

利率倒掛預言衰退 這次不一樣嗎？

文 | 劉憶如 台灣大學財務金融系兼任教授

1900年至今出現過28次利率倒掛，其中22次以景氣衰退收場。這些衰退往往在利率倒掛出現後六至12個月發生，但最近幾次的衰退，卻有時間距離拉長的趨勢，例如最近六次的衰退，發生在利率倒掛出現後的六至36個月之間。

歷史經驗看，利率倒掛後並非一定會發生衰退，但機率甚高。此外因為每次景氣衰退前都一定出現利率倒掛（也就是利率倒掛為景氣衰退的必要但非充分條件）；因此一旦出現利率倒掛，總仍是引發市場高度警戒。

正常情況下，長天期利率高於短天期（例如10年期債券利息高於2年期或3個月期的利率），因為長天期債券將資金借出的期間較長，因此收取的利息也應該較高。但對未來經濟不看好時，資金常會從股票轉至長期債券，導致長期債券價格上漲及利率下降，甚至因此造成長期利率低於短期利率的倒掛情況。

因此，利率倒掛根本上反映市場對未來悲觀的預期，也因此常成為景氣衰退的先行指標。當市場的預期正確時，衰退跟著在倒掛後發生；但若市場預測錯誤，則衰退就不會發生。或也有可能本來預測是正確的，卻因採行了避免衰退的政策，因此躲過了景氣的衰退。這也是為何利率倒掛後，景氣不是一定會衰退的原因。

但相對地，每一次經濟衰退前，都一定出現利率倒掛。這表示在景氣衰退發生前，其實市場都是率先感覺到的。春江水暖鴨先知，市場的敏銳度，一次次展現在歷史過程中。

這一回的利率倒掛，始於兩年前，且陸續終止於今年8月及9月。例如今年9月4日，10年期美債利率終於超過2年期，回歸“長期利率高於短期”的正常情

況。但弔詭的是，過往經驗中，衰退往往是在利率倒掛結束後才發生。今年8月初，利率倒掛收斂趨勢明顯，也被列為8月全球股災爆發的原因之一。

紐約聯邦準備銀行（New York Fed）目前估計美國明年7月發生衰退的機率為56%，也顯示利率倒掛結束後，挑戰更加逼近。

明年美國經濟究竟是否會步入衰退，可能還是見仁見智；股票也仍將隨之搖擺震盪。雖然歷史經驗顯示衰退常發生在倒掛結束後的一年內，但因為這次造成倒掛的理由與以前不同，因此對於利率倒掛是否預言衰退，這次可能也有不一樣的結果。

第一個理由是此次為因應COVID疫情，聯準會QE大量購買美國長期公債，造成長期債券價格上漲及長期利率下降。其次，近年來地緣政治及經濟戰的緊張氣氛下，美國長期公債成為國際投資人避風港，長期美債的需求大幅攀升，也因此同樣壓低長期利率。第三，兩年半來為對抗通膨，聯準會及全球央行猛烈升息，短期利率隨之飆升。

因此，在過去兩年多來的特殊環境下，短期利率高於長期利率而出現倒掛，可能並非預言衰退。最近利率倒掛的結束，也因此可能確實僅是恢復正常。

尤其當然，還有一個政策因素的角色操縱全局，聯準會雖在9月18日會議中，符合市場預期降息2碼，但日後降息的速率與幅度，更將是經濟是否避免衰退的關鍵。



掃碼聆聽原文



掃碼閱讀原文