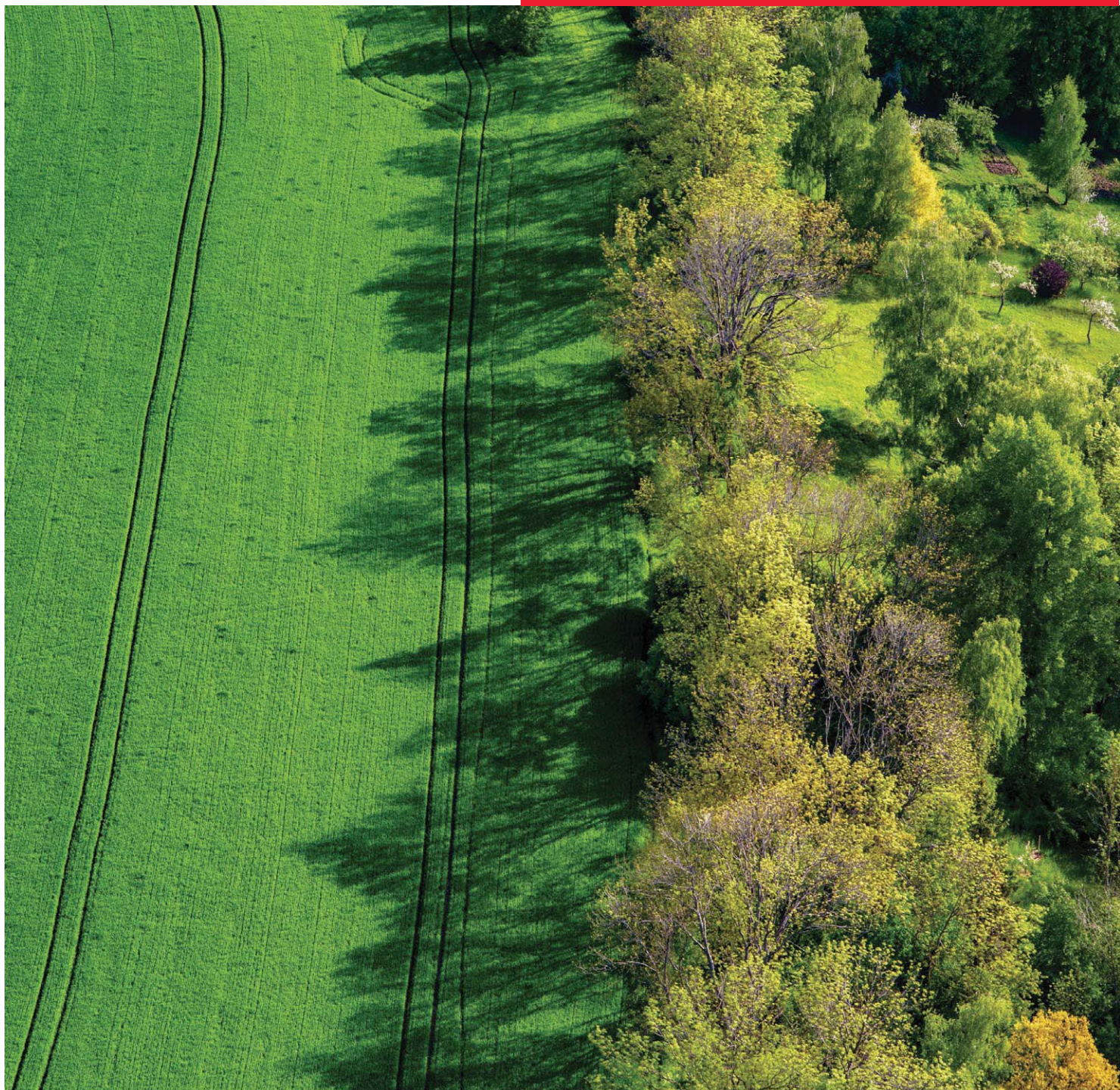


壁壘分明

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



壁壘分明

上季標題是《否極泰來》。成功預測債市在去年全面下跌後反彈，風險角度上整體債市表現優於股市。衰退同時加息時收益率曲線倒掛將出現逆轉，債券分類指數中信貸評級與表現成正向關係，彼此提供了可取的投資操作。加息週期尾聲往往是投資債券最佳切入點。違約風險處於高位，投資級別債券較高息債券表現較佳。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《壁壘分明》。常言市場風險愈高，投資策略便愈清晰。尤其當拐點漸現，資金「歸邊」趨勢下只要順勢而行，目標可期。各地加息週期進入尾聲，歐美經濟衰退甚囂塵上，銀行、房市及高息債券泡沫爆破風險攀升，東西

