

## 六、美國公債殖利率曲線平坦化之經濟意涵

美國公債殖利率曲線之走勢變動向來被視為觀察該國景氣循環的重要指標之一，如自 1955 年以來，美國曾發生 9 次經濟衰退，公債殖利率曲線皆在衰退前 2 年內轉為負斜率。惟近期 Fed 研究多認為，受到人口老化及本次金融危機後主要央行實施量化寬鬆(QE)等結構性因素的影響，未來即使該曲線出現負斜率，不必然代表之後經濟將衰退。

近年美國短期公債殖利率，因 Fed 持續升息與短期公債供給量大增而顯著上揚。而美國長期公債殖利率則因市場預期該國經濟動能減緩、潛在經濟成長率走低、美國銀行業被要求增持安全性資產、國外資金湧入投資收益較高的美國金融商品、及美中貿易衝突等國際政經不確定性因素，導致其升幅明顯低於短期公債，使美國公債殖利率曲線漸趨平坦化，引發各界擔憂美國景氣是否將步入衰退。

以下本文謹先簡介美國公債殖利率曲線，並整理歷史上其出現負斜率之情形，與 Fed 近三任主席及該機構研究報告對其是否能預示經濟衰退的看法，最後探討造成本(2018)年美國公債殖利率曲線平坦化之主因，及其對未來美國經濟之意涵，供外界參考。

### (一)美國公債殖利率曲線之簡介

#### 1. 公債殖利率曲線之定義

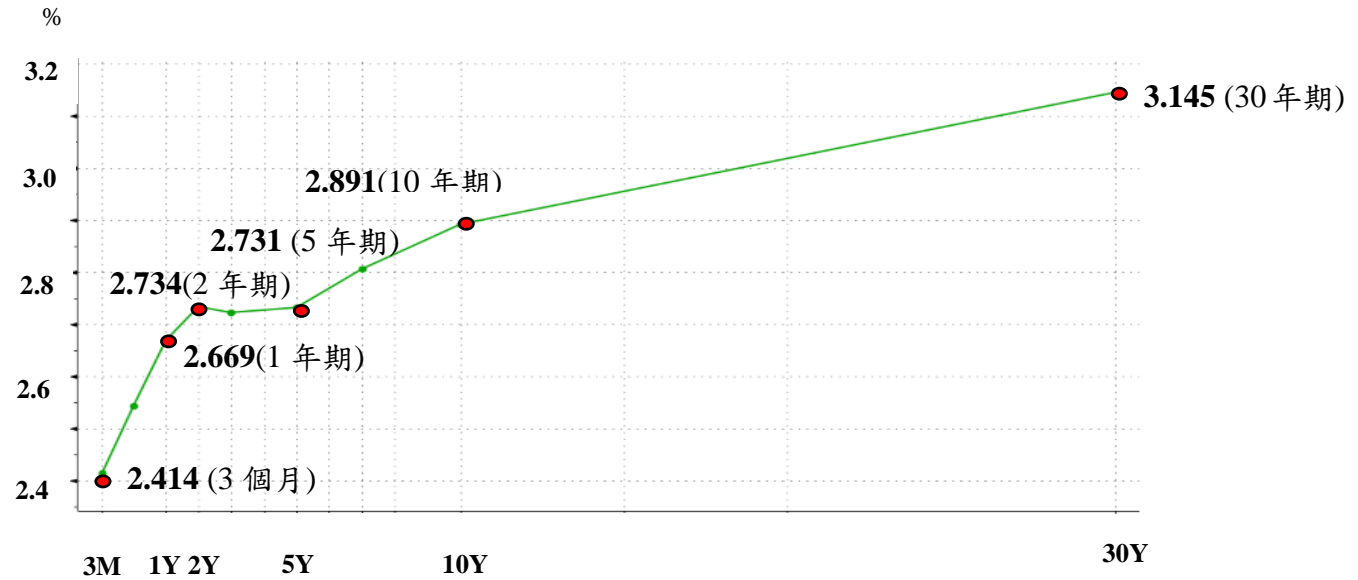
##### (1)債券殖利率

- 係指投資人從買入債券且持有至到期日為止的投資報酬率，又可稱為「到期殖利率」(yield to maturity, YTM)。
- 一般而言，長期債券殖利率等於當時短期利率及該債券存續期間內所有未來短期利率之平均值。

(2)殖利率曲線斜率的各種衡量方式

—以**美國公債**為例，以**橫軸**代表債券的**到期期限**、**縱軸**代表債券**殖利率**，將**各年期**美國政府債券(3個月與1、2、5、10及30年等期間)之**殖利率**所連接畫成的曲線，稱為殖利率曲線(圖1)。

圖1 美國公債殖利率曲線 (2018/12/14)



資料來源：Bloomberg

—殖利率曲線斜率衡量方式除 10 年期與 2 年期公債之名目利差外，尚有其他指標，整理如表 1。

表 1 衡量美國公債殖利率曲線斜率的主要方式

| 衡量工具                                  | 說明  | 目前數值(2018/12/14)                                |
|---------------------------------------|---|---|
| 10年期與2年期公債之名目利差                       | 10年期與2年期之公債名目殖利率之差距                                       | 2.891%-2.734%<br>=15.7個基點(上(2017)年底為52.2個基點)    |
| 10年期與2年期公債之預期利差 <sup>1</sup>          | 10年期與2年期之公債預期殖利率之差距。公債預期殖利率係指名目利率減去期限溢酬 <sup>2</sup> 之利率。 | 3.506%-3.145%<br>=36.1個基點(上年底為68.6個基點)          |
| 10年期公債與3個月國庫券之名目利差 <sup>3</sup>       | 10年期公債與3個月國庫券名目殖利率之差距                                     | 2.891% -2.414%<br>=47.7個基點(上年底為103.0個基點)        |
| 10年期公債預期殖利率與3個月國庫券之利差 <sup>4</sup>    | 10年期公債預期殖利率與3個月國庫券名目利率之差距。                                | 3.506% -2.414%<br>=109.2個基點(上年底為163.7個基點)       |
| 6季後遠期利率(3個月)與3個月國庫券之名目利差 <sup>5</sup> | 美國公債殖利率曲線所隱含的6季後3個月國庫券之遠期利率與3個月國庫券利率，兩者之差距。               | 2.801% (遠期)-2.414% (3個月)<br>=38.7基點(上年底為64.0基點) |

資料來源：Bloomberg

<sup>1</sup> Englander, Steve (2018), "FX positioning and The Fed Yield Curve," *Standard Chartered Global Research*, Jul. 23.

