

## 迷宮重重

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪  
東亞聯豐投資團隊



## 迷宮重重

上季預期美國經濟問題源於Omicron爆發後，本來初見改善的結構性就業及通脹再次惡化，疫情面前美聯儲處於被動，勉強加息可能弄巧成拙，按部就班料較可取。成熟國家的央行將跟隨美國收緊流動性，但因自身經濟問題未能行動一致，增添非美債市波動。新興市場風險較高，疫情仍未受控下勉強加息只會東施效顰。整體債市中以國債及高評級類別受影響較大，亞洲央行並沒有加息的迫切性，料走勢較平穩。過去的預測大致與今天的結果相若，意料之外是爆發俄烏戰事及美聯儲大幅修訂利率取態與經濟預測。

到了第二季，美聯儲言行繼續成為全球焦點，市場口沫橫飛，各央行馬首是瞻，但在地緣緊張及高通脹的環境下，預期美聯儲任何決定都是如履薄冰，進退失據。整體債市陰霾不散，不論衍生工具、基金/ETF及實體債市都顯示出投資者悲觀情緒，反映央行政策走勢重於泰山，債券的避險功能只屬次要。全球逐步收緊流動性已是不爭事實，其他央行將亦步亦趨，不利當地債市。俄烏問題只集中在兩國債市，未見蔓延至其他新興債市。亞太債市將成市場新貴，利率變化及制裁影響較其他地區溫和，在過去加息週期中亦屬於「性價比」較高的地區選擇，值得投資者留意。

本季的標題是《迷宮重重》，意謂債市彷彿跌入重重迷宮，只能在眼前的選擇中尋找未知的出口，奔波在窄巷之間可能只換來死胡同的結果，如何材高知深可能只是瞎子摸象，難窺全局。劃地為牢亦非選擇，最後唯有見步行步，隨機應變。

美國平衡通脹率（1年期）及美元零息通脹掉期利率（1年期）



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

### 美聯儲：見人之所未見？

#### 謠言止於智者

自美聯儲1月對通脹態度180度轉變及3月對加息的鷹派言論後，債市參與者便在加息與通脹話題上不斷發酵，把加息次數及幅度預測無限上綱，一方面吸引市場目光，驚嚇中暗地部署，另一方面脅迫美聯儲，透過輿論壓力左右委員會決定。部份言論更消極地建議早日把衰退或滯脹預言自我實現，除了可剷除多年來量化寬鬆積累的弊端，亦可把投資市場及經濟重新洗牌。無從得知語不驚人誓不休背後有多少利益考量或權鬥，但花掉真金白銀時卻相當誠實。

美國平衡通脹率是名義國債曲線中找出指定到期日，與通脹掛鈎債券曲線中最接近年期的收益率息差，亦相等於資本市場在指定年期中隱含的通脹率。通脹掉期是透過當中的固定及浮息利率互換，以反映合約雙方對未來通脹的共識，相等於衍生工具市場在指定年期中隱含的通脹率。

兩項指標去年11月由高位一度出現下跌，反映兩大市場參與者都曾經相信未來通脹並非預期般兇猛。但今年1月起兩項指標再次急升。雖然3月底由高位近6%回落至5.3至5.6%之間，但已與美聯儲通脹預測相若。

就算市場口沫橫飛，但解鈴還須繫鈴人，相信債市波動止於美聯儲如何收窄官方與市場分歧，及明確路線圖以減低市場的無限聯想。在打擊高通脹同時維持經濟增長的軟著陸目標，美聯儲彷彿在重重迷宮中尋找唯一出口。

## 債券

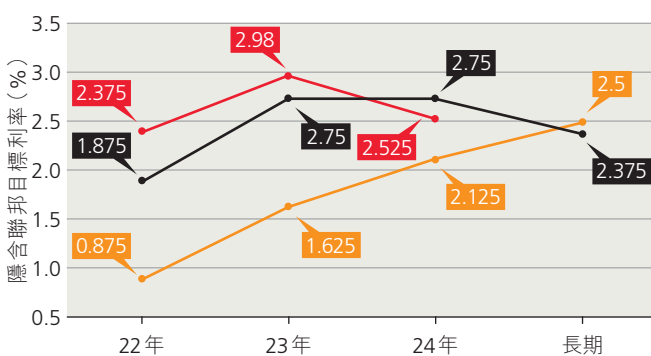
## 美聯儲：雕式緊縮政策

常言央行收緊貨幣政策為「鷹派」，比喻硬朗而堅定，暗喻老鷹來襲下各「小動物」速逃。但今天全球通脹猛於虎，美聯儲為首的央行正迅速且大幅度收緊流動性，來勢洶洶並非等閒之輩，而是體型更大更兇猛的金雕，古有「金雕擒羊」奇觀，相信今天「山羊、鹿、狐狸、狼」都須速速逃跑。

3月17日美聯儲主席鮑威爾宣布加息25點子，是2018年後正式啟動新一輪加息週期，幅度是預期之內。但議息聲明及點陣圖，尤其比對去年12月出現大幅修訂，才是影響債市的焦點。

首先，點陣圖顯示聯邦利率中位數是1.875%，比去年12月的0.875%明顯高出1%，是近代罕見在3個月內大幅修正早前預測，反映第一季經濟急遽變化（通脹飆升）及極端風險（俄烏戰事）迫使各委員改變去年立場。點陣圖顯示年內共加息7次（去年12月是3或4次），即未來6次會議將共加息1.5%。鮑威爾表示，保留未來加息高過25點子的可能性，近日亦多次提出同樣觀點<sup>1</sup>。預期未來市場焦點不再是次數，而是幅度。亦藉此修正本行對利率的預測，焦點並非次數而是與美聯儲加息幅度同步。另外，5月加息50點子已是市場共識，如通脹仍未受控，每次50點子或更大幅度的加息將打破近代常規。

## 美聯儲點陣圖（去年12月及今年3月）



— 聯邦基金期貨 (2021年12月及2022年3月)  
 — 美聯儲委員投票中位數 (2022年3月)  
 — 美聯儲委員投票中位數 (2021年12月)

資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

其次，最新聯邦利率中位數(1.875%)與利率期貨預測(2.375%)差距比去年明顯收窄，過去被市場批評決策「慢半拍」到今天與市場相若，加上美聯儲預期高息延長至2024年，比利率期貨預期更進取。突顯美聯儲比市場更鷹派的立場及解決經濟問題的決心，亦紓緩官方與市場預測南轅北轍的陰霾。畢竟債市風險非源於加息，而是缺乏共識。

