

## 五味雜陳

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





## 五味雜陳

上季標題是《迷宮重重》，意謂債市彷彿步入重重迷宮，只能在眼前摸索中尋找未知的出口，奔波在窄巷之間可能只換來死胡同的結果，材高知深的決策者都只是瞎子摸象，難窺全局。當時預測市場對利率走勢口沫橫飛，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。大幅向上修訂3月點陣圖突顯美聯儲較市場更鷹派的立場及解決通脹問題的決心，畢竟債市風險非源於加息，而是決策者與市場缺乏共識。5月加息50點子後10年期債息升穿3%指日可待，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。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，投資者適宜為縮表對全球債市帶來中長期風險做好準備。俄烏戰事集中影響兩國債市，未見蔓延至其他新興市場，但注意俄羅斯國債可能因未能使用歐美指定結算系統而導致技術性違約。在俄烏戰事未明、歐美受緊縮政策纏繞、中國崛起等綜合條件下，亞太債市預期可看高一線。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《五味雜陳》，意謂債券投資者困惑在國際亂局與各央行互動的空間，訊息紊亂中五味(辛、酸、甘、苦、鹹)攻心，自證預言推動下全球衰退彷彿近在眼前，但又觸手不及。置身提險與避險，複雜而混沌的世界，百感交集，坐立不安，說不出何去何從。其實，只要清心省事，淡然虛靜，出路近在咫尺，樂活遊走在五味之中。

### 整體債市：千頭萬緒

俄烏戰事爆發理應支持具避險功能的債市，但美聯儲及各央行猛烈地加息凌駕其他因素影響，第二季全球債市表現令人失望，但亦算符合市場預期。預期第三季整體債市悲觀情緒將會延續。

### 指數市場：路線分明

彭博全球債券指數共20項分類中，年內表現只有中國及亞洲累計指數出現正回報，其餘18項全部下跌。當中跌幅首5位分別是全球通脹掛鈎(-18.2%)、新興美元累計(-17%)、全球信貸(-16%)、全球高息(-15.8%)及全球國債(-15.5%)，表現反映通脹急升嚴重打擊相關債券，比加息尤甚。其後3項指數走勢符合它們「股票類近資產(Equity-like)」的特性，跌幅稍微低過標普500指數(約20%)。最後，全球各主要央行連續加息，全球國債指數跌至中雙位數則屬正常結果。歸根究底是商品價格飆升帶來高通脹環境，迫使央行加息的漣漪效應。

反觀亞洲區內，不論中國累計(1.7%)或亞洲累計(3.2%)指數表現突出。地緣中立及資源豐厚條件下通脹平穩且明顯低過歐美成熟市場(通脹分析，詳情請參閱《宏觀策略》章節)，區內央行未有加息的迫切性，而且政府財政實力遠比其他新興市場強，年內成績印證本刊上季分析亞洲債券「性價比」較歐美市場更具吸引力的預測。

除非戰事有突破性發展，否則高通脹壓頂迫使成熟市場央行持續加息將會延續至第三季，預測亞洲債市表現仍優於同儕。

### 彭博全球債券分類指數月內及年內表現

彭博全球債券指數	月內回報(%)	年內回報(%)
全球通脹掛鈎	-5.8	-18.2
新興美元累計	-4.4	-17.0
全球信貸	-4.0	-16.0
全球高息	-6.4	-15.8
全球國債	-4.3	-15.5
美國企業	-3.5	-15.0
全球累計	-3.9	-14.5
泛歐洲累計	-3.9	-14.4
歐元累計	-3.7	-13.4
美國高息企債	-5.7	-13.2
泛歐高息	-5.4	-13.1
加拿大累計	-3.0	-12.7
美國政府/信貸	-2.5	-11.8
美國綜合	-2.8	-11.6
美國累計	-2.5	-11.2
美國國債	-1.9	-10.1
美國MBS	-2.8	-9.9
政府相關機構	-2.0	-9.9
中國累計	-0.1	1.7
亞太累計	1.3	3.2
平均	-3.4	-11.9

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

## 債券

## 衍生工具市場：暗潮湧動

成熟市場加息潮迫使部份經濟孱弱的新興市場勉強跟隨，以防資金急速外流及壓制急升的通脹，後果便是本幣大幅貶值及國債違約，歷史上屢見不鮮（新興債券分析，詳情請參閱第一季《債券》章節）。

今年上半年已出現多宗國債違約事件，包括：

- 最新通脹率高達 54% 的斯里蘭卡歷史上首次違約<sup>1</sup>；
- 受西非集團制裁的非洲國家馬里未能償還約 4,000 萬美元國債<sup>2</sup>；
- 因債券持有人拒絕接收以盧布結算支付利息，自 1998 年後俄羅斯國債首次出現（技術性）違約<sup>3</sup>。

個別國家違約雖然對全球債市影響較輕微及較集中，但足已向全球發出警示。歷史上已多次提醒，如置之不理，後果將禍及全球。參考 1 年期國債信貸違約掉期年內權金（CDS premium）首 10 名變化，新興市場中烏克蘭明顯拋離其他國家，年內升幅超過 2,000 點子，但反觀戰事另一方俄羅斯則十甲不入。錄得超過 1,000 點子升幅而影響全球較大的國家，分別有 5 月消費物價指數（CPI）升至約 59% 的阿根廷，及世界首個把虛擬貨幣列為法定貨幣的國家薩爾瓦多。成熟市場升幅並不明顯，但首兩位都有雙位數上升，分別是「歐豬」成員希臘及意大利。6 月起兩國與德國 10 年期國債收益率差距拉闊，引起市場關注歐央行執意加息後「歐洲危機」會否重燃。



潛伏底層的風險正逐步浮現，暗湧浪潮中覆舟風險上升，避開風眼為上策。

## 1 年期國債信貸違約掉期權金年內變化

國家	年內變化 (點子)	國家	年內變化 (點子)
烏克蘭	20,851.5	希臘	20.3
斯里蘭卡	13,953.3	意大利	12.3
薩爾瓦多	1,382.4	以色列	10.4
巴基斯坦	1,113.0	紐西蘭	9.2
加納	1,090.7	加拿大	6.3
阿根廷	1,019.7	芬蘭	5.7
埃塞俄比亞	944.3	西班牙	5.5
肯尼亞	935.8	葡萄牙	5.0
埃及	676.1	美國	3.0
加蓬	407.1	澳洲	2.8