<sup>2</sup> 期限溢酬(term premium)係指，補償購買較長期債券的投資人所承擔較高風險之風險溢酬(risk premium)。

<sup>3</sup> Bauer, Michael D. and Thomas M. Mertens (2018), "Information in the Yield Curve about Future Recessions," *FRBSF Economic Letter*, Aug. 27.

<sup>4</sup> 同註 3。

<sup>5</sup> Engstrom, Eric and Steven Sharpe1 (2018), "The Near-Term Forward Yield Spread as a Leading Indicator: A Less Distorted Mirror," *Federal Reserve FEDS Notes*, Jul.

## 2. 影響美國公債殖利率曲線斜率變化之原因

- (1) **經濟週期**：當市場參與者對美國景氣循環之**預期出現變化**，其**資產配置會相應作出調整**，長短期利率因而變動。
- (2) **避險商品**：美國公債被投資人視為全球安全性資產之一，當**國際政經情勢出現動盪**，投資人**增購美國中長期公債**，**壓低美國中長期公債殖利率**(價格上漲)。
- (3) **債券供需**：美國政府因債務增加(減少)，而擴大(降低)**較長期公債發行量**，在**需求不變**的情形下，**較長期公債殖利率易上揚**(下滑)。

## 3. 美國公債殖利率曲線的型態及意涵

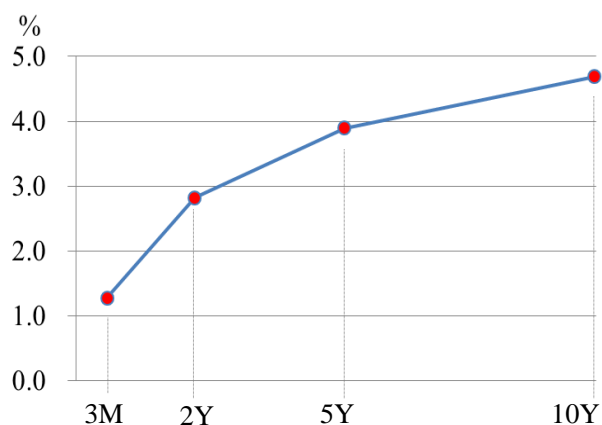
以 2008 年美國次貸風暴前之最近一次的經濟循環及當時 Fed 升息循環為例，美國公債殖利率曲線在**經濟成長階段維持正斜率**(如 2004 年 6 月)，在**經濟成熟階段逐漸平坦**(如 2006 年 6 月)，當**即將邁入經濟衰退階段則轉為負斜率**，亦稱為**反轉**(如 2006 年 11 月)(圖 2)。

圖 2 美國公債殖利率曲線之三種型態

正斜率：經濟成長階段

(2004 年 6 月)

GDP 成長率 2.3%、政策利率 1%

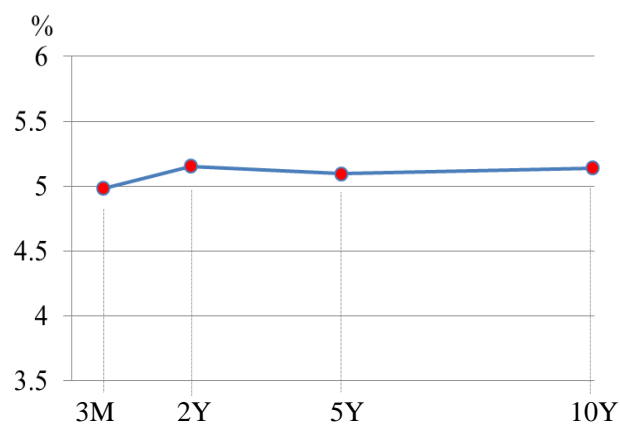


資料來源：Bloomberg

平坦：經濟成熟階段

(2006 年 6 月)

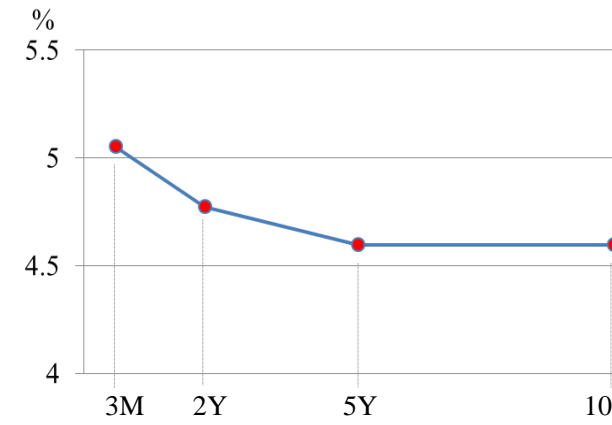
GDP 成長率 1.2%、政策利率 5.25%



負斜率：經濟衰退階段

(2006 年 11 月)