會後聲明的內容與1月時的關注點出現明顯差別<sup>2</sup>，表示由疫情轉移到能源價格帶動通脹的經濟風險將是延續及廣泛的。俄烏戰事未平息及相關制裁影響未完全浮現時，美聯儲將關注並作好準備。聲明亦清晰提到縮表路線圖，未來到期債券將不再續期，速度和規模都比上次更快、更大。3月會議紀錄中提及委員會有意5月便以按月950億(按年超過1.1萬億)縮表<sup>3</sup>，相比2015時每月縮表共500億增速近1倍。疫情前美聯儲資產負債表約4.3萬億(美元，下同)，截至3月31日約有8.9萬億，增加近4.6萬億，即目標4年內收回因疫情投放的流動性。市場預期5月美聯儲將在會議時宣布縮表與加息雙管齊下來控制通脹。暗示短期內流動性將大幅收緊，以往沐浴在游資的低評級及垃圾債券將深受打擊，投資者亦適宜為縮表對全球債市帶來中長期風險作好準備。

最後，美聯儲亦修正了經濟預測，除了失業率持平外(3.5%)，國內生產總值(GDP)增長由4%大幅下調至2.8%，核心個人消費支出平減指數(PCE)由2.7%大幅上調至4.1%，反映通脹率將大過經濟增長，未來實質購買力將會收縮。相信關鍵在於進一步放寬防疫措施後，美國經濟能否明顯反彈，尤其壓抑性需求會否如預期般爆發，吸收通脹帶來的影響。再者，本刊《宏觀策略》章節中已分析全球高通脹主要源於俄烏戰事及相關制裁，當中涉及多項人為因素及地緣關係並非財金政策範圍，美聯儲唯有隨機應變。

## 收益率曲線變化：拾級而上

在本刊《宏觀策略》章節中已分析加息期間收益率曲線趨向平坦實屬正常反應，而非完全與經濟表現有關。但「倒掛」配合加息週期同時出現時，往後出現衰退的機率偏高，最終結果往往取決於美聯儲能否適時配合經濟表現調整貨幣政策。

<sup>1</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/03/21/powell-says-inflation-is-much-too-high-and-the-fed-will-take-necessary-steps-to-address.html>

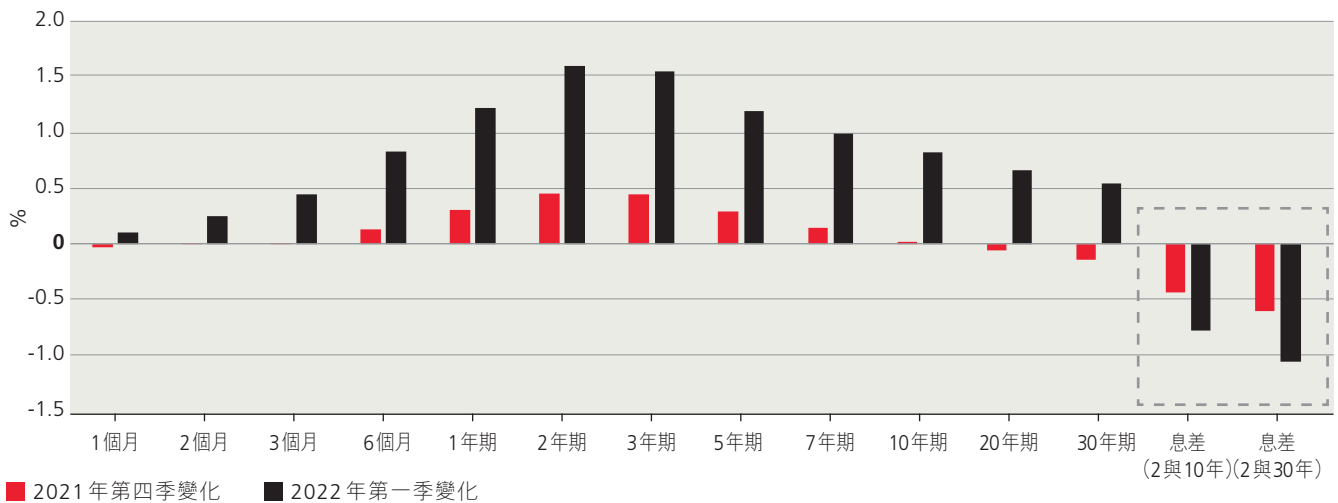
<sup>2</sup> 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20220316.pdf>

<sup>3</sup> 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20220316.pdf>

美國國債收益率曲線變化是資本市場透過利率去表達心裡對未來經濟最真誠的預測。比較去年第四季及今年第一季曲線變化，全線皆比去年上升，而且超長息比超短息升幅更大，反映曲線雖然趨向平坦，但整體還是比去年傾斜。暗示經濟仍未真正衰退，而且加息預期正全面但非平均地影響各年期表現，存續期風險集中在短息。

轉折點主要在對利率較敏感的2至3年期之間，真正「倒掛」只在20及30年期出現，未見明顯蔓延，暗示經濟增長放緩而非衰退的預測。話雖如此，但第一季的倒掛幅度明顯比去年上升，反映市場憂慮持續升溫，如美聯儲強力收緊流動性，期間宏觀環境有任何閃失，由國債波動引發的震盪將波及整個投資市場。

美國國債收益率曲線變化 (2021年第四季及2022年第一季)

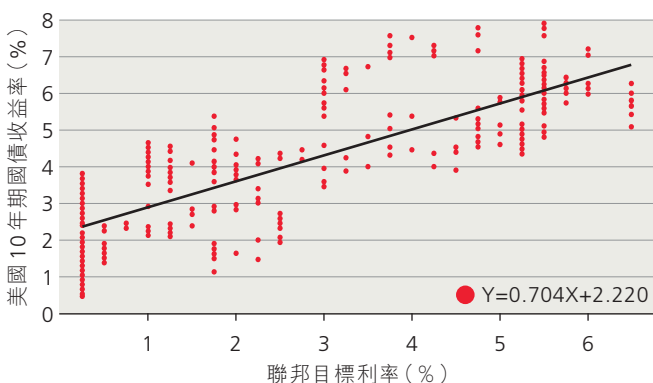


資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

市場普遍以10年期國債債息去反映該國的經濟狀況(曲線倒掛)及對整體債市(現價折現率)影響的指標。年初至今已由1.51升至2.52%水平，反映整體債市走勢積弱。根據美國10年期國債收益率與聯邦目標利率的線性迴歸分析，結果顯示如5月美聯儲加息25或50點子，10年期債息將升至2.75或2.92%。加上上述點陣圖分析，年內美聯儲將最少加息1.5%，即10年期債息升穿3%指日可待，投資者應及早作好準備。