資料來源：彭博，數據截至 2022 年 6 月 28 日

## 基金及 ETF 市場：明確表態

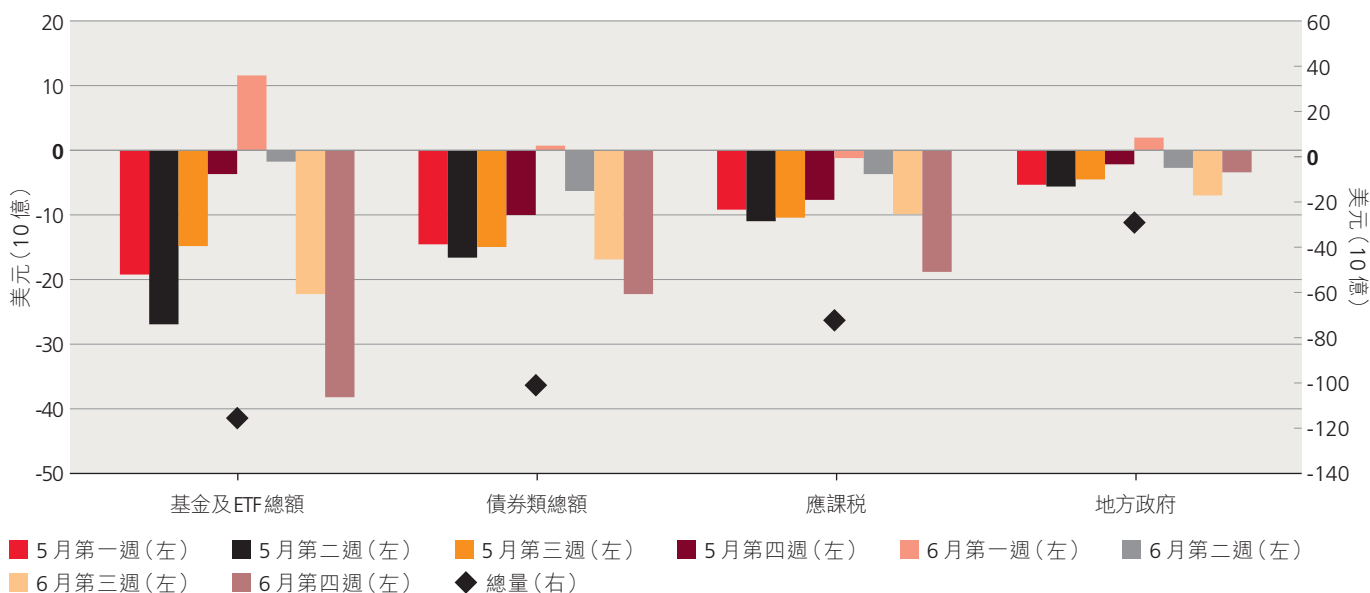
除了指數表現及衍生工具市場，基金界數據亦反映債市風險正在醞釀。截至 6 月 23 日，美國投資公司協會報告顯示，美國註冊基金及 ETF 資金淨流量在過去 8 週中除了 6 月第一週外，其餘全數錄得淨流出，8 週總流出高見約 1,139 億（美元，下同）。債券類別情況未見樂觀，同樣除了 6 月第一週錄得 6 億淨流入外，其餘全數錄得淨流出，全期淨流出 996 億，佔總流出量 87%，亦較同期股票類錄得淨流入相形見绌（基金流量分析，詳情請參閱《股票》章節）。細分「應課稅」及「地方政府」項目，偏向企債或高息債為主的應課稅類 8 週全數下跌，最大單週流出 186 億（6 月第四週），全期共 711 億，佔債券類 71%。偏向地方債或與政府機構有關的地方政府類全期亦錄得共 285 億淨流出。

<sup>1</sup> 見 BBC 網站，<https://www.bbc.com/news/business-61505842>

<sup>2</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/africa/mali-debt-defaults-due-sanctions-reach-180-million-2022-03-01/>

<sup>3</sup> 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2022/06/27/russia-on-the-brink-of-historic-debt-default-as-payment-period-expires.html>

美國註冊基金及ETF資金淨流量



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2022年6月23日

綜合數據，由美聯儲大幅加息及明顯向上修訂點陣圖後，資金持續撤出基金或ETF市場，反映投資者對債市的悲觀情緒。回顧歷史，最近4次加息週期中債券指數表現，大部份在加息後第6至9個月後才初現尋底跡象(指數分析，詳情請參閱第一季《債券》章節)。如以3月為本次加息週期開端，預期最快第四季才會出現。

綜合而言，除非戰事有突破性發展或全球經濟失速性衰退，否則以上走勢短期內持續，只是幅度上的變化。預期今天成熟債市跌勢只屬初階，全球局勢變化及央行互動產生的漣漪仍未波及，最嚴峻的狀態仍未出現，投資者應作好風險管理。

### 預測美聯儲行動：旁敲側擊

不難發現，在高通脹環境下，債市危機源於各央行同步收緊流動性，美聯儲任何決定主導著各央行決策，彷彿不敢怠慢於全球形勢。可是美聯儲主席鮑威爾言行飄忽，市場唯有跟隨他的指揮棒起舞，左搖右擺。

隨著他在最近議息聲明中表示將「不顧一切」(Whatever-it-take) 壓過抑通脹<sup>4</sup>，並把明年聯邦利率中位數設定在3.75%。雖然鮑威爾本人其後多次在公開演說中表示一次加息75點子並非常態，試圖減輕加息對債市在實際及投資者心理上打擊。但其他委員強調今天利率仍然極低，考慮到通脹狀況，持續加息是可行選擇。另外，在並無進一步闡述原因下表示有信心可以成功帶領美國經濟「軟著陸」<sup>5</sup>。