GDP 成長率 0.4%、政策利率 5.25%



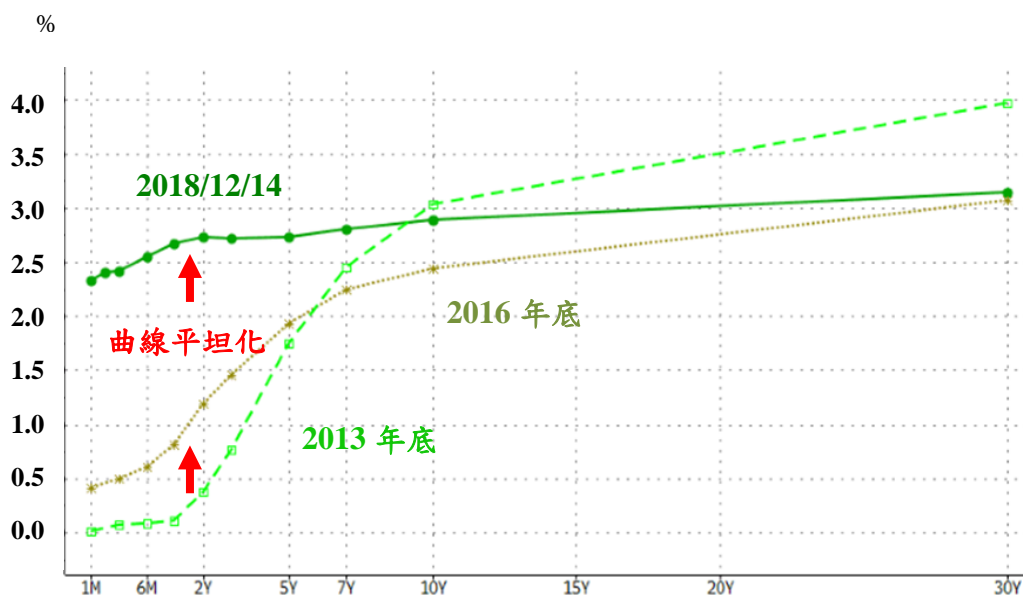
(二)本年以來美國短期利率升幅大於長期利率，致殖利率曲線持續平坦化，部分人士預測將出現負斜率

1. 觀察美國公債殖利率曲線自 2013 年底迄今變化，因短期利率大幅上揚，同期間長期利率略微下降，致公債殖利率曲線趨向平坦化，本年該曲線斜率進一步下降，且近日 3、5 年期公債殖利率已低於 2 年期(圖 3)。

(1)自 2013 年底至 2016 年底止，Fed 共升息 2 碼(即 50 個基點)，同期間美國 2 年期公債殖利率上升 81 個基點至 1.190%，反觀 10 年期殖利率下降 58 個基點至 2.445%，使得殖利率曲線變平坦(表 2 第 2 欄：利差縮小 139(=81-(-58))個基點)(表 2)。

(2)自 2016 年底迄今，Fed 共升息 6 碼(即 150 個基點)，同期間美國 2 年期與 10 年期公債殖利率分別升至 2.734% 與 2.891%；以致殖利率曲線更加平坦(表 2 第 3 欄：利差再縮小 110(=154-45)個基點)(表 2)。

圖 3 美國公債殖利率曲線變動



資料來源：Bloomberg

表 2 美國政策利率與 2、10 年期公債殖利率變化

單位：%

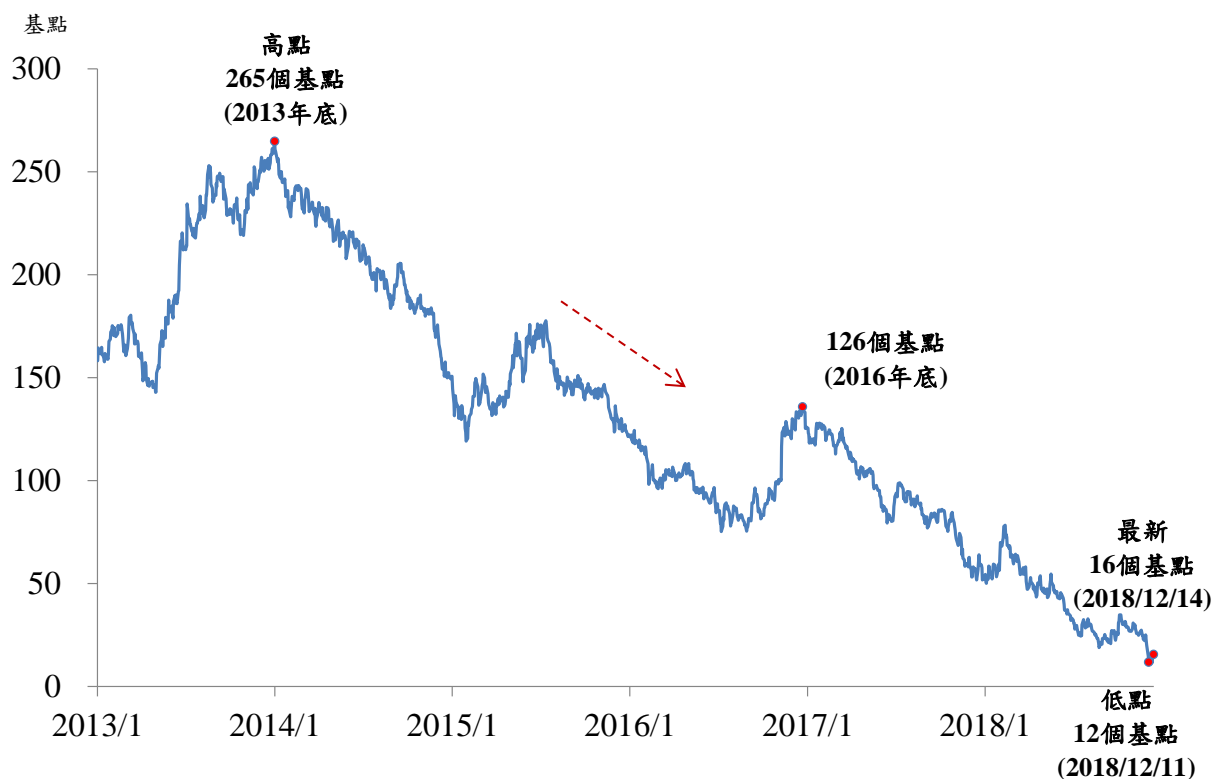
| 時點<br>利率      | 2013 年底 | 2016 年底    | 2018 年<br>12 月 14 日 |
|---------------|---------|------------|---------------------|
| 政策利率          | 0.125   | 0.625      | 2.125               |
| 區間中值          |         | (↑50 個基點)* | (↑150 個基點)          |
| 2 年期          | 0.380   | 1.190      | 2.734               |
|               |         | (↑81 個基點)  | (↑154 個基點)          |
| 10 年期         | 3.028   | 2.445      | 2.891               |
|               |         | (↓58 個基點)  | (↑45 個基點)           |
| 2 年期與 10 年期利差 | 265 個基點 | 126 個基點    | 16 個基點              |
|               |         | (↓139 個基點) | (↓110 個基點)          |