投資世界裡常言「不要與美聯儲對著幹(Don't fight the Fed)」，任何投資決定須與美聯儲行動保持一致，暗喻不論美聯儲是否見人之所未見，大家的投資回報最終都是由美聯儲主宰。活在戰火紛飛、人心惶惶的今天，戲言謂「不要問、只要信」的投資策略可能比其他金科玉律來得更簡單直接。

美國10年期國債收益率與聯邦目標利率之迴歸分析



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

整體債市：不容樂觀

衍生工具早已警惕市場

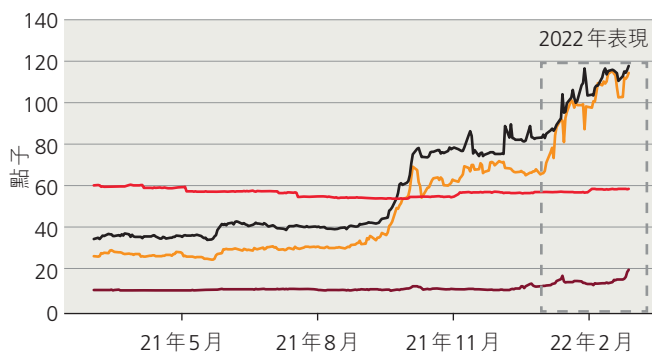
投資者對利率與通脹預期是影響債價的重要因素，經濟層面有不同方式或模型推算未來利率與通脹變化，資本市場亦有不同衍生工具以對沖風險，從中反映投資者心裡對利率與通脹的觀點。殊途同歸，它們的預測將直接影響債市走勢。

利率掉期期權是內含利率掉期的期權合約，透過以預定行使價(預期利率)在到期日，比較當時的實際利率來決定會否執行內含掉期合約，簡單而言是為了轉移風險而設的保單。當中期權金反映了期權持有人願意為對沖利率變化而付出的保險費，保費愈高暗示風險愈高。

## 債券

以3個月期權內含以1年通脹作指標的1年期掉期合約作基準，並以兩組貨幣(美元/歐元/英鎊及澳元/紐元/加元)平均值以簡化分析，顯示期權金其實早在去年約9月開始急升近1倍，反映市場擔憂利率將大幅波動。去年10至12月美聯儲偏向軟化的態度稍為安撫市場，期權金橫行觀望。直到今年1月，美聯儲態度急轉彎，兇猛的鷹派言論推升期權金。截至3月31日，比去年9月已升約3倍。反映不問因由，投資者相信6大央行未來將大幅加息，迫使透過衍生工具對沖利率風險。當中只有兩種貨幣由始至終都非常穩定，分別是人民幣及日圓，市場認為日圓央行無意跟隨美聯儲起舞。至今所見，各央行態度與衍生工具市場預期相若，亦反映其預測的準繩度。

各貨幣的3個月等價利率掉期期權(1年/1年期)



— 人民幣 — 平均值(澳元、紐元、加元)  
— 平均值(美元、歐元、英鎊) — 日圓

資料來源：彭博，數據截至2022年3月26日

通脹方面，普遍以通脹掉期對沖風險。合約雙方開始時協議出「固定利率」以反映(雙方共識)預期通脹率，定息方須在合約期間支付固定利率，而浮息方則以當時實際通脹率支付對方。因實際通脹率可能不等如固定利率，定息方便可透過合約把通脹風險轉移到浮息方。當中固定利率反映了合約雙方對未來通脹的共識，定息愈高暗示通脹風險愈高。

過去1年，美元、歐元及英鎊1年期通脹掉期的固定利率走勢穩定。直到今年1月歐美央行上調通脹預測，2月下旬俄烏戰事爆發，商品價格急升帶動供應側通脹惡化，影響全球經濟，但打擊較大地區集中在歐美市場。截至3月31日，美元、歐元及英鎊固定利率變化如下：

固定利率	美元	歐元	英鎊
3月31日(點子)	532	621	929
與年初比較			
1月3日(點子)	376	256	634
差距(點子)	156	365	295
變化(%)	41	143	47
與實際基本通脹比較			
3月31日(點子)	790	750	620
差距(點子)	258	129	-309
變化(%)	49	21	-33

資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

數據顯示，市場在第一季大幅上調固定利率應對預期通脹風險上升，尤其歐元區升幅高見約1.4倍，反映俄烏戰事在能源及農產品制裁明顯打擊歐元區經濟，美元及英鎊則超過四成，通脹問題嚴重。相比實際通脹，美元固定利率變化與實際情況相若(四至五成)，歐元固定利率(6.2%)與實際基本通脹(7.5%)亦差不多。但英國落差卻頗大，上季固定利率急升近50%後高見約9.3%，但公布的實際基本通脹只有6.2%。是英鎊通脹掉期高瞻遠足，還是庸人自擾，唯有拭目以待。

綜合分析，其實早在去年第四季衍生工具市場已反映預期今年利率及通脹將大幅波動，對沖成本上升打擊債券組合總回報，甚至減少持倉並轉往其他資產(例如商品或股票)，解釋了年初至今債券市場持續受壓的原因。