多次重申如此模稜兩可及虛無縹緲言論無助市場了解官方對利率變化的立場，操作亦有別於多名前任主席與市場坦誠溝通以減少市場波動的做法。加上過去多次出爾反爾的決策，債市大幅波動在其任內只會持續，反映對美聯儲信心動搖的助證。

作為債券投資者，除美聯儲點陣圖及各委員的言論外，市場還有什麼蛛絲馬跡可以尋找？

<sup>4</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/feds-bullard-says-soft-landing-feasible-us-europe-2022-06-17/>

<sup>5</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/06/15/real-time-updates-of-the-feds-big-rate-decision-and-powells-press-conference.html>

## 債券

## 通脹數據：利率的依歸

6月加息前美聯儲多次表示50點子較合宜，債市亦按部就班等待結果。但當5月CPI由8.3%升至8.6%時，美聯儲迅速修正預期並公布加息75點子。CPI與議息日相差只有2至3個交易日，時間太短令市場措手不及，手段令部份市場參與者嘩然。但更重要是依照本次美聯儲的套路，CPI數據至關重要，即7月13日公布6月CPI數據前美聯儲言論參考性偏低，直到公布數據後至7月27日議息日之間共約兩週，當時利率變化預測的可信性才較高。

## 下半年CPI公布日及美聯儲議息日

CPI公布日	美聯儲議息日
7月13日	7月27日
8月10日	不適用
9月13日	9月21日
10月13日	不適用
11月10日	11月2日
12月13日	12月14日

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

## 次數分析：非常手段

截至6月26日，由芝加哥商品交易所(CME Group)提供聯邦目標利率變化的機會率(FedWatch)顯示，7月加息75點子機率約84%，50點子約16%，並無25或100點子身影。6月單次加息75點子實屬近代罕見，7月會否以75點子再下一城，備受債券投資者關注。

回顧過去50年數據，連續兩次以上加息超過75點子只出現過3次，分別在1974年1次及1980年2次，在1980年後再未出現，而按加息次數而言，最多都是維持3次。

無可厚非，面對二次大戰後第3高的通脹率，非常時期美聯儲採取非常手法應對，就算7月再次加息75點子亦不足為奇。

## 過去50年美聯儲連續兩次以上加息超過75點子案例

次序	日期	利率(%)	按月變化(%)
1	29/03/1974	10	1
	30/04/1974	10.75	0.75
	31/05/1974	13	2.25
2	29/02/1980	15	1
	31/03/1980	20	5
3	30/09/1980	12	2
	31/10/1980	13.75	1.75
	28/11/1980	18	4.25

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

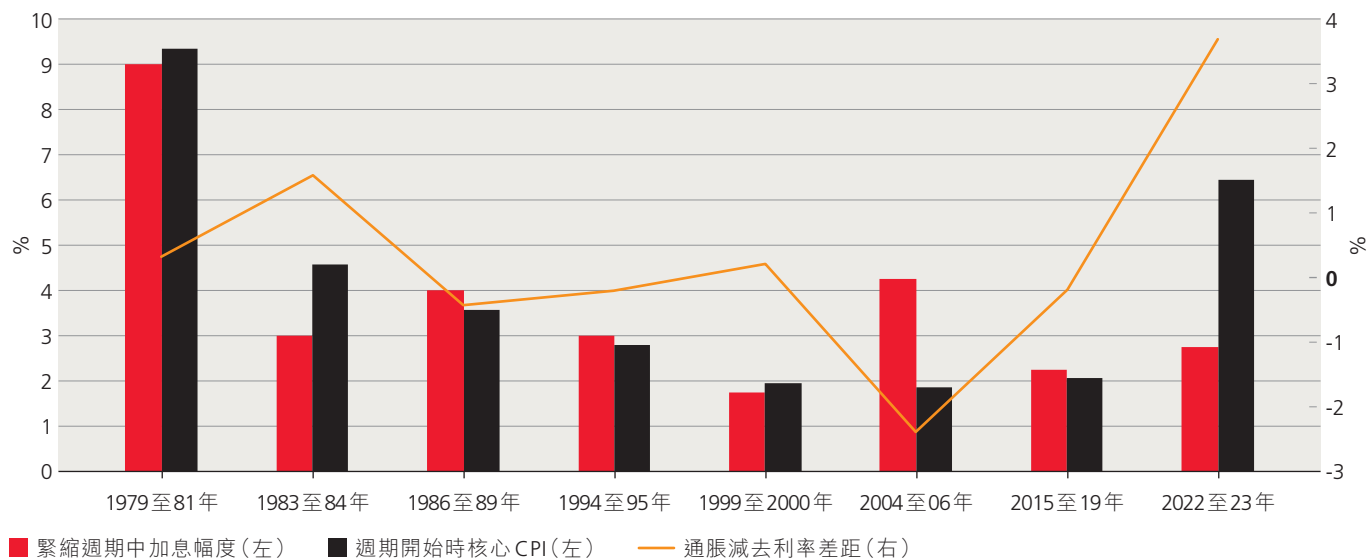
## 幅度分析：空間充裕

除了比較次數，CPI與利率上相比歷代案例，反映今天目標利率亦有上調空間。由70年代至今美聯儲收緊流動性共8次，以首次啟動方案時的核心CPI水平比較，最高核心CPI排名中今年水平為歷來次席，僅次於1979年。但以2023年預期利率中位數比較1979年時，現水平不足當年的三分之一，反映今次上調利率中位數空間仍然很大。其次，通脹與利率理論上互相呼應，水平亦理應相若。以同樣數據分析，核心CPI減去目標利率差距顯示，今年水平是歷來最高，反映加息步伐未如理想。除非戰事有突破性發展令核心CPI明顯下降，否則美聯儲加息步伐勢在必行。





