

# 本文章已註冊DOI數位物件識別碼

## ▶ 春江水暖鴨先知 經濟衰退現前兆

doi:10.6650/ARM.201905\_(402).0003

會計研究月刊, (402), 2019

Accounting Research Monthly, (402), 2019

作者/Author：李沃牆

頁數/Page：15-19

出版日期/Publication Date：2019/05

引用本篇文獻時，請提供DOI資訊，並透過DOI永久網址取得最正確的書目資訊。

To cite this Article, please include the DOI name in your reference data.

請使用本篇文獻DOI永久網址進行連結:

To link to this Article:

[http://dx.doi.org/10.6650/ARM.201905\\_\(402\).0003](http://dx.doi.org/10.6650/ARM.201905_(402).0003)



*DOI Enhanced*

DOI是數位物件識別碼（Digital Object Identifier, DOI）的簡稱，是這篇文章在網路上的唯一識別碼，用於永久連結及引用該篇文章。

若想得知更多DOI使用資訊，

請參考 <http://doi.airiti.com>

For more information,

Please see: <http://doi.airiti.com>

請往下捲動至下一頁，開始閱讀本篇文獻

PLEASE SCROLL DOWN FOR ARTICLE



美聯準會 (Fed) 於3月21日凌晨2點 (臺灣時間) 宣布, 今 (2019) 年不再進一步升息並結束縮減資產負債表。但3月22日, 3個月期美債殖利率升至2.459%, 十年期美債殖利率降為2.437%; 長短債利差由正轉負, 形成所謂的「殖利率曲線倒掛 (inverted)」, 為2007年來首見 (如圖一)。不僅如此, 二年期與十年期美債殖利率曲線也接近倒掛 (如圖二)。

## 春江水暖鴨先知 經濟衰退現前兆

■ 李沃牆 / 淡江大學財金系教授兼兩岸金融研究中心副主任

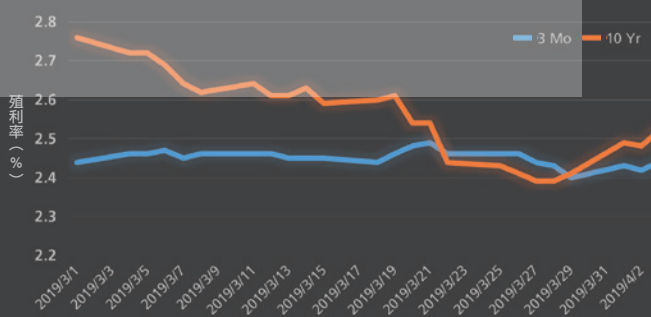
有道是, 春江水暖鴨先知; 美聯準會 (Fed) 一改升息循環政策及殖利率曲線倒掛, 是否意謂全球經濟衰退降臨? 政府及產業該如何因應? 本文將做深入剖析。

### 聯準會改弦易轍係憂心經濟衰退

進一步言之, Fed所公布的利率決議內容充分展現溫和的鴿派立場, 除預測今年不會再升息, 聯邦基金利率維持在2.25%~2.50%, 縮減資產負債表也將告一段落; 且下調今明 (2020) 年二年經濟成長率至2.1% (原2.3%) 及1.9% (原1.8%); 同時也下調通貨膨漲率, 並提高失業率預期。換言之, Fed 暫時終結利率連九升, 放緩緊縮路徑的舉措, 無疑就是憂心經濟將衰退。

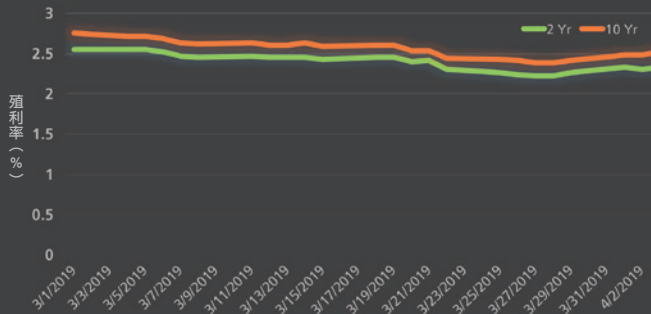


圖一 美3個月與十年期債券殖利率變化



※資料來源：作者自行繪製

圖二 美二年期與十年期債券殖利率變化



※資料來源：作者自行繪製

除此，歐洲央行（ECB）也早於Fed宣布今年內不會升息；澳、紐央行則透露降息的機率升高。臺灣中央銀行第一季理監事聯席會議3月21日決議，因應全球經濟可能衰退，利率連續11季不做調整（連11凍），重貼現率續停在1.375%水準。