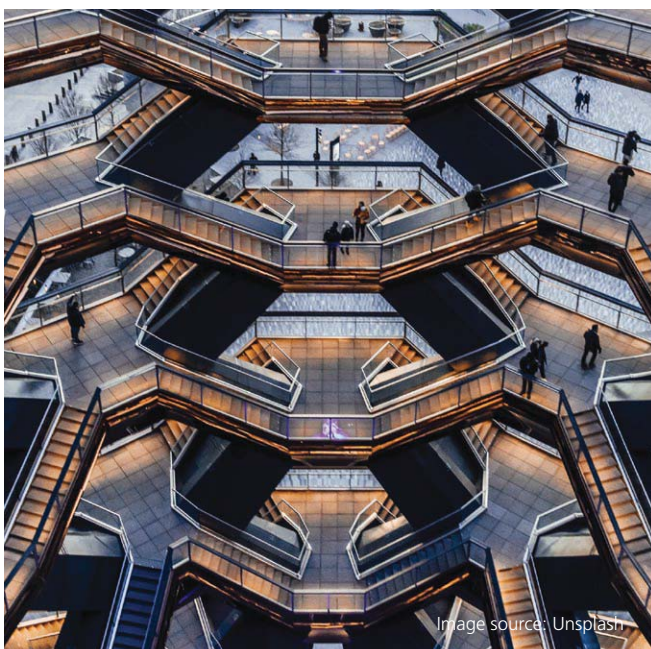


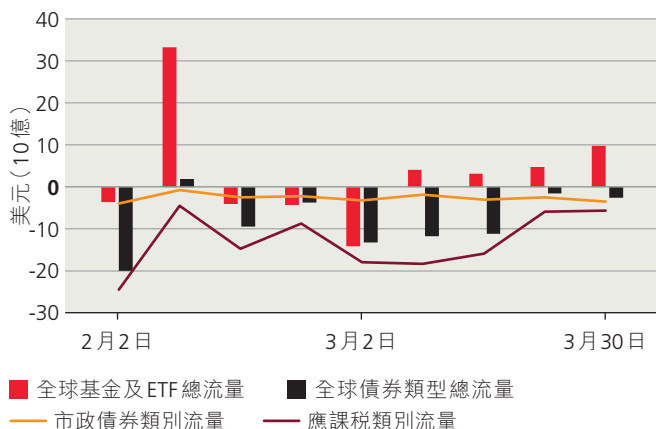
Image source: Unsplash

### 資金早已聞風先遁

投資公司協會(ICI)成員包括美國互惠基金、交易所買賣基金(ETF)、封閉式基金和單位投資信託，及在歐洲、亞洲和其他司法管轄區提供的可轉讓集體投資計劃(UCITS)和類似基金，把美國及海外總資產管理值的變化按月發表報告<sup>4</sup>。3月份數據顯示由2月2日至3月30日共9週，按週全球總管理資金額(包括股票、債券、商品等類型)大幅波動。2月9日當週流入約332億(美元，下同)後俄烏戰事爆發。3月2日當週恐慌情緒急升，總流出量達141億，之後又再穩步回升。同一時段債券類型表現卻令人失望，9週內有8週錄得淨流出，只有1週(2月9日)錄得19億流入。美聯儲宣布第1次加息後，2月2日單週流出近200億，而且在3月2日起持續3週各流出超過100億。9週內債券類別總流出共710億，比全球基金及ETF總流入290億出現強烈反差。若把債券類型分為應課稅(主要投資於投資級別和評級較低的企業債券、美國政府發行或擔保債券及全球債券證券)及市政債務類別(主要投資於單一州份的市政債券或全國性的市政債券組合)，9週內市政債務類別全線流出共240億，應課稅類別亦只有零星10至12億流入，其他時間卻以單週平均以近100億流出，江河日下。

結果顯示在俄烏戰事及滯脹陰霾等負面因素下，債券都得不到避險資金垂青，亦反映美聯儲鷹派態度在債市中重於泰山，預料各委員的言行將主宰債市，尤其高評級及國債。加上由商品市場帶動的高通脹迫在眉睫，各央行推出緊縮貨幣政策只是速度及程度的差別，預期今年債券市場表現將明顯落後其他資產，前景不容樂觀。

### 全球基金及ETF與不同債券類別的資金流量



資料來源：投資公司協會，數據截至2022年3月31日

### 其他債市：霧鎖煙迷

#### 累計類別債券暫時不宜沾手

在美聯儲3月加息之前，各國央行已馬不停蹄為緊縮貨幣政策作好準備，揭開全球「競爭性加息」的序幕。上季各國央行在貨幣政策上變動如下：

日期	國家央行	行動簡介
1月6日	阿根廷	上調基準利率至40%
1月14日	南韓	上調基準利率至1.25%
1月27日	南非	上調關鍵利率至4%
2月1日	澳洲	宣布停止購債計劃
2月2日	巴西	上調基準利率至10.75%
2月3日	英國	加息25點子至0.5%
2月11日	墨西哥	上調隔夜銀行同業拆息目標至6%
2月17日	阿根廷	上調基準利率至42.5%
2月23日	紐西蘭	上調利率至1%
2月28日	俄羅斯	緊急宣布將關鍵利率提高到20%
3月2日	加拿大	提高官方利率至0.5%
3月16日	巴西	上調基準利率至11.75%
3月16日	沙地阿拉伯	將關鍵利率提高到1.25%
3月17日	英國	加息25點子至0.75%
3月22日	阿根廷	上調基準利率至44.5%
3月24日	南非	將關鍵利率提高到4.25%
3月25日	墨西哥	上調隔夜銀行同業拆息目標至6.5%
3月31日	日本	承諾在第二季增加預定的債券購買量

資料來源：綜合網站資料，數據截至2022年3月31日

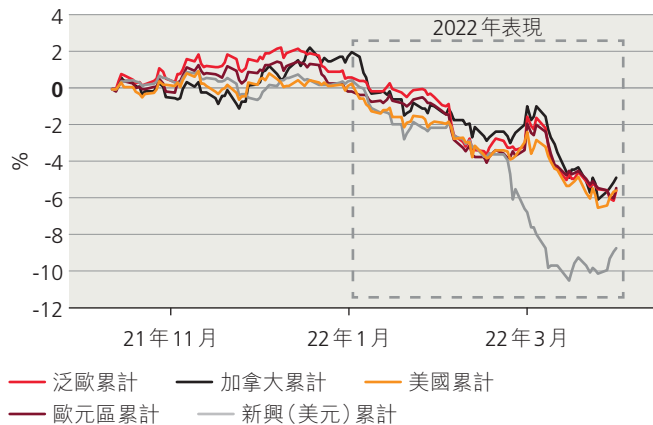
上季已分析最近兩次美國加息週期(2004及2015年)，G10(除美國)央行普遍比美國早6個月作提前部署。不論加息或減息，全期總利率變化次數平均比美國高出約3.5倍。新興市場及亞洲地區總次數更高，2004年比美國高出約5倍，2015年時更高出約18倍(詳情請參閱上季《債券》章節)。今天美聯儲才第1次加息及有意在5月縮表，暗示各地央行收緊政策總次數將以倍數上升，「好戲」仍在後頭。