方經濟增長落差擴大等，預期主要利率及收益率將大幅波動，各地區違約率此起彼落。形成各類債券走勢差異，反而造就出不同投資機會：「債優於股」、「美債優於歐債」、「IG 優於 HY」、「美債曲線正常化」及「亞洲債市向好」。壁壘分明下路徑清晰，靈活敏捷中風管為先。

上季指數表現及資金流向呈現拐點

從利率及經濟預測到各資產市場氛圍下，上季得出「債優於股」的策略定案（詳情請參閱上季《宏觀策略》章節）。根據彭博全球累計債券指數、MSCI 世界股票指數、標普高盛商品綜合指數及貿易加權美元指數代表各投資市場季內表現，結果如下：

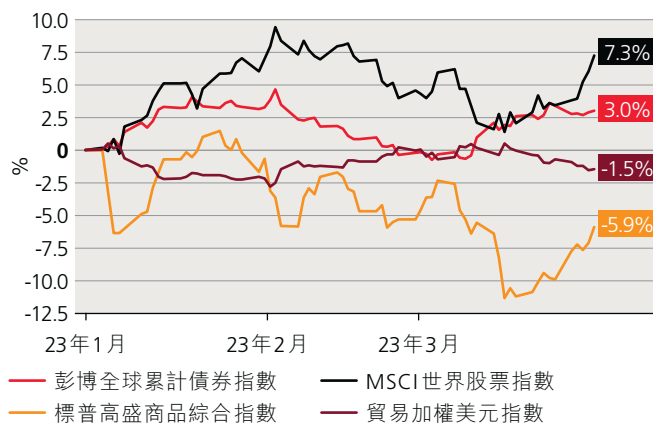
時段	指標	彭博全球累計債券指數	MSCI 世界股票指數	標普高盛商品綜合指數	貿易加權美元指數
1 月	月內回報（%）	3.3	7.0	-0.7	-2.2
	年化回報（%）	47.3	125.3	-7.6	-23.1
	年化標準差（%）	7.1	13.2	21.0	5.3
	年化回報與風險比例	6.6	9.5	-0.4	-4.3
2 月	月內回報（%）	-3.3	-2.5	-4.0	2.3
	年化回報（%）	-33.3	-26.5	-38.7	31.0
	年化標準差（%）	7.8	12.4	18.9	6.2
	年化回報與風險比例	-4.3	-2.1	-2.0	5.0
3 月	月內回報（%）	3.2	2.8	-1.3	-1.5
	年化回報（%）	45.3	39.8	-15.0	-16.8
	年化標準差（%）	8.2	15.3	20.6	6.2
	年化回報與風險比例	5.5	2.6	-0.7	-2.7
季內	季內回報（%）	3.0	7.3	-5.9	-1.5
	年化回報（%）	12.6	32.3	-21.6	-5.7
	年化標準差（%）	8.0	13.8	20.0	6.0
	年化回報與風險比例	1.6	2.3	-1.1	-1.0

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 3 月 31 日

債券

以年化回報與風險比例作指標，結果顯示除了2月，不論按月或按季股票及債券市場較商品及貨幣市場表現優異，反映去年熾熱的商品及美元急速降溫，股票及債券市場物極必反之勢。集中觀察股票及債券市場，按季股市表現優於債市。但按月表現更能反映季內利率及銀行危機等問題糾纏著股市。1及2月股市氣氛受惠中國復常，MSCI世界股票指數升至季內高位。到了3月，忽然傳出銀行危機及美國加息25基點，股市逐步回吐而波幅較前月上升，避險情緒轉投債市。另外，債市年化標準差全數較股市低，反映不明朗因素交織下，風險角度上債券表現較可取。預期銀行危機餘波未了，加上美國衰退甚囂塵上，本季仍以「債優於股」策略為主軸。