### 殖利率曲線倒掛與經濟衰退關聯大

債券殖利率（Yield）是投資人購買長短期公債時所期待的報酬，也稱為收益率。

一般而言，長年期的債券因為通膨等不確定因素愈高，市場所要求鎖定的殖利率也高。正常情況下，短期到長期債券的殖利率會呈現向上的曲線趨勢。換句話說，當投資人認為未來通膨會上揚，就會要求較高的殖利率來抵消通膨。由於通膨通常伴隨經濟成長走強，殖利率曲線若陡升，代表投資人對前景感到樂觀；另一方面，若投資人認為未來經濟會衰退，便會將資金挪往長債避險；迫使長債價格快速上升，殖利率下降。美十年期債券殖利率由去年3.2%高點降至3月22日的2.437%即足為佐證。

高盛報告指出，通膨溢價的下降，間接拉平了殖利率曲線；而近期殖利率曲線的平坦化，極大可能係源自於近年全球推行量

化寬鬆（QE）政策的附帶效應，進一步壓低了長短期利率間的期限溢價。另一方面，殖利率曲線的反轉意謂Fed的利率已經超過了維持經濟穩定的「中性利率」，經濟也因此隨之步入衰退。當長債與短債的利差降至負值時，殖利率曲線便形成「倒掛」現象。殖利率曲線倒掛，不僅壓抑銀行獲利，也經常被視為現在增長將高於未來的跡象，更是經濟衰退可能的領先指標。

紐約聯儲的研究發現，3個月到期與十

airiti

年期美債之間的關係變化，對於經濟是否衰退最具指標性。據統計，美國在過去的50年間共發生過6次（1973年2月、1978年7月、1986年3月、1988年12月、1997年10月、2006年3月）的3月期美債殖利率超越十年期美債殖利率，也就是倒掛的情況。而且，經濟成長率平均在利率釋放倒掛信號後的311天後陷入衰退。最近1次倒掛是出現於2006年底至2007年初，隔（2008）年即發生全球金融海嘯。

不過，殖利率曲線倒掛也常發生於實質利率較高、資金成本較重的時候，也就是經濟瀕臨衰退之際。但當前美國信貸標準及品質仍穩定，實質利率處於0%附近，信用環境並未因升息而過度緊縮。然而，今年初以來，主要央行貨幣政策轉趨鴿派，加上IMF與OECD等重要國際機構紛紛調降全球經濟成長率預測，導致主要國家十年期公債殖利率呈下降趨勢；除美國外，德、法降至2016年以來低點、英國受脫歐進程不確定性升高影響亦走低、日本則降至負值。

綜合上述可以推論，殖利率曲線倒掛因素不一而足，無法100%斷定未來一定會發生經濟衰退；但可確認的是，發生經濟衰退的機率相當高，投資人應視之為警訊，不容掉以輕心。

那麼，殖利率曲線倒掛對股市有何影響？有專家警示，美殖利率曲線倒掛也預告美股即將步入熊市，標普500指數可能下跌40%。但瑞士信貸研究自1966年以來的50

多年期間，3個月殖利率與十年期殖利率差出現倒掛後標普500的平均報酬表現，如表一所列；發現在一年內股市表現仍佳，觀察美股在今年以來表現仍然強勁；但據歷史經驗，一年後開始出現大幅反轉機率升高，值得投資人注意。

## 全球經濟成長已露疲態 不容樂觀

其實，認為全球經濟將衰退的聲音早在去（2018）年下半年起即甚囂塵上，不絕於耳。世銀（World Bank）在1月初的報告指出，鑑於國際貿易與製造業活動減緩，貿易局勢仍持續緊張，部分大型新興市場國家已明顯感受到金融壓力，宣布今年全球經濟預估成長率下修至2.9%，較前次預測值減少0.1個百分點，且低於去年的3%，為連續第二年成長趨緩。

IMF於4月9日發表「世界經濟展望（WEO）」半年度報告預測，今年全球經濟將成長3.3%，比去年10月的預估大幅下修0.4個百分點；預估2020年為3.6%，也下修0.1個百分點。而最近的經濟領先指標亦顯示，經濟的確有下行疑慮。

首先，製造業採購經理人指數（Purchasing Managers' Index；PMI）是衡量景氣動能一項非常重要的指標；PMI值介於0%~100%之間，若高於50%表示製造業景氣正處於擴張期；反之，若低於50%則表示處於緊縮期。包括美、歐、日、中等主要經濟體的PMI自去年下半年起就出現下降趨勢，