\*：括號內數據為當期與前期之差異。

(3)自 2013 年底以來，美國 10 年期與 2 年期公債利差**持續收斂**，由 2013 年底的 **265 個基點** 縮小至 2016 年底的 **126 個基點**，本年 12 月 11 日再收窄至 **12 個基點**，**創 2007 年以來最低水準**，目前(2018/12/14)為 16 個基點(圖 4)。

2. 由於美國 10 年期與 2 年期公債利差**不斷縮小**，部分人士<sup>6</sup>**預期美國公債殖利率曲線將再次出現負斜率**，並將其視為美國經濟恐陷入衰退之警訊，故呼籲 Fed 應**放慢升息步調**，甚至暫緩升息。

圖 4 美國 10 年期與 2 年期公債利差



資料來源：Bloomberg

<sup>6</sup> Atlanta 聯邦準備銀行總裁 Raphael Bostic、Dallas 聯邦準備銀行總裁 Robert Kaplan、St. Louis 聯邦準備銀行總裁 James Bullard 與 Minneapolis 聯邦準備銀行總裁 Neel Kashkari 等皆持類似看法。

### (三)過去美國經濟步入衰退前，美國公債殖利率曲線皆曾發生負斜率，反映投資者預期景氣將達高峰

1. 1980 年代以來，美國發生過 5 次景氣衰退<sup>7</sup>，美國公債殖利率曲線皆曾於事前出現負斜率(圖 5)，主要成因為：

(1) Fed 於景氣成熟階段，為避免通膨失控，採連續升息方式導致短期利率升幅大於長期利率升幅。

(2) 同時因市場參與者開始預期經濟榮景不易維持，逐步減碼股票等風險性資產、增持長期公債等固定收益產品，使得長期公債殖利率不易攀升。

圖 5 1980 年後美國公債殖利率曲線斜率與經濟衰退時期



<sup>7</sup> 按自 1955 年以來，美國公債殖利率曲線曾明顯出現過 10 次負斜率情形，其中 9 次在其轉為負斜率後的 2 年內美國經濟陷入衰退，僅有 1 次例外發生於 1960 代中期，當時美國經濟僅放緩而未衰退(參見 Baue, Michael and Thomas Mertens (2018), "Economic Forecasts with the Yield Curve," *FRBSF Economic Letter*, Mar. 5)。

## 2. 近三任 Fed 主席與 Fed 研究報告持大致相同的看法，認為當前殖利率曲線平坦化不代表著美國經濟衰退即將來臨

(1) Fed 前任主席 Janet Yellen、Ben Bernanke 與 Fed 現任主席 Jerome Powell 皆曾表示，當前殖利率曲線平坦化之經濟與金融背景與過去不同，若短期內殖利率曲線出現負斜率，並不意味著美國景氣將會立即步入衰退(表 3)。

表 3 近三任 Fed 主席對於殖利率曲線平坦化之看法

| 發言人                                 | 日期      | 主要內容  |
|-------------------------------------|---------|---|
| Fed 前任主席 Janet Yellen <sup>8</sup>  | 2017/12 | — 由於期限溢酬已下降至接近零，此意味著殖利率曲線斜率將較歷史上更加平坦，故倘若 Fed 進一步升息時，將可看見負斜率的殖利率曲線。另殖利率曲線斜率變動係反映經濟週期的變化，而非殖利率曲線出現負斜率會造成經濟衰退。   |
| Fed 現任主席 Jerome Powell <sup>9</sup> | 2018/3  | — 以往美國公債殖利率曲線發生負斜率主要是當時通膨明顯攀升，使 Fed 必須加快升息，導致短期利率高於長期利率，由於融資成本大幅上揚使得經濟活動減少，因此景氣易出現衰退。<br>— 目前美國通膨無加速現象、且經濟動能佳，短期內景氣衰退機率不高，惟可留意公債殖利率曲線(特別是較長期公債殖利率)變化所反映的市場預期。 |
|                                     | 2018/9  | — 未來一兩年經濟衰退的風險並不高，因為殖利率曲線(平坦化)只是參考指標之一；而觀察殖利率曲線的目的在於，衡量貨幣政策是否過於緊縮。  |
| Fed 前任主席 Ben Bernanke <sup>10</sup> | 2018/7  | — 歷史上，殖利率曲線出現負斜率是經濟衰退的良好預警指標，惟當前嚴格的金融監理制度(要求銀行增持中長期美國公債等安全性資產)，與其他主要央行實施 QE 政策等因素已使得負斜率殖利率曲線預示經濟衰退的效果大減。另現階段美國經濟仍強健，景氣沒有立即的衰退風險。                              |

<sup>8</sup> Burns, Dan (2017), "Flat U.S. Yield Curve Not Signaling Recession Risk: Yellen," *Reuters*, Dec. 14.