<sup>4</sup> 見投資公司協會網站，<https://www.ici.org/research/stats/weekly-combined>

## 債券

根據彭博全球債券指數中「累計 (Aggregate)」類別在過去6個月表現，顯示去年第四季大致錄得約0至2%正回報。但由今年開始，各央行積極收緊流動性，成熟國家(美國、加拿大、歐洲)累計債券指數以平均每月2%速度下跌，第一季跌約6%，新興(美元)累計指數更在利率及匯率夾擊下第一季跌約10%。上文已分析衍生工具市場預示年內加息持續，整體累計指數走勢只會繼續尋底，尤其歐美成熟市場。簡單而言，就算爆發俄烏戰事，不論成熟或新興市場，高評級及國債暫時都不宜沾手。

## 全球累計債券指數表現 (過去6個月)



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

## 戰事影響只集中於東歐地區

在本刊《宏觀策略》章節中已分析是次俄烏戰事並非國際金融災難，資本市場出現大幅波動而非斷裂，利率及流動性緊張集中在歐美市場。

各地10年期國債收益率波動集中在東歐地區，更準確是集中在俄烏兩國。由2月22日至4月11日數據顯示，烏克蘭及俄羅斯10年期國債收益率處於新興市場中前列，分別升至22.4及10.8%，反映戰事爆發後遭投資者拋售的結果。

另外，烏國國債在收益率變化上遠超其他新興國家，期內波動幅度達25.7%，但俄國國債只有4.4%。反映不論戰事最終結果，在投資者眼中烏克蘭在國力、疆土及經濟受損的程度遠比俄羅斯高，資本市場在風險及成本的考量上，未來烏克蘭想舉債復興將相當困難。就算勉強發債，未來利率負擔偏高，影響本地財政及經濟增長。

由3月起，歐美主導的制裁不絕，希望透過孤立俄羅斯經濟及凍結海外資產迫使領導層就範。但俄羅斯透過一系列反

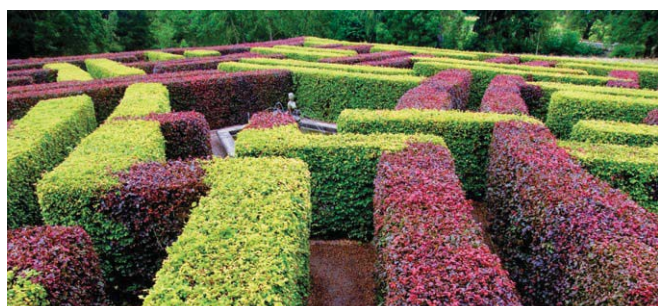
## 新興市場10年期國債收益率最大波動首10個國家

國家	10年期 收益率 (%)	最低 (%)	最高 (%)	變化 (%)
烏克蘭*	22.4	11.8	37.5	25.7
巴西	12.0	11.2	12.6	1.4
俄羅斯	10.8	10.8	15.2	4.4
南非	9.6	9.6	10.7	1.1
哥倫比亞	9.1	9.1	10.1	1.0
匈牙利	7.0	4.8	6.8	2.0
波蘭	6.3	3.9	6.2	2.3
捷克	4.0	2.8	4.0	1.2
斯洛伐克	1.7	0.4	1.5	1.1
斯洛文尼亞	1.7	0.5	1.7	1.2

資料來源：彭博及Trading Economics，數據截至2022年4月11日  
\* 除烏克蘭以美元結算外，其他皆以本幣結算。

制裁措施抵抗，除了要求「不友好國家」使用盧布作能源貿易外（詳情請參閱《宏觀策略》章節），俄央行在2月28日決定由9.5%加息至20%，表示加息為了確存款利率提升，以彌補貶值和通脹的損失，並維持金融及匯率穩定及保護國民財產<sup>5</sup>。但在4月9日，俄央行忽然宣布減息300點子至17%，表示金融風險仍在，但鑒於資本管控等措施，風險上升趨勢逐步放緩。在盧布匯率變動等作用下，物價上升的速度已經顯著下降<sup>6</sup>。

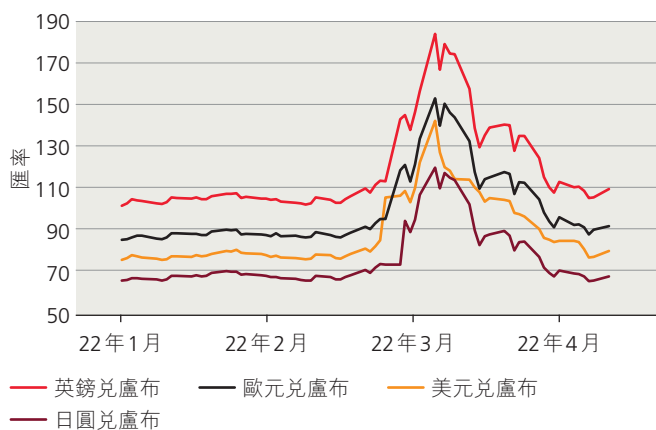
截至4月11日，年內美元、歐元、日圓及英鎊兌盧布匯率曾急升超過8成（即盧布貶值），美元兌盧布更高見92%，反映制裁初期確見在匯市上重量級打擊盧布。但及後俄羅斯還擊，盧布大幅反彈，直至4月初已大致回復戰前水平。雖然國債債息仍未回落至約9.5%戰前水平，但「雖不中亦不遠矣」。除了俄羅斯股市由2月22日至3月31日共下跌約37%外，金融制裁對俄羅斯匯市及債市未見明顯打擊。



<sup>5</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/finance/russia-hikes-key-rate-20-tells-companies-sell-fx-2022-02-28/>

<sup>6</sup> 見華爾街日報網站，<https://www.wsj.com/articles/russia-cuts-interest-rate-as-financial-system-stabilizes-11649411183>

主要貨幣兌盧布匯率



資料來源：彭博及Investing.com，數據截至2022年4月11日

被禁用SWIFT系統為未來貿易帶來不便，但部份與俄羅斯貿易的國家已自建結算系統。雖然對俄羅斯未來經濟增長會有阻礙但非毀滅性影響，但注意可能因未能使用歐美指定結算系統而導致國債違約。

信用違約掉期(CDS)是對沖債務違約的衍生工具之一，當中CDS息差是合約的期權金，亦是衡量債務風險的指標，期權金愈高暗示風險愈高。由2月22日爆發戰事前一天至3月31日，新興市場CDS息差變化最高首20個國家，俄烏排行首及次席。俄羅斯上升675點子，相等於第二位烏克蘭(168點子)約4倍及第三位哈薩克(108點子)約6倍，反映就算俄羅斯匯市及國債債息趨向穩定，但違約將是「不為也非不能也」的問題。