各資產指數代表季內變化

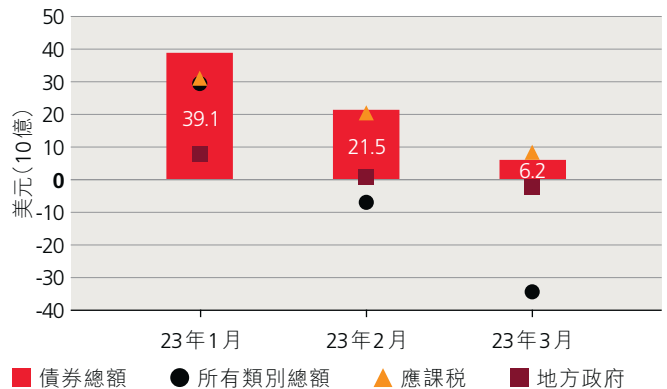


資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

除了指數表現，美國投資公司協會提供截至3月29日數據顯示，首3個月在美註冊的開放式（Open-end）基金及交易所買賣基金（ETF）之債券類別總資金流入共約668億（美元，下同），比較同期所有類別（包括債券及商品類等）資金流出約123億形成強烈對比，而且首3個月全數錄得流入，反映投資者預期利率見頂及多項不明朗因素下陸續避險，「棄股投債」狀況尤其明顯（詳情請參閱《股票》章節）。

債券類別中細分應課稅（例如企業債券）及地方政府兩個次類別，季內兩者分別流入604及64億，比例上9比1分佈反映資金偏好企業債券，尤其投資級別債券。利率風險敏感度較高的政府債券雖然熱度猶存，但3月錄得流出23億反映市場對利率預測仍然分歧，信貸類債券較為吸引。

美國註冊開放式基金及ETF按月交易額數據



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2023年3月31日

上述指數及資金流彷彿呈現國際資金正以避險為主流。預期加息週期進入尾聲，隨之而來的是經濟放緩甚至衰退。上季起已從多個角度分析，這是不能避免的歷史循環，投資者只能逆來順受，預早安排組合及策略準備。回應本報告其他章節的主軸：未來投資主題將由「加息」轉向「衰退」，債券將成為未來資產組合的主骨幹。

衰退主題下債券組合策略及操作

勉強加息只是畫蛇添足

《宏觀策略》章節中分析美聯儲迅速透過貼現窗工具，向中小型銀行提供大量流動性以緩解銀行危機，但代價是將去年「縮表」努力砍掉一半。頓時增加流動性更有可能導致通脹回升，迫使延後加息週期，同時會抵銷拯救銀行業成效，兩難下造成惡性循環。

美聯儲抵住各方壓力下3月仍然加息25基點，參考當中點陣圖顯示投票結果以年內最少再加息25基點為主（18中有10票）¹，市場大部份預測將在5或6月出現。暗示美聯儲有信心不須改變利率導向而解決銀行危機，換句話說通脹仍是決定利率的主要因素。

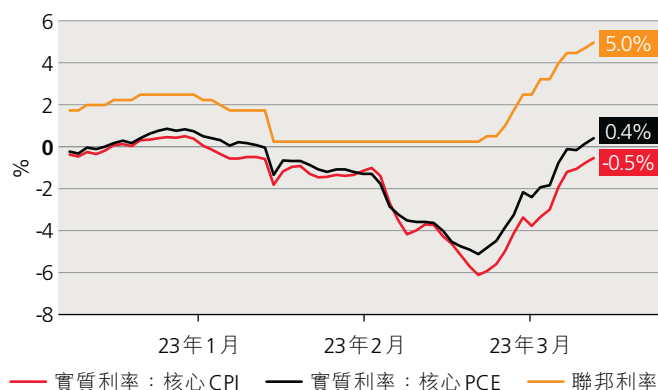
上季提出透過實質利率的相對性概念，而非名義利率或所謂2%通脹目標的絕對性概念，去預測利率走向，數據分析上亦較穩妥及減低資金炒作的噪音，內容在此不再累贅（詳情可參閱上季《宏觀策略》章節）。