過去緊縮流動性週期中美聯儲加息幅度和核心CPI



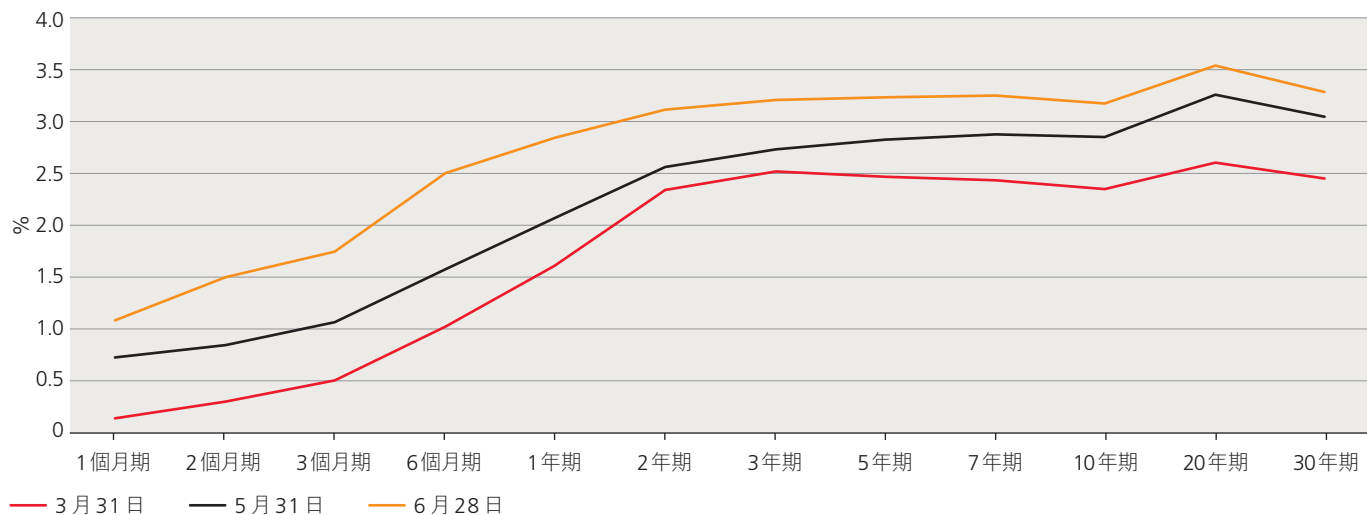
資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月17日

### 美債收益率曲線：正常化而非倒掛

市場憂慮過於進取加息將令收益率曲線短息比長息上升更快，出現收益率倒掛，導致經濟出現技術性衰退。截至6月28日，即使年內加息3次共1.5%，美債收益率曲線整體轉移向上 (Upward shift) 而非不平均地扭曲 (Twist) 或倒掛 (Inversion)，而且凹度遞升有利曲線形態「正常化」 (Normalisation)。當中7至10年期部份出現輕微倒掛，但影響力不足。20至30年期全季出現約20點子倒掛，反映投資者對長期經濟仍存有戒心，在俄烏戰事及疫情陰霾未散前屬正常。在曲線形態及變化預測短期美國出現失速式衰退的機率不大。

上季在《債券》章節以聯邦利率單一因素，透過迴歸分析預測5月加息50點子後，美國10年期收益率將高過3%。事實證明準確。以同一方法預測，如7月加息75點子，10年期債息將高過3.6%；如9月再加25點子 (6月28日FedWatch預測機率近75%)，10年期債息將高過3.8%。當然債息並非受單一因素影響，但整體向上趨勢在加息潮中實屬自然現象。對國債壓力依舊，只是程度上分野。

美國國債收益率曲線



資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

## 債券

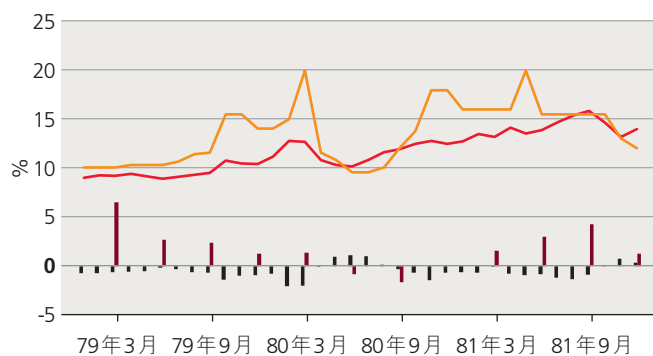
債息倒掛常常比喻為經濟衰退先兆，但歷史上真實出現的機率不高(衰退分析，詳情請參閱上季《股票》章節)。以2與10年期及2與30年期美國國債息差為基準，其中1項連續兩個月出現負值，在過去30年共出現了7次，當中只有2次出現衰退(機率不足3成)，分別在開始倒掛後20個月(2008年)及10個月(2020年)出現。今年3月起開始加息週期，並以平均等待15個月計算，美國最快在明年下半年出現衰退。

## 沃爾克2.0：自殘式打擊債市？

市場普遍認為美聯儲主席鮑威爾正仿效70年代時任主席沃爾克(Paul Volcker)透過不斷加息，打擊經濟活動直到衰退，以遏制當時高見約15%的通脹，同時殃及當時債市。

1979年8月沃爾克上任後雷厲風行地加息，約半年內聯邦利率由約11%升至20%，當時10年期美債收益率同期由約9.2%升至近12.6%。2至10年期息差不斷擴闊至超過200點子後3個月，國內生產總值(GDP)按年終於出現負值，並持續衰退約9個月才回復增長。不幸的是美債收益率及息差並無跟隨聯邦利率回落，直到事件後約兩年高見15%才逐步下降。如此一役對債市打擊程度之深，可想而知。

## 美國國債收益率、2至10年期息差、聯邦利率及GDP(按年)



— 美國10年期國債收益率    ■ 美債2至10年期息差  
— 美國聯邦利率    ■ 美國GDP(按年)

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

先別討論當時策略的成效或評價，如今鮑威爾不惜一切代價強行降低通脹，年內10年期國債收益率最終可能升至4%，甚至更高，亦達到2010年以來的最高水平。當然未來利率變化將取決於經濟方向及通脹走勢，但簡單而言，呼應上文分析，預期今天成熟債市跌勢只屬初階，全球局勢變化及央行互動產生的漣漪仍未波及，最嚴峻的狀態仍未出現，投資者應作好風險管理。