<sup>9</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System (2018), "Transcript of Chairman Powell's Press Conference," Mar. 21; The Bond Buyer (2018), "Powell Doesn't See High Recession Risk Though Eyeing Yield Curve," Sep. 28.

<sup>10</sup> Tett, Gillian and Joe Rennison (2018), "Bernanke Warns Against Reading Wrong Yield Curve Signal," *Financial Times*, Jul. 18.



(2)近期 Fed 研究報告亦指出(表4)，美國公債殖利率曲線**平坦化並非意味其將立即轉為負斜率**，且**10年期與2年期公債利差並非最佳的經濟衰退預測指標**；其他較佳的預測指標多指出，**短期內美國經濟衰退機率不高**<sup>11</sup>；另人口老化與 Fed 實施 QE 等**結構性因素**，**降低殖利率曲線斜率預測景氣衰退之能力**，故 Fed 建議宜綜觀多項指標以有效研判經濟走勢。

表4 近期有關殖利率曲線議題之 Fed 研究報告

| 論點  | 主要內容  |
|---|---|
| 殖利率曲線平坦化，不代表其即將反轉，惟一旦發生，須留意經濟下行的可能風險 <sup>12</sup>            | <ul style="list-style-type: none"> <li>— 根據歷史資料，專業預測者難以準確預測殖利率曲線是否會反轉。</li> <li>— 殖利率曲線平坦化不意味經濟衰退即將來臨，殖利率曲線反轉才是經濟衰退的示警訊號，另造成目前殖利率曲線平坦化現象的原因，恐與以往情況不盡相同。</li> </ul>  |
| 10年期與2年期公債利差並非最佳的經濟衰退預測指標；較佳的預測指標多指出，近期經濟衰退機率不高 <sup>13</sup> | <ul style="list-style-type: none"> <li>— 10年期公債與3個月國庫券利差較其他衡量殖利率曲線斜率方式更佳，目前該利差(約50bp)與負值仍存在一段距離；另曲線反轉與經濟衰退不存在因果關係。該預測模型顯示，近期美國經濟衰退機率不高。</li> <li>— 6季後3個月遠期利率與3個月國庫券皆為短期利率，較不受期限溢酬因素干擾，故兩者利差亦較10年期與2年期公債利差更適宜做為經濟衰退之預測指標；目前其未出現反轉跡象。</li> <li>— 殖利率曲線斜率的變化反映期限溢酬(隱含對風險的趨避程度)與預期利率(隱含對經濟成長的預期)之總合變動。早期殖利率曲線斜率變動多來自預期利率的上升或下降，且當時期限溢酬為正值，故有不錯的預警功能。惟近年其平坦化主要是受到零利率底限及QE政策影響，造成期限溢酬大幅下降甚至轉為負值，因此殖利率曲線反轉對景氣衰退的示警效果恐不若以往。</li> </ul> |

<sup>11</sup> 近期 Cleveland Fed 及 New York Fed 之模型估計，未來1年美國發生經濟衰退之機率分別約 20.3% 及 15.8%(參見 Federal Reserve Bank of Cleveland (2018), “Yield Curve and Predicted GDP Growth, November 2018,” Nov. 29; Federal Reserve Bank of New York (2018), “Probability of U.S. Recession Charts,” Dec.6)。

<sup>12</sup> Lunsford, Kurt G. (2018), “Can Yield Curve Inversions Be Predicted?,” *Economic Commentary*, Cleveland Fed Economic, Jul. 16; Johansson, Peter and Andrew Meldrum (2018), “Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve,” *Federal Reserve, FEDS Notes*, Mar. 1; Baue, Michael and Thomas Mertens (2018), “Economic Forecasts with the Yield Curve,” *FRBSF Economic Letter*, Mar. 5.

<sup>13</sup> Engstrom, Eric and Steven Sharpe (2018), “The Near-Term Forward Yield Spread as a Leading Indicator: A Less Distorted Mirror,” *Federal Reserve, FEDS Notes*, Jul. ; Michael D. Bauer and Thomas M. Mertens (2018), “Information in the Yield Curve about Future Recessions,” *FRBSF Economic Letter*, Aug. 27; Johansson, Peter, and Andrew Meldrum (2018), “Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve,” *Federal Reserve, FEDS Notes*, Mar. 1; Benzoni, Luca, Olena Chyruk, and David Kelley (2018), “Why Does the Yield-Curve Slope Predict Recessions?” *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper*, Sep. 28.

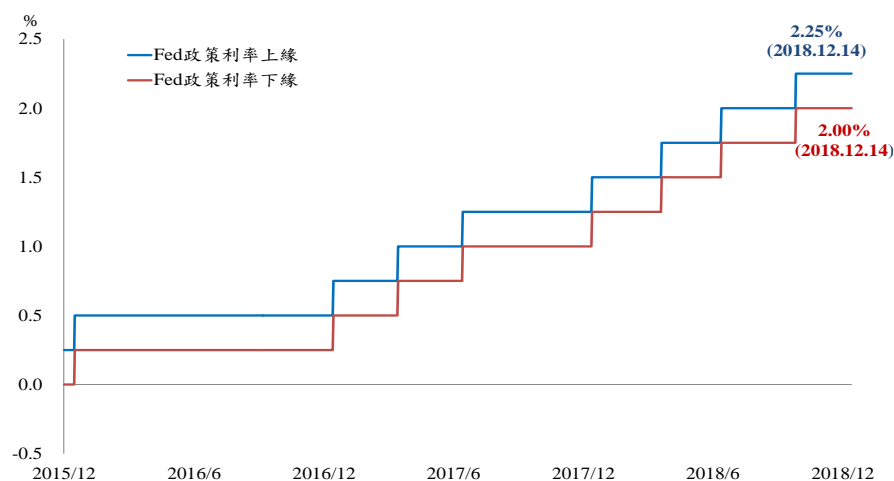
| 論點                                    | 主要內容   |
|---------------------------------------|--|
| 結構性因素降低殖利率曲線反轉預測經濟衰退的能力 <sup>14</sup> | <ul style="list-style-type: none"> <li>— 人口老化、QE 等結構性因素造成長期公債殖利率偏低，降低殖利率曲線反轉對經濟衰退之預測能力。</li> <li>— 預測景氣榮枯宜透過多重指標加以判定，而非僅倚賴少數指標，如殖利率曲線斜率<sup>15</sup>。</li> </ul> |