新興市場 CDS 息差變化 (5 年期)



資料來源：彭博，數據由2022年2月22日至3月31日

IMF高級官員在3月22日視頻會議時表示<sup>7</sup>，俄國國債違約對全球經濟的潛在影響有限，並不構成「系統性風險」。但對俄羅斯來說，違約將產生長期後果，要重新投入資本市場相信須要很長時間。

綜合分析，全球主要經濟體央行將受制於美聯儲行動，個別經濟更受到自身問題而處於被動狀態，尤其影響全球高評級及國債市場。俄烏戰事集中影響兩國債市，未見蔓延至其他新興市場。話雖如此，但在戰事未明朗前，隱藏風險巨大，投資者暫時不宜涉獵俄烏債市，如自問火中取栗高手則另當別論。

## 指數策略：亞洲債市勢成焦點

### 疾風勁草

彭博全球債券指數中各分類指數年初至今表現，20項指數中有18項，即9成指數錄得負值，平均約負6.2%，整體表現令人失望。單單觀察3月份表現，20項中17項出現負值，佔85%，平均下跌2.5%。俄烏戰事爆發後資金繼續流出債市，反映債市避險功能褪色外，更重要是突顯全球央行同時扭轉過去高流動性世界的決心。不同角度的指數表現均反映全球債市已深陷泥潭，亦回應上文衍生工具及基金/ETF市場，顯示投資者對利率及通脹風險恐懼的結果。

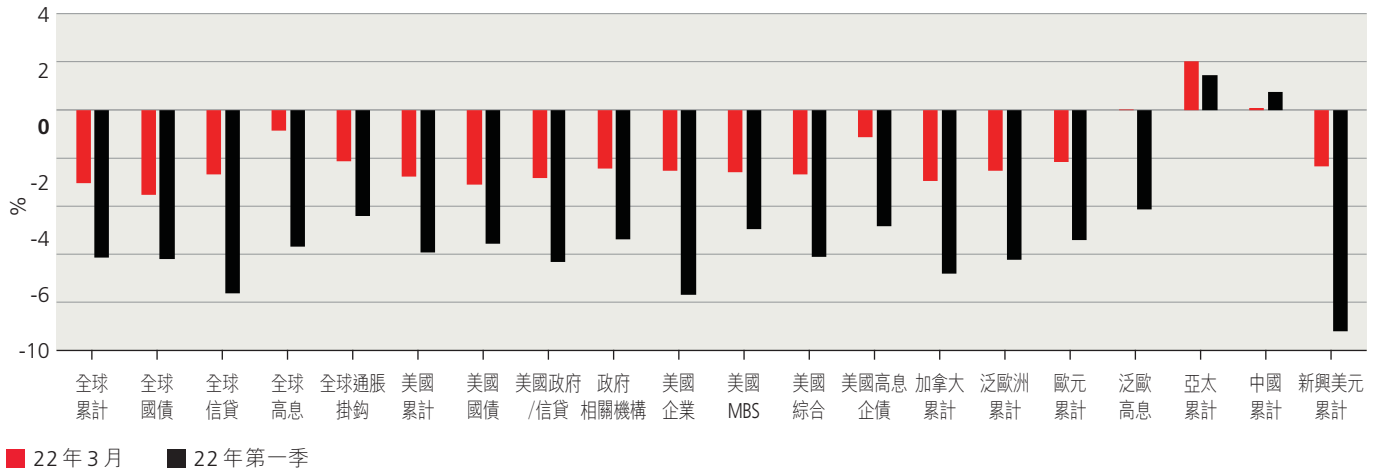
全部指數類別中只有2個同時在3個月及年初至今表現出現正回報，分別是亞太累計及中國累計指數。中國累計受單一國家政策影響較大，但綜合亞太區內整體債券的指數都能表現突出，相信是受惠基本面或宏觀因素支持。

<sup>7</sup> 見IMF網站，<https://www.imf.org/en/Videos/view?vid=6301509343001>



## 債券

彭博全球債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

## 萬綠叢中一點紅

2000年之前亞洲債市仍未有序發展，未能提供綜合而可靠的數據。以下分析源於彭博全球債券指數中「亞太累計」類別自2000年後的表現，當中涉及兩次加息週期，分別是2004及2015年，再以地區劃分及比較各區在同一週期的表現。

分析結果如下：

- 兩次週期中所有地區指數的最低點都在第1次加息時出現，最高點全數都在最低點之後，反映第1次加息後投入該地區指數是較有利的策略；
- 兩次週期中最高點出現的時間分歧頗大，2004年時4項指數的最高點皆在中至後期出現，而2015年全數在初期出現，反映爭取最大回報的風險非常高；
- 指數最高/低點回報當然比全期高，2004及2015年分別平均高出24及33%；
- 雖然未能拿捏最高點，但以最低點投入（即加息初期）並持有至週期完結，回報全線正數，反映加息對4個地區整體債市皆是正面；

- 全期回報結果顯示，亞洲回報率最低（約3.6%），但與美國表現（約6.2%）一樣，走勢較為穩定。歐元區及新興（美元）市場波動較大，兩次週期相差超過4成；
- 全期年化標準差的結果顯示，兩次週期中歐美債市波幅比亞洲分別平均高出50及66%，而新興（美元）市場更高出2及1.6倍。反映亞洲債市在加息週期中的韌性；
- 夏普指數是衡量風險與回報比例的指標，以2004及2015年週期內平均3個月國債票據利率作無風險指標（分別是3.19及1.06%），兩次週期中新興（美元）累計表現皆排名第一，反映其「性價比」最高。但與歐元區一樣，2015年指標出現下跌，跌幅約2至3成。相反，美國及亞太累計指標卻明顯上升，分別上升近9成及6倍，反映兩地「性價比」明顯改善。

量化分析顯示，初期投入各地債市並持有至週期終結是較穩健的策略。除美國外，亞太地區整體表現向好，尤其在風險及回報平衡中亞太債券明顯改善，夏普指數更可與美國媲美。

質化分析方面，過去20年亞洲經濟明顯改善。截至2020年，亞洲首10大GDP總量佔全球超過30%，比美國高約30%，比歐元區高超過1倍。亞洲整體外匯儲備豐厚，料可抵禦因全球貨幣政策逆轉對資本賬的衝擊，受影響程度較其他新興市場輕微。另外，過去兩次加息週期中（2004及2015年），亞洲國家總次數（42次）比其他地區低，例如東歐及非洲（62次）與新興市場（149次），反映利率變化對亞洲債市的影響偏低（詳情請參閱上季《債券》章節）。