## 預測其他央行行動：家經難念

全球經濟不明朗，G20央行嚴陣以待，多次修正貨幣政策，部份比美國更早部署以遏止國內通脹升勢。俄烏戰事令環球資金趨向避險，美元偏強。加上美聯儲執意加息，迫使各央行追趕步伐以穩定與美息差距，防止資金外流，打擊當地債市。

分析G20成員國去年至今利率變化次數及總幅度，並以美國加息3次共150點子為標的，當中可分為以下3類：

- 緊貼步伐，順利過度：偏離美息25點子的國家有4個，包括加拿大、南韓、南非及沙地阿拉伯。它們在貿易上與美國關係密切，另外部份在外交上亦屬盟友，貨幣政策配合是預期之內。雖然當地債市普遍受壓，但幅度與美國或美元定價債券相若；
- 高通脹下被動式管理：南美及中亞國家通脹普遍嚴重，央行被動地見步步行。除俄羅斯受戰事影響及土耳其總統艾爾多安對貨幣政策有獨特見解並插手決策外，其他不論在次數及總幅度上變化比成熟市場明顯較大，刺激當地債價波動較大，違約風險亦較高。回應上文分析，避開風眼為上策；
- 實力強橫與舉步維艱：近三分之一國家由去年至今是維持利率不變，不動如山背後源於實力強橫(例如印度)，還是舉步維艱？日本及歐元區相信是後者。通脹高企消耗經濟動力，本幣貶值削弱財富動力，與俄羅斯互相制裁後斷絕生產資源供應。在嚴峻環境下加息，有可能進一步打擊經濟增長，但堅持低利率政策與把經濟推向崩潰無疑。進退失據，舉步維艱，債券風險及對全球影響比其餘G20國家都高。

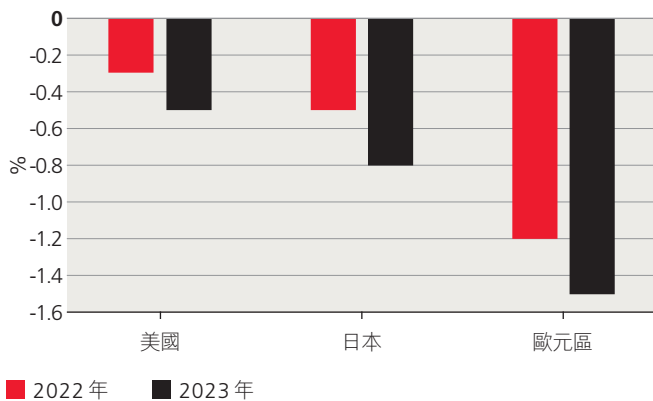
## G20央行去年至今利率變化次數及總幅度

國家	次數	總幅度 (%)	國家	次數	總幅度 (%)
美國	3	1.50	澳洲	2	0.75
加拿大	3	1.25	南韓	5	1.25
英國	5	1.15	印尼	1	-0.25
法國	0	0	阿根廷	6	14
德國	0	0	巴西	11	11.25
意大利	0	0	墨西哥	10	3.5
歐元區	0	0	土耳其	5	-3
日本	0	0	南非	4	1.25
中國	0	0	俄羅斯	11	5.25
印度	0	0	沙地阿拉伯	3	1.25

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

世界銀行使用牛津經濟學院全球經濟模型進行分析，假設供應側因素刺激布蘭特原油及天然氣價格平均比戰前高40及70%，今明兩年對各國生產力的影響。結果顯示美國只下調約0.5%，日本及歐元區受影響較大，尤其歐元區明年下調幅度約1.5%，是美國3倍。反映就算兩地央行維持現況不變，經濟正自然地被萎縮，打擊兩地債市。

**模擬能源價格高企對生產力影響**



資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月17日

**歐央行：醜婦與家翁**

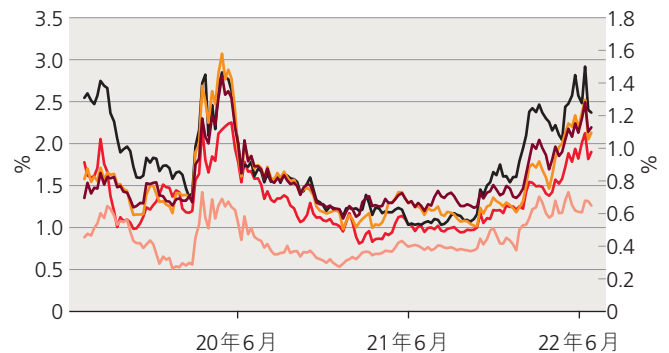
不論從任何角度分析，俄烏戰事影響經濟最深的地方是歐洲。通脹不斷攀升，生產物價指數 (PPI) 與 CPI 差距高見雙位數，今明兩年 GDP 增長預測被大幅下調 (歐洲經濟分析，詳情請參閱《宏觀策略》及《股票》章節)，加上近日歐洲多國出現不同訴求的示威，反映民怨將迫近臨界點。國際及私人利益膠葛不能凌駕國民生活，如何醜陋都要面對民眾，因為歷史上民不聊生最終會推倒政權。

歸根究底今次風暴源於與俄方互相制裁，但在資源上與俄方實力懸殊，依賴他國亦非長久，領導層逃避不了責任。除了歐洲元首盡快透過外交平息戰事，寬鬆流動性政策亦是造成高通脹原因之一。眼見衰退迫在眉睫，歐央行行長拉加德終於面對現實，放下堅持及淡化衰退風險，稱如有數據支持，歐央行可隨時「加快」加息步伐<sup>6</sup>。先撇開如何技巧上在高通脹與經濟邁向衰退時加息，債券投資者關心的是歐元區成員國力差異頗大，「歐豬」五國 (葡萄牙、愛爾蘭、意大利、希臘及西班牙) 能否承受收緊流動性帶來的衝擊？歐債危機會否重演？

歐央行在2015年1月及2021年3月分別推行資產購買計劃 (APP) 及緊急抗疫購債計劃 (PEPP)，分別增加3.2萬億及1.7萬億 (歐元，下同) 流動性，當時資金主要購買多國主權債，以防違約。截至今年6月，歐央行資產負債表升至約8.8萬億歷史新高。