3. 當前美國公債殖利率曲線持續平坦化顯示，短期利率升幅大於長期利率升幅，主要反映下列因素：

(1) 影響短期利率明顯上揚的因素

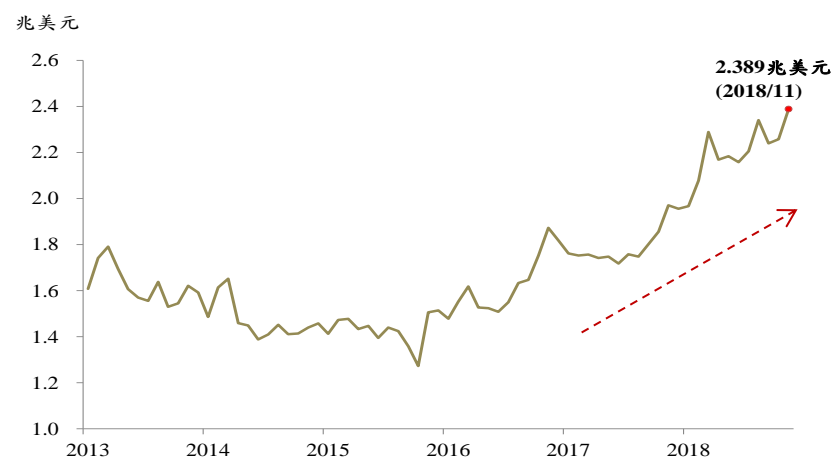
- Fed 持續調升政策利率，帶動美債短期利率走高(圖 6)：美國勞動市場處於充分就業，且通膨接近 2% 目標值，致 Fed 近兩年升息幅度高於 2015~2016 年，推升美國短期公債殖利率。
- 美國短期公債供給量大增，而需求未能同步成長(圖 7)：上(2017)年底美國國會通過 1.5 兆美元減稅方案，並於本年初通過 3,000 億美元擴大聯邦政府支出措施，美國財政部因而增發國庫券以支應政府赤字，短期利率面臨上揚壓力。

圖 6 Fed 政策利率



資料來源：Bloomberg

圖 7 美國國庫券(短期公債)流通在外金額



資料來源：Bloomberg

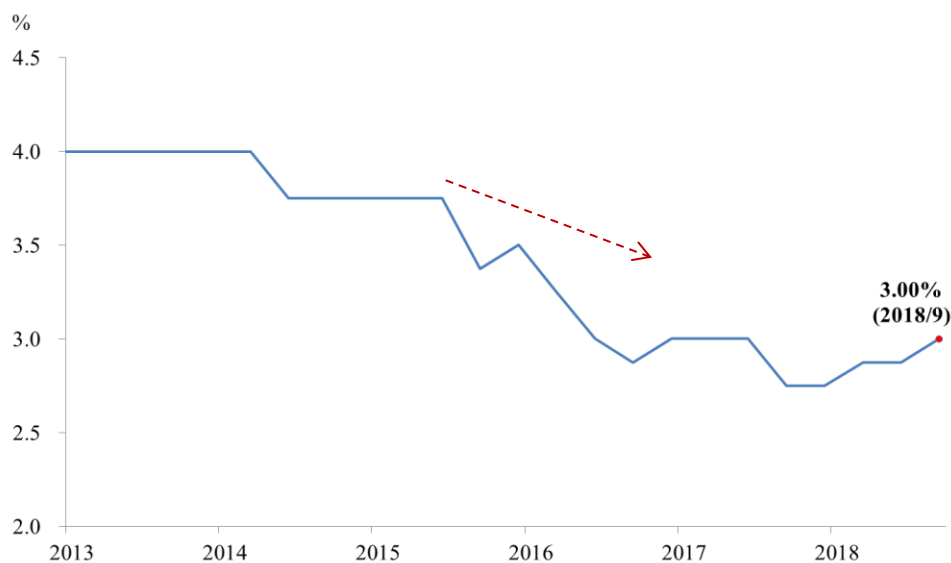
<sup>14</sup> Christensen, Jens H.E. (2018), "The Slope of the Yield Curve and the Near-Term Outlook," *FRBSF Economic Letter*, Oct. 15; Kliesen, Kevin (2018), "Recession Signals: The Yield Curve vs. Unemployment Rate Troughs," *St. Louis Fed Economic Economic Synopses*, Jun. 1.

<sup>15</sup> Kliesen, Kevin (2018), "Recession Signals: The Yield Curve vs. Unemployment Rate Troughs," *St. Louis Fed Economic Economic Synopses*, Jun. 1.

