊載日期的判斷，並可作修改而不會預先通知。雖然資料來源的美盛認為相關資訊是可信賴的，但不保證其正確性與資訊可能不完整或壓縮的。投資本身就具有風險，包含損失本金的可能性。以往的績效不保證基金之最低投資收益。

本文件僅供參考，並非對台灣公眾為基金申購之邀約或為促銷特定基金之目的。美盛、其高級職員或員工不負責任何因使用本文件或其內容而引起的損失。本文件不可以在沒有取得美盛書面同意而複印、分送或發行。

美盛證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理