隨著宣布今年3月結束PEPP計劃，歐洲各國10年期國債普遍上升。雖然6月各「歐豬」10年期國債收益率徘徊在2至3%，比較歐債危機時「7%魔咒」(債息達7%後便違約) 相距甚遠。但它們與德國息差自3月起遞升，例如意大利由年初約1.2%升至6月中超過2%。仍不及疫情高峰時2.2%，但雖不中亦不遠矣，其他4國情況相若，反映歐債風險正在醞釀中。

**德國與「歐豬」五國10年期國債息差**



資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

歐央行行長拉加德表示將在緊縮流動性的狀態下繼續警惕各成員國的高債務問題，並設計和部署新工具，以確保政策能以平等的方式惠及所有成員國，但執行細節欠奉<sup>6</sup>。市場質疑其可行性，顧此失彼下歐央行更顯無力感。或許將以偷樑換柱方式繼續寬鬆政策，以免坐以待斃，釀成歐債危機2.0的結局。

高盛歐洲金融狀態指數走勢持續上升，反映歐央行3月結束PEPP後，歐洲流動性明顯收緊。代表泛歐整體債市表現的彭博泛歐累計債券指數走勢傳統上與流動性背馳，跌勢其實由1月起開始，當時市場開始討論及要求歐央行盡快加息，反映市場領先數據的普遍認知。依計劃APP將在7月結束，配合市場預期歐央行大機會7月加息20點子，預料當時流動性將比3月時更緊，歐債跌勢將更明顯。雖然未至於違約，但投資者都應作好準備。

<sup>6</sup> 見歐央行網站，<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220628~754ac25107.en.html>



## 債券

歐洲金融狀態及泛歐累計債券指數



— 高盛金融狀態指數：歐洲 (左)  
— 彭博全球債券指數：泛歐累計 (右)

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

## 日央行：久守必失？

日本央行最近公布4月會議紀錄<sup>7</sup>，表示堅持其超低利率政策，誓言利用無限量購債計劃以捍衛10年期債券收益率走勢，並預期現有政策框架將成為未來數年超寬鬆政策的基本指引，因為日本面對的挑戰不是美國及歐洲要壓制通脹，相反是克服仍然偏低的通脹。

但有委員憂慮超長期債券收益率跌勢過度，長遠可能損害經濟，但在會議上並未受注視。而且日圓急瀉可能會擾亂企業發展計劃或推高持續上升的入口成本，冷卻投資及消費意欲。但會中強調貨幣政策的目標是實現物價穩定，而非控制匯率波動，認為沒有必要以加息來阻止日圓下跌。

日本經濟在迷失數十年後仍然迷霧深鎖，積弱源於勞動力老化，欠缺多樣性及結構性通縮，迫使日央行維持超低利率政策。高盛日本金融狀態指數走勢持續下跌，反映超寬鬆流動性符合日央行心意，但代表日本整體債市表現的彭博日本累計債券指數，卻沒有如其他地區指數與流動性背馳。過去1年債券指數在寬鬆流動性下不斷下跌，除了在戰事中失去宏觀避險功能外，資金對日央行能否堅持與各主要央行倒行逆施的策略失去信心。

日本金融狀態及債券指數



— 高盛金融狀態指數：日本 (左)  
— 彭博全球債券指數：日本累計 (右)

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

當某天日央行砥礪不住而忽然變卦，放棄操控收益率曲線甚至加息，對日本債市甚至全球金融市場的衝擊將是海嘯級。因此，今天堅持的代價便是受到全球交易員挑戰<sup>8</sup>，部份對沖基金開始大量沽空日債，直到日本央行放寬收益率曲線操控，甚至被解散。投資大鱷與日央行交戰，增添日本債市風險，令整體債券指數一蹶不振，散戶亦不宜沾手。

另外，日本央行任何轉變都可能給美國國債市場帶來衝擊。因美國國債最大海外持有國就是日本，如日本央行允許推高當地國債收益率，日本政府或投資者有可能大量拋售美債以抵銷對經濟及投資組合的影響。市場預測如日本央行將收益率上限從0.25%上調至0.5%可能會推升美國10年期國債收益率50點子<sup>9</sup>。金融世界互相牽制下，美債投資者亦須注意日央行的動向。

## 亞洲債市：風暴中的避風港

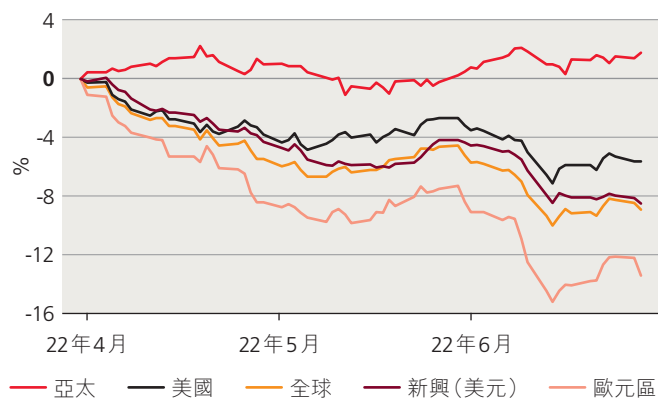
上季預測亞洲債市表現一枝獨秀，結果符合預期。截至6月28日，第二季彭博亞太累計債券指數表現明顯拋離全球、美國、歐元區及新興(美元)同類指數，最大差距曾高見超過16%(6月14日與歐元區表現)。除了回報，波幅率亦是同儕第二低，同期最低年化標準差是新興(美元)5.97%，之後依次是亞太(6.47%)、全球(7.05%)、美國(7.49%)及歐元區(11.10%)。合併風險與回報比較，亞太債市仍是「性價比」最高地區。到了第三季，除非俄烏戰事有突破性發展，否則亞太表現將繼續優於其他地區。

<sup>7</sup> 見日本央行網站，[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche\\_minu/minus\\_2022/g220428.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/minus_2022/g220428.pdf)