## (2) 影響長期利率升幅較小的因素

- **川普政府的財政刺激效果似將遞減，美國短期經濟動能恐會放緩：**隨著前述擴張性財政政策的振興經濟效果逐漸消退，且受到美中貿易衝突影響，IMF 與 OECD 皆預測美國 GDP 成長率已於本年達到高點，明(2019)年起將開始下滑，使得美債長期利率承壓。
- **美國潛在經濟成長率呈現下跌趨勢：**美國正面臨人口老化、勞動參與率不易回升及勞動生產力下降等結構性問題，致其潛在經濟成長率下跌<sup>16</sup>，**Fed 因而持續下調中長期利率預測值**(目前預測值為 3.00%)(圖 8)，**使長期利率不易上揚。**
- **美國銀行業須增持安全性資產，以符合新監理規範：**2008 年美國次貸風暴後，美國金融監理法規趨嚴，當地銀行業被要求提高安全性資產比重，因而增加對美國中、長期公債需求。

圖 8 美國 FOMC 成員歷年對中長期政策利率預測值(中位數)

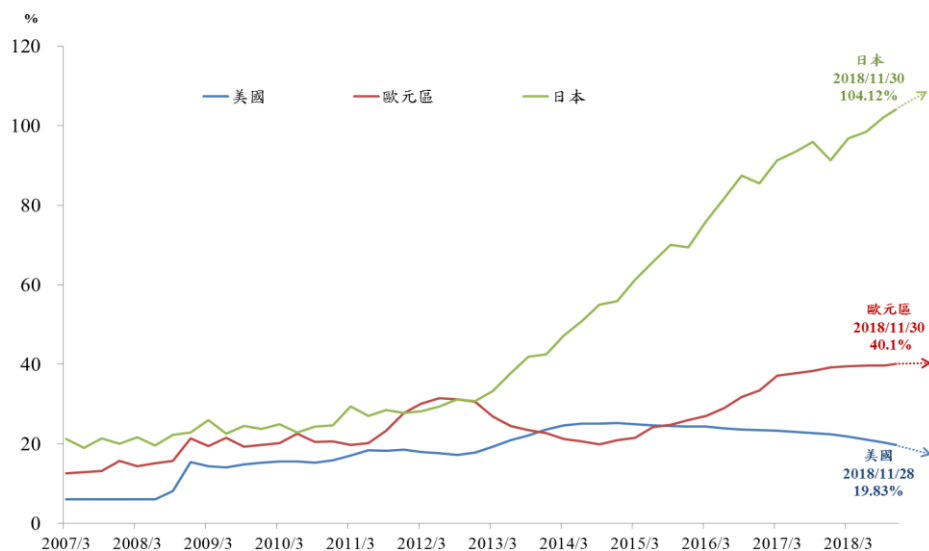


資料來源：Bloomberg

<sup>16</sup> 根據美國國會預算辦公室(Congress Budget Office, CBO)預估，美國實質 GDP 年增率由 2018 年的 3.0%，降至 2023 年的 1.6%及 2028 年的 1.8%(參見 CBO (2018), “An Update to the Economic Outlook: 2018 to 2028,” Aug. 13)。

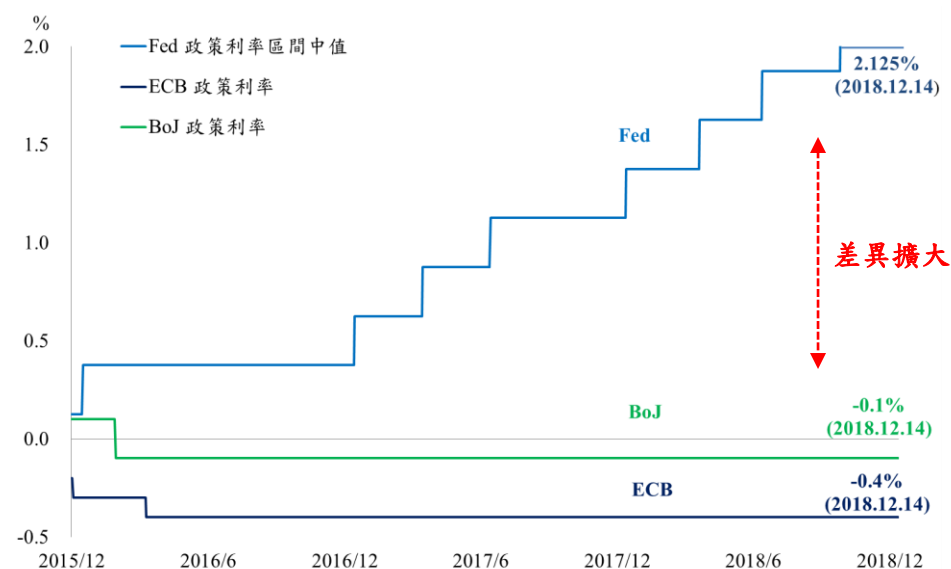
- **歐日央行貨幣政策立場相對 Fed 寬鬆，吸引國外資金流向收益率較高的美國金融商品**：雖然 ECB 已決定於本年底結束資產購買計畫，惟 BoJ 仍持續執行 QQE 政策(圖 9)，且目前歐元區與日本政策利率仍為**負值**(圖 10)，致歐、日兩地資金流向美國**尋求較高收益金融產品(searching for yield)**，進而壓低美國中長期公債殖利率。
- **美中貿易衝突等國際政經不確定性，促使投資人增持美債等安全性資產**：本年美國貿易保護主義升溫、英國脫歐協議過程波折不斷、義大利疑歐派政黨組閣且欲擴大財政赤字、部分新興市場出現金融動盪等國際政經事件，皆造成投資人風險意識提高，轉而增持安全性資產如美國中長期公債，抑制美國中長期公債殖利率攀升力道。