在全球政經局勢陰霾下，年初至今亞太債市仍受資金青睞，支持回報正值。在俄烏戰事未明、歐美受緊縮政策纏繞、中國掘起等綜合條件下，亞太債市在本次加息週期中，預期可看高一線。



## 2004年加息週期中各地區累計債券指數表現

債券指數	亞太累計	歐元區累計	美國累計	新興(美元)累計
最低點(日期)	2004年7月30日	2004年6月30日	2004年6月30日	2004年6月30日
第幾次加息	1	1	1	1
最低點(指數)	108.5	139.8	1,160.2	376.6
最高點(日期)	2005年6月30日	2005年8月31日	2005年8月31日	2006年2月28日
第幾次加息	9	10	10	14
期內總次數	17	17	17	17
最高點(指數)	114.3	154.9	1,243.6	497.9
<b>最高/低差距(%)</b>	<b>5.34</b>	<b>10.84</b>	<b>7.19</b>	<b>32.22</b>
全期指數回報(%)	3.61	7.72	5.94	27.15
全期年化標準差(%)	1.83	2.63	2.85	5.59
<b>全期夏普指數</b>	<b>0.23</b>	<b>1.72</b>	<b>0.96</b>	<b>4.29</b>

## 2015年加息週期中各地區累計債券指數表現

債券指數	亞太累計	歐元區累計	美國累計	新興(美元)累計
最低點(日期)	2015年12月31日	2015年12月31日	2015年12月31日	2016年1月29日
第幾次加息	1	1	1	1
最低點(指數)	145.1	239.1	1,925.4	921.9
最高點(日期)	2016年6月30日	2016年9月30日	2017年8月31日	2017年12月29日
第幾次加息	1	1	4	5
期內總次數	9	9	9	9
最高點(指數)	153.2	256.0	2,106.8	1,127.2
<b>最高/低差距(%)</b>	<b>5.60</b>	<b>7.07</b>	<b>9.42</b>	<b>22.26</b>
全期指數回報(%)	3.73	4.45	6.29	15.93
全期年化標準差(%)	1.69	2.76	2.85	4.42
<b>全期夏普指數</b>	<b>1.58</b>	<b>1.23</b>	<b>1.84</b>	<b>3.37</b>

資料來源：彭博，數據截至2022年3月31日

## 中國及亞洲債市回顧及展望

### 美聯儲加快加息債息曲線開始趨平

美國最新公布消費物價指數(CPI)由1月份的按年升7.5%，進一步上升至2月份的升7.9%，創40來的最高紀錄。就業情況持續改善，2月份失業率降至3.8%，差不多已回到2020年2月新冠疫情爆發前的水平(3.5%)。去年第四季GDP增長7%，總體經濟狀況維持穩健，持續高企的通脹成為美聯儲首要處理的燙手山芋。

美聯儲在1月份會議上討論加息的時間表，並一如市場預期在3月的會議上提高利率0.25厘。市場普遍預期今年餘下6次會議均會加息，讓基準利率逐步回到疫情前水平。美聯儲加息前，市場利率已預先反映，美國10年期國債收益率在2月份收報1.82%，最高飆升至2.05%。

此外，繼去年11月開始每月減少買債後，美聯儲主席鮑威爾(Jerome Powell)表示，最快於今年5月開始縮表，減持美國債券、機構債券和按揭抵押證券，縮減速度比上次每月500億美元更快。面對比預期更快的加息周期，債券息率曲線開始趨平。

### 通脹成長期趨勢，影響信貸市場走向

東亞聯豐相信，通脹將於2022年成為長期趨勢，我們關注美國國債孳息率走勢，並預期美聯儲在加息取向上愈來愈「鷹派」，並影響信貸市場走向。儘管全球個別央行已率先自行收緊銀根(如英國、紐西蘭和南韓等)，但整體市場資金仍然保持充裕，相信可抵銷市場震盪，減低大幅下挫的機會。

美國經濟表現穩健，息口趨升，刺激美元需求，美元轉趨強勢。在2021年上升逾6%。今年2月下旬爆發俄烏衝突，地緣政局緊張，資金避險，美元資產成為避風港。年初至今美元再升逾2%。縱使人民幣債券收益率短期可能在區間徘徊，仍具有防禦能力。

### 中國債市，潛藏挑戰與機遇

中國總體經濟增長，2021年國內生產總值(GDP)增長為8.1%，但每季增速有放緩的趨勢。國務院總理李克強在政府工作報告提出，將今年中國經濟增長目標定在5.5%左右。「兩會」亦制定了審慎的財政赤字目標，避免向地方政府分配更大的債券發行配額，料將有助控制2022年全年的政府債供應。市場普遍預期今年將進一步降低存款準備金比率，以支持經濟增長。

儘管驅動經濟的因素有所改善，但人民銀行在寬鬆立場上未有任何重大訊號，市場仍期待會有寬鬆措施支持未來經濟增長。離岸政府債券收益率也略微走低。

### 投資級別與高收益債券前瞻

東亞聯豐投資團隊看到投資級別及和高收益債券的信用利差大幅擴大。亞洲高收益企業債指數今年跌幅繼續主要源自內房板塊，單計1及2月跌幅已接近30%。在投資級別中，中國和印度表現令人失望，而香港和韓國則較為突出。中國境外資金更為關注相對溢價水平。至2021年底，中資投資級別美元債，相比美國和新興市場投資級別，溢價分別約50和9基點。中資美元高收益債則較美國和新興市場高收益債券溢價達到1439和1244基點，溢價為近10年新高。現時來說，中國付息國債及其他國有銀行債有助投資組合增加穩定性。

基本面向來，能源和商品價格上漲，不利BBB級別石油進口國，如印度和菲律賓。從技術層面，市場利淡情緒，美國國債收益率趨跌，信用利差(Credit spread)擴大。鑒於市場持續波動，我們保持防禦性策略，著眼於信貸品質和保持低貝塔係數(Beta)。