表一 美殖利率曲線出現倒掛後的股市表現

期 間	3 個月內	6 個月內	12 個月內	16 個月內
報酬表現	<b>3.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>0%</b>	<b>-8.0%</b>

資料來源：根據 Bloomberg 整理

IHS Markit甫於3月22日公布歐美3月PMI與綜合PMI初值全數走弱；其中，歐元區3月綜合PMI報51.3，僅較2月51.9下滑，也低於市場預期51.8，顯示歐元區經濟今年第一季仍處於低成長，半條腿已邁入經濟衰退。

而美國PMI亦由2月的53下滑至3月的52.5，創21個月最低；服務業PMI從56滑落至54.8，雙雙低於市場預期。指標變化分別凸顯英國脫歐與中美貿易紛爭的衝擊已經顯現。

中國PMI分為兩個版本，一個是由官方發布，另一個則是財新發布。分別代表較大型的企業以及民間企業的狀況。此指數自去年12月雙雙掉入50的榮枯線（臨界值），今年2月

所公布的指標分別為49.2及49.9，顯示景氣仍陷入遲緩中。

其次，因當前主要經濟體間的貿易情勢緊張，導致全球貿易成長動能減弱；如世界貿易組織（WTO）所編製的全球貿易展望指標，自去年2月102.3逐月下降至今年2月96.3；3月底更大幅調降全球貿易成長預測，從去年底3.7%下修到2.6%，並指出明年一樣不看好。

另外，世界銀行預測今年全球貿易成長率將由去年的3.8%降至3.6%、IMF則預測4.0%，暫時維持不變、而聯合國（UN）則由3.8%降至3.7%（如表二所示）；一旦貿易引擎熄火，全球經濟成長不降也難。

## 臺灣出口貿易亮紅燈 經濟恐面臨保2戰

臺灣是一個開放的小型經濟體，對外貿易一向是經濟的主要成長引擎；尤其美中均是臺灣重要的產業分工夥伴。而中國不僅為我第一大出口市場（占整體出口4成）、第一大進口來源，亦為我主要對外投資地區之一，兩岸經貿關係極為密切。

主計處估計，中國GDP下降1%，其他情況不變下，臺灣將下降0.29%。足見，全球經貿活動預期放緩，美中經濟下行，臺灣難以置之度外。財政部公布3月出口統計為286.8億美元，年增率為-4.4%，已是去年11月以來，連續第5個月負成長。

另國發會發布2月景氣對策信號綜合分數為17分，較上月減少3分，燈號續呈黃藍燈；9項構成項目中，機械及電機設備進口值由黃紅燈轉呈綠燈、批發、零售及餐飲業營業額由綠燈轉呈藍燈；其餘7項燈號不變。除此，景氣領先、同時指標仍持續下跌，顯示景氣走緩。

根據WTO公布的全球商品統計，去年臺灣出口總值達3,359億美元，占全球出口

總值1.7%，世界排名第18，與香港、新加坡、南韓三地相比，臺灣在亞洲四小龍中仍位居「倒數第一」。(註1)加上台灣經濟研究院於1月25日即調降今年的經濟成長率預測值為2.12%；而主計總處及央行亦先後將今年經濟成長率下修為2.27%及2.13%；其他如巴克萊銀行及高盛銀行的預測也相當接近(如表三所列)，足見臺灣經濟面臨的困境加深。

有鑑於此，建議政府宜及早做好因應措施，擴大刺激消費與投資內需動能，以降低經濟下行衝擊。產業則宜設法降低成本，一方面廣積糧草，保留較多現金；另一方面也要尋求利基，為即將到來的苦日子做好準備。⚠

【附註】

1. 張語矜(2019)，我去年出口總值全球第18 南韓擠進第6，2019/4/5，聯合報。

表二 全球貿易成長率變化

預測機構	公布日期	2017	2018	2019 (f)
世界銀行 (World Bank)	2019 / 3 / 9	5.4	3.8	3.6
國際貨幣基金會 (IMF)	2019 / 1 / 21	5.3	4.0	4.0
聯合國 (UN)	2019 / 1 / 21	5.3	3.8	3.7

※2019年為預測值

資料來源：央行

表三 主要機構對臺灣今年經濟成長最新預測

預測機構 (日期)	台經院 (1/25)	主計總處 (2/13)	央行 (3/21)	巴克萊銀行 (3/8)	高盛銀行 (3/11)
經濟成長 (%)	2.12	2.27	2.13	2.10	2.20