<sup>8</sup> 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-27/why-hedge-funds-are-shorting-the-japanese-yen#xj4y7vzkg>

<sup>9</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/bank-japan-vows-limitless-defence-yield-target-2022-04-28/>

彭博全球債券累計指數第二季表現 (3月31日為基點)



資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

今天全球債市核心風險在成熟市場須不斷加息遏抑通脹，反觀亞洲地區 GDP 最高首 10 個國家 (簡稱「亞洲十國」) 5 月 CPI 較 G7 國家為低，反映俄烏戰事偏向中立及資源豐富的亞太地區受影響不大，亦無迫切性改變利率，有利區內債市表現。

數據顯示年內亞洲十國共改變利率 5 次，總幅度 0.75%，同期 G7 共 10 次及 3.75%。反映存續期風險亞太區比歐美債市更低，年化標準差亦較低。集中分析美國與亞太區，過去兩次加息週期中美聯儲總加息次數為 26 次 (2004 年 17 次及 2015 年 9 次)，同期亞洲地區共 42 次，比例約 1.6 倍 (利率變化分析，詳情請參閱第一季《債券》章節)。截至 6 月 28 日，美國及亞洲十國改變利率的次數分別是 3 及 5 次，比例約 1.7 倍，結果相若。預期未來美國就算猛進地加息，只要亞洲地區加息總次數比例維持穩定，亞太表現將繼續優於歐美債市。

亞洲十國和 G7 央行最新 CPI 與官方利率數據，年內利率變化次數和總幅度

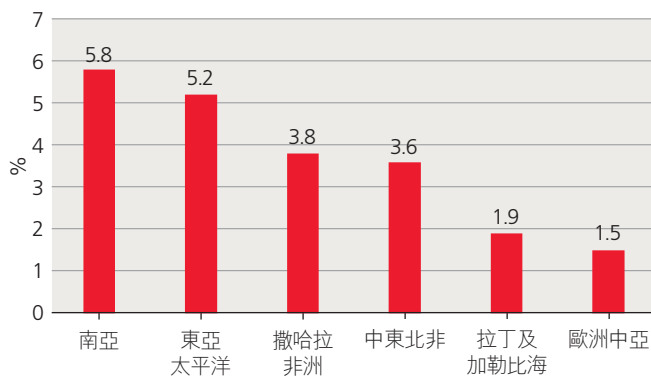
亞洲十國	CPI (%) (5月)	官方利率 (%)	次數	總幅度 (%)	G7 國家	CPI (%) (5月)	次數	總幅度 (%)
中國	2.1	4.35	0	0	美國	8.6	3	1.5
日本	2.4	-0.10	0	0	加拿大	7.7	3	1.25
印度	7	3.35	0	0	英國	9.1	4	1
南韓	5.4	1.75	2	0.5	法國	5.2	0	0
印尼	3.6	3.50	1	-0.25	德國	7.9	0	0
泰國	7.1	0.50	0	0	意大利	6.8	0	0
菲律賓	5.4	2.50	1	0.25	日本	2.4	0	0
新加坡	5.6	5.25	0	0	<b>總計</b>		<b>10</b>	<b>3.75</b>
馬來西亞	2.8	2.00	1	0.25				
越南	2.9	4.00	0	0				
<b>總計</b>			<b>5</b>	<b>0.75</b>				

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

## 債券

就算年內俄烏戰事持續，預期亞太地區明年經濟增長仍可維持在5%以上。根據世界銀行對明年新興市場各地區經濟增長預測，亞太地區表現明顯優異於其他地區，南亞及東亞太平洋分別預測為5.8及5.2%，數字亦高於整體成熟市場。

## 2023年各地區經濟增長預測



資料來源：世界銀行，數據截至2022年6月17日

上文分析，年內美國10年期債息可能升至近4%，因此在總回報率考量並非所有亞洲國債都屬吸引水平。絕對值上部份亞洲國家未必如美債吸引，相對值上兩者息差會反映信貸水平差異。

截至6月28日，美國10年期債息約3.17%，亞洲十國中：

- 絕對值高於此水平有印度(7.47%)、印尼(7.31%)、菲律賓(7.09%)、馬來西亞(4.24%)及南韓(3.69%)；
- 同期亞洲十國平均債息約4.14%，與美國息差為0.97%，息差高於平均值有印度(4.29%)、印尼(4.14%)、菲律賓(3.92%)及馬來西亞(1.06%)；
- 以彭博亞洲(美元)高質企業債券信貸息差作為風險溢價指標(1.53%)，再以美國債息作為無風險債券回報指標(3.17%)，高質企業債券總(應有)回報為4.7%。亞洲十國中只有印度(7.47%)、印尼(7.31%)及菲律賓(7.09%)高於此水平。反映投資此國債與亞洲高質企業債券無異，但違約風險理論上比企業債低。

衡量風險與回報後，結果南亞比北亞國債吸引。

## 亞洲十國和美國10年期國債收益率及兩者息差

國家	10年期國債收益率(%)	與美國息差(%)
印度	7.47	4.30
印尼	7.31	4.14
菲律賓	7.09	3.92
馬來西亞	4.24	1.07
南韓	3.69	0.52
新加坡	3.04	-0.13
泰國	3.02	-0.15
中國	2.85	-0.32
越南	2.48	-0.69
日本	0.24	-2.93
10國平均	4.14	0.97
美國	3.17	

資料來源：彭博，數據截至2022年6月28日

綜合而言，就算撇開上升機率，相信在經濟增長與通脹溫和的「金髮女孩經濟」(Goldilocks economy)維度下(經濟分析，詳情請參閱《股票》章節)，亞太債市下行風險比其他地區低，勢成全球債市資金在風暴中的避風港。