圖 9 三大央行資產負債表相對 GDP 比率\*



\*：虛線表示預估值；美國、歐元區、日本 GDP 更新至 2018Q3  
資料來源：Bloomberg

圖 10 三大央行政策利率



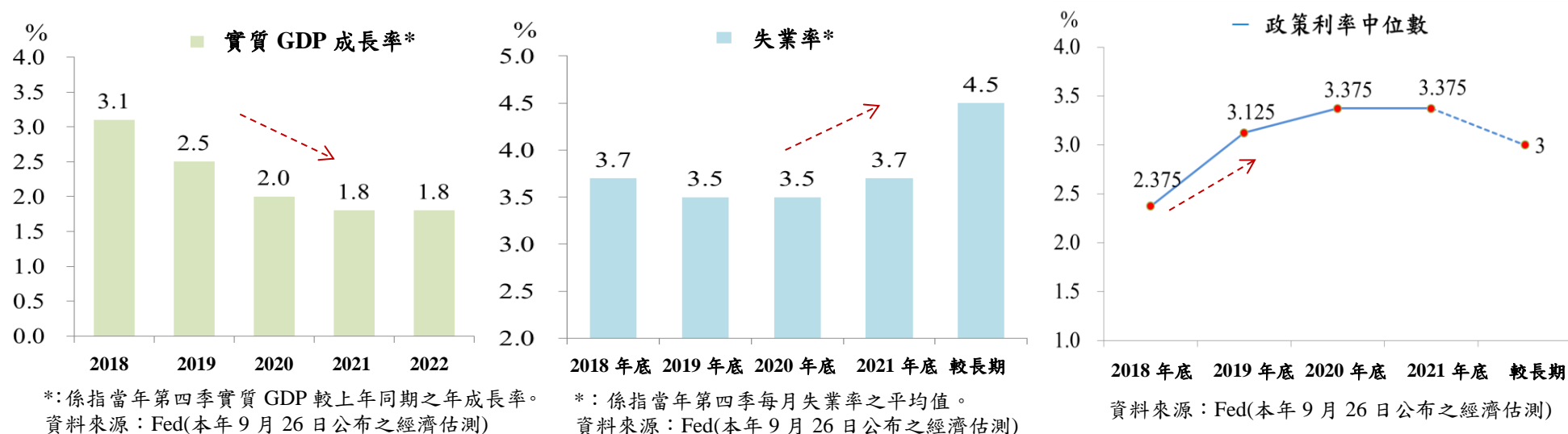
資料來源：Bloomberg

#### (四)未來若美國公債殖利率曲線出現負斜率，且持續時間過長，恐增加美國景氣衰退風險，亦不利金融穩定

##### 1. 美國景氣衰退之疑慮

- (1)根據本年9月Fed經濟估測，2018~2021年美國**實質GDP成長率將逐步走低**，且**失業率再降空間有限**；惟為避免經濟過熱，Fed仍將**緩步調高政策利率**(2020年底Fed預測中位數為3.375%，2021年維持不變，目前為2.125%，圖11)。
- (2)在**長期利率不易上揚且Fed持續升息(短期利率將隨之走高)**的情況下，美國公債殖利率曲線**進一步平坦化的機率將攀升**，甚至出現負斜率，如**殖利率曲線維持負斜率期間過長**，恐**增加美國景氣衰退的風險**。
- (3)美國杜克大學公布全球財務長經濟展望訪查結果(Duke University/CFO Global Business Outlook survey)<sup>17</sup>顯示，**逾80%**受訪者認為，美國經濟將於**2020年底**陷入衰退。另華爾街日報調查結果<sup>18</sup>，亦有**逾50%**受訪者預期前述相同情境。

圖 11 Fed 對美國經濟成長率、失業率與政策利率之最新預測值(2018年9月經濟估測)



<sup>17</sup> Nunn, Sharon (2018), "Many U.S. Financial Officers Think a Recession Will Hit Next Year," *The Wall Street Journal*, Dec.12.

<sup>18</sup> Torry, Harriet (2018), "Economists See U.S.-China Trade War as Biggest Threat in 2019," *The Wall Street Journal*, Dec.13.

## 2. 金融市場動盪之隱憂

- (1) 若愈多市場參與者預期美國景氣將達高峰，因而降低風險性資產持有比重，轉向投資安全性資產如美國中、長期公債，勢必使其殖利率面臨下跌壓力，並增加金融資產重估價風險，恐加劇金融市場波動度。
- (2) Fed 發布的調查結果與研究報告<sup>19</sup>指出，如殖利率曲線出現負斜率，銀行將考慮緊縮放款條件，且小型銀行相對大型銀行易蒙受損失，兩者皆不利信貸市場正常運作。

### (五) 結論

近期 10 年期與 2 年期公債利差創下 2007 年以來新低，引發各界擔憂美國景氣是否會隨著其公債殖利率曲線平坦化而步入衰退。惟近三任 Fed 主席與 Fed 研究報告多認為，美國公債殖利率曲線趨平不必然就會反轉，即使反轉也不意味美國經濟將衰退，且其他較佳的殖利率曲線斜率衡量方式多顯示，短期內該國經濟衰退機率不高。此外，Fed 強調造成當前美國公債殖利率曲線平坦化的原因，恐與以往情況不盡相同，如人口老化與 Fed 實施 QE 等結構性因素已使得該曲線斜率預測景氣衰退之能力降低，故往後宜綜合考量多項指標，以有效研判美國經濟走勢。

目前多家研究機構表示，隨著美國擴張性財政政策的振興經濟效果逐漸消退，且受到美中貿易衝突影響，美國 GDP 成長率或將於本年達到高點後放緩。依 Fed 經濟估測，2020 年恐為美國景氣高峰，故長期利率升幅將有限，屆時殖利率曲線可能更加平坦，甚至出現負斜率，如持續時間過長，將增加美國景氣衰退風險，且不利金融穩定，仍須密切留意。

---

<sup>19</sup> Kurtzman, Robert, Jared Berry(2018), “Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices,” *Federal Reserve*, Nov. 13; Kapinos, Pavel, Alex Musatov(2018), “Smaller Banks Less Able to Withstand Flattening Yield Curve,” *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Letter*, Jun.