我們相信具較高貝塔係數(High beta)的亞洲高收益企業債券於短期仍然波動，不過對低貝塔係數影響有限。雖然最近高貝塔係數的高收益企業債券仍迅速反彈，但主要是由於風險情緒帶動。許多非中國的商品和石油出口高收益企業亦受惠於當前地緣政治局勢。整體而言，我們看淡貝塔係數較高的中國和印度企業債券，傾向香港政府相關和印尼主權相關的債券。

中國房地產過去一年成為市場焦點，2月份合約銷售仍落後預期，多家發展商拖欠還款，繼續拖累中國高收益債券表現。儘管官方陸續推出多項支持房地產政策措施，以改善房地產的財務穩定性及整體行業的長遠發展，但並未能讓開發商即時受惠。因此，我們對中國房地產債券持審慎態度。

雖然東南亞高收益債券也同樣受壓，但市場仍有支持，主要由於債券供應有限，以及市場對具防禦性的公用事業和商品行業的喜好，我們看好此等短期債券。東南亞高收益債券表現受美加息步伐不確定性及俄烏緊張局勢拖累，印尼及印度高收益債在2月錄得跌幅。

## 亞洲債券點評

### 印度

印度政府力推全國數碼化的發展，電商引入網購新機制，疫情推動網上消費，令當地的電子商貿發展如雨後春筍。全球氣候暖化令多國加入減碳行列，此趨勢令印度不少再新能源企業受惠。印度製造業和服務業繼續強勁增長，工業生產進一步加大，隨著經濟復甦的步伐，消費通脹水平將不斷上升。俄烏局勢令全球能源及原材料供應更緊張，我們繼續看好印度能源、大宗商品如鋼鐵等高收益債；另外印度疫情控制穩定，且疫苗覆蓋率提升，印度地方機場高收益債繼續造好，非銀行金融業(NBFC)如當地貸款公司亦因國家發展急速，行業造好重。

### 印尼

印尼製造業持續改善勢頭，加上受惠於商品出口，令貿易順差維持在歷史高位。此外，印尼房地產業成功由高端路線轉至大眾化市場及優化行業基本面，我們認為經過2021年強勁增長後，置業者的需求依然強勁。儘管今年稍後時間印尼可能會加息，但按揭利率仍接近歷史低位，將支持置業者及投資者的需求，相關高收益債券都被看好。

### 香港

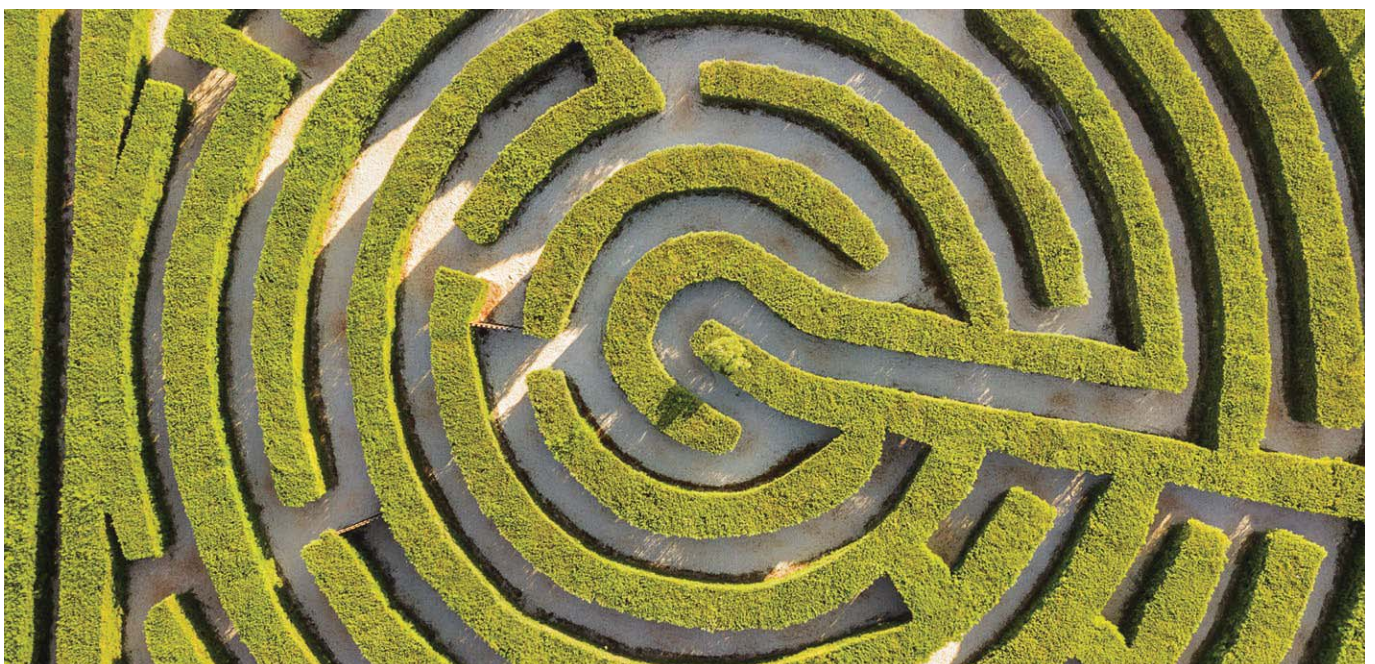
新冠病毒Omicron自2月起爆發，香港政府大幅收緊限聚措施，對零售、飲食等行業帶來打擊。對就業和經濟增長均帶來負面影響。加上美國加息壓力、地緣政治不穩導致商品價格上升及引發通脹升溫，種種不利因素，令市況非常波動。港元2月時窄幅偏軟，徘徊7.8126左右，我們預計港元利率可跑贏美元。我們對香港政府債券及美元債券均抱審慎觀望態度。相對而言，香港企業債前景較為明朗。

### 澳門

2月份澳門的博彩總收入約為2019年水平的31%，符合市場預期，並較過去6個月20至30%的復甦為佳。但澳門博彩業在新冠變種病毒擔憂的情況下，令通關仍存在不確定性；澳門博彩高收益債表現需待邊境開放有進展才會改善。

本文由東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎上提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

東亞聯豐投資為東亞銀行有限公司及德國德聯豐投資(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合營公司。



## 免責聲明

## 免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司(「東亞銀行」)和東亞聯豐投資管理有限公司(「東亞聯豐投資」)編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失(不論屬侵權或合約或其他方面)概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式(包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介)進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行及德國德聯豐投資(Union Asset Management Holding AG)在2007年成立的合營公司。

東亞銀行(中國)有限公司(「東亞中國」)是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。