## 中國及亞洲債市回顧及展望

### 中美貨幣政策不一，市場對息口敏感度增

為對抗通脹，美聯儲加息態度積極，加上量化緊縮，美國國債收益率將繼續受壓。美國10年期國債收益率由5月份的2.93%攀升，6月份曾一度高見3.48%水平。美聯儲能否採取快速行動來控制通脹，成全球焦點。東亞聯豐預料若美國衰退風險進一步增加，收益率曲線有可能趨於平緩一段很長的時間，而量化緊縮對後市的影響可能更為顯著。然而，宏觀避險情緒將有可能不時對債券收益率帶來壓力。跟隨美國加息步伐，亞洲各地央行包括韓國、馬來西亞、菲律賓、印度在5月全面加息。我們相信該等地區的貨幣政策會趨向收緊，利率走勢難免有較大波動。

5月份中國在岸政府債券收益率走低，中美貨幣政策背道而馳。美元強勢令中美利差收窄，而美國繼續加息走勢，可能對人民幣構成壓力，市場對息口敏感度將有增無減。投資團隊認為人民幣在短期內仍會持續疲弱，預計在岸利率市場近期將在現水平徘徊，相信內地實施大規模貨幣寬鬆的可能性不大，但政策基調仍然溫和，這可能會限制了在岸收益率的上行空間。

### 中國相對寬鬆政策，推進增長目標

中國以「穩經濟」的大前題下，市場預期會以相對寬鬆的政策推進「穩增長」目標。國務院總理李克強在6月1日主持的國務院常務會議中，聚焦將6方面33條政策措施盡快落實，刺激措施包括大規模的退稅計劃、基礎設施項目、提高汽車銷售舉措、放寬一些房地產緊縮措施等。中國人民銀行亦示意，將「降準」視為其中一項刺激市場的措施。

中國內地繼續採取「動態清零」政策，實施嚴厲的封鎖措施，致力降低確診數字。至5月初，疫情開始有受控跡象，整體個案宗數大致回落。在預期相對寬鬆的貨幣政策下，東亞聯豐相信未來幾個月增長或會逐步回升，但步伐仍相對緩慢。雖然中國政府有意放寬房地產措施，但仍有待時間落實執行。現時房地產合約銷售依然疲弱，而內地封城措施亦影響買家情緒，加上開發商現金流緊絀，不排除違約事件會持續出現，因此投資團隊繼續對中國房地產債券繼續保持審慎態度。

### 亞太區債券存續期較短，有助緩衝息口走向

全球經過長達兩年疫情的困擾，歐美各國在變種病毒的陰霾下，奉行與病毒共存政策，逐步開放通關入境。繼今年3月，27個歐盟成員國放寬防疫措施，亞洲地區隨後亦相繼有條件陸續恢復通關安排。然而，全球供應鏈仍然緊張，大宗商品價格上漲。加上俄烏衝突持續，更進一步推高能源價格。在此格局下，投資團隊傾向具防禦性的金融類別短期高收益債券及東南亞高收益債券。這些債券提供了理想的利差，同時亦受惠於大宗商品價格上漲。加上，亞太區債券存續期較短，有助緩衝未來息口走向對投資組合的影響。

### 亞洲投資級別債券，相對更具抗禦力

從投資級別債券來說，亞洲投資級別債券的波動性比美國投資級別債券為低，且具抗禦力及正面評級趨勢。

#### 亞洲投資級別債較美國同類債穩定



— CEMBI 多元亞洲投資級別債  
— 美國投資級別債 (JULI 新興市場除外)

資料來源：彭博，數據由2015年1月2日至2022年6月24日  
CEMBI為摩根大通企業新興市場債券指數、JULI為摩根大通美國流動性指數

當中，投資團隊偏好銀行金融及物流業的投資級別債券，主要由於該類別一般擁有穩定及優質資產、穩健資本及現金流，抗禦能力較佳；而物流及運輸行業更因疫情關係，需求顯著增加，帶動業務增長。

## 債券



## 亞洲債券點評

## 印度

印度消費物價指數(CPI)從4月份6.95%，再一步飆升至5月份的7.79%，遠超過央行6%的CPI目標。印度央行加息40個基點至4.4%以抗通脹。面對通脹壓力，俄烏衝突持續，全球能源及原材料供應更緊張，對投資印度鋼鐵和大宗商品高收益債券有利。

雖然煤炭和石油一直是印度工業增長及現代發展的重要能源，但透過印度政府積極推動，越來越多印度企業及民眾使用可再生能源，現時可再生能源關稅已低於傳統能源，加上太陽能組件安裝成本價格下降，令滲透率大大提升。作為全球第二的人口大國，印度正迅速發展成為可再生能源生產國。由於印度的市場規模龐大，以及擁有巨大的增長空間，投資團隊繼續看好印度的可再生能源高收益債券。

## 印尼

5月份，印尼製造業採購經理人指數維持在51以上。隨著能源價格飆升，出口大幅增長，印尼貿易順差擴大，但通脹仍處於可接受水平。由於地緣局勢緊張，煤炭價格仍處於高位，相關企業可受惠於高企的商品價格，預期可增加營運現金流，並進一步減輕債務負擔。此外，印尼政府一系列對房地產行業的寬鬆政策，令信貸評級基礎更為改善。儘管印尼很可能隨外圍走勢加息，但因按揭利率仍處低位，支持自置及投資者的需求。因此，我們均看好印尼大宗商品及房地產高收益債券。

## 香港

跟隨內地「動態清零」政策，香港特區政府並未有大幅放寬防疫限制，而入境及隔離措施，令不少商務往來及旅客卻步，本地零售及飲食行業等仍未復常。市場期望新一屆特首履任後，將推動加快通關步伐，加上新一輪消費券計劃，應可會為消費相關行業帶來支持。因此投資團隊仍然偏好香港具抗禦能力的企業，以及擁有高質量信用評級的投資級別債券。

## 澳門

澳門特區政府最近發現新型冠狀病毒新增個案後，為盡快遏止疫情，當局安排展開全民核酸檢測，除提供生活必需品的場所外，呼籲其他場所暫停營業，賭場方面亦需採取同樣措施。澳門博彩業繼續受到反覆的疫情及對貴賓博彩業的監管事件影響，遊客人數大不如前，增加現金流消耗，我們對澳門博彩業持謹慎態度。相信要等待恢復通關及落實博彩業相關措施後，投資氣氛才有望改善。

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。