¹ 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtab120230322.pdf>



經濟學上實質利率反映國民購買力，亦應與實質經濟增長匹配。根據截至3月31日聯邦利率上限為5%，減去美聯儲利率決策為依歸的核心個人消費支出(PCE)4.6%，實質利率便是正0.4%，剛好與美聯儲3月公布預測年內經濟增長0.4%匹配，暗示未來應該停止加息。就算短期內核心PCE反彈，料再加息25基點便足夠應付。如以坊間談論較多的美國核心通脹(消費物價指數，CPI)為計算指標，結果為負0.5%。如果再加息25基點，只要核心CPI下降多25點子，實質利率便會歸零，未來勉強加息是否畫蛇添足？

美國實質利率及聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

再者，如未來經濟進一步放緩，核心CPI及PCE隨之下降，實質利率自然上升，如水平超過實質經濟增長，流動性過度收緊反而進一步打擊經濟。更甚是當衰退出現時，美聯儲理應減息而非加息，以配合通脹及經濟下滑。未來美聯儲委員再高調討論所謂「未達2%通脹目標」又是否多此一舉？

就算銀行危機再度惡化，利率變動影響經濟層面始終太大，亦未能對症下藥。預期美聯儲將堅持透過銀行定期融資計劃(BTFP)定向「放水」，同時加碼每月「縮表」規模以回收額外流動性，減低間接刺激通脹反彈風險。

成功預測切入點及曲線倒掛逆轉

根據上述分析，確立美聯儲上半年結束加息週期為基礎，下一步便錨定(Anchoring)切入點及美國國債收益率，再制訂未來債券組合及操作。

債券

上季已成功預測加息週期尾聲便是投資債券的最佳切入點，理據在此不再累贅。彭博累計債券分類指數按季表現全數上升便是最佳佐證：

指數	季內表現 (%)	指數	季內表現 (%)
全球通脹掛鈎	4.47	美國累計	2.96
美國高息企債	3.57	美國綜合	2.93
美國企業	3.50	泛歐高息	2.89
全球信貸	3.33	政府相關機構	2.88
美國政府/信貸	3.17	亞太累計	2.75
全球高息	3.15	美國 MBS	2.53
全球國債	3.08	泛歐洲累計	2.23
加拿大累計	3.07	新興美元累計	2.15
全球累計	3.01	歐元累計	2.09
美國國債	3.01	中國累計	0.87

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

只要相信年內正式結束週期，未來不論加息速度或幅度，應延續上季增持債券策略以爭取穩定回報，尤其投資組合中股票比例偏高的投資者，以減低負面因素對組合衝擊（詳情可參閱《股票》章節）。重申本季「債優於股」策略為主軸。

當確立增持切入點，收益率曲線倒掛（長期較短期收益率低）便是下一個關鍵。上季已成功預測衰退前美國國債收益率曲線倒掛幅度將逐漸收窄，直到衰退重臨時2與10年期收益率差距便回歸正數，理據在此不再累贅。

參考美國2與10年期國債收益率差距自去年初至上季表現，隨美聯儲去年3月開始加息，收益率差距便拾級而下，倒掛更始於去年7月5日便持續至今。差距由去年1月7日最高89.6（點子，下同）持續下跌至今年3月8日最低負108.7後逆轉。事有湊巧，3月8日是矽谷銀行（Silicon Valley Bank, SVB）宣布增資22.5億美元以強化資產負債表²，消息震驚市場並揭開銀行危機序幕。之後收益率負值開始減少至負39.9後以56.2季結，較最低點差不多少一半。

雖然沒有量化數據支持，但質化因素暗示市場認為銀行危機是邁向經濟衰退第一步，或許收益率曲線倒掛初見逆轉便是最佳證明。

美國收益率差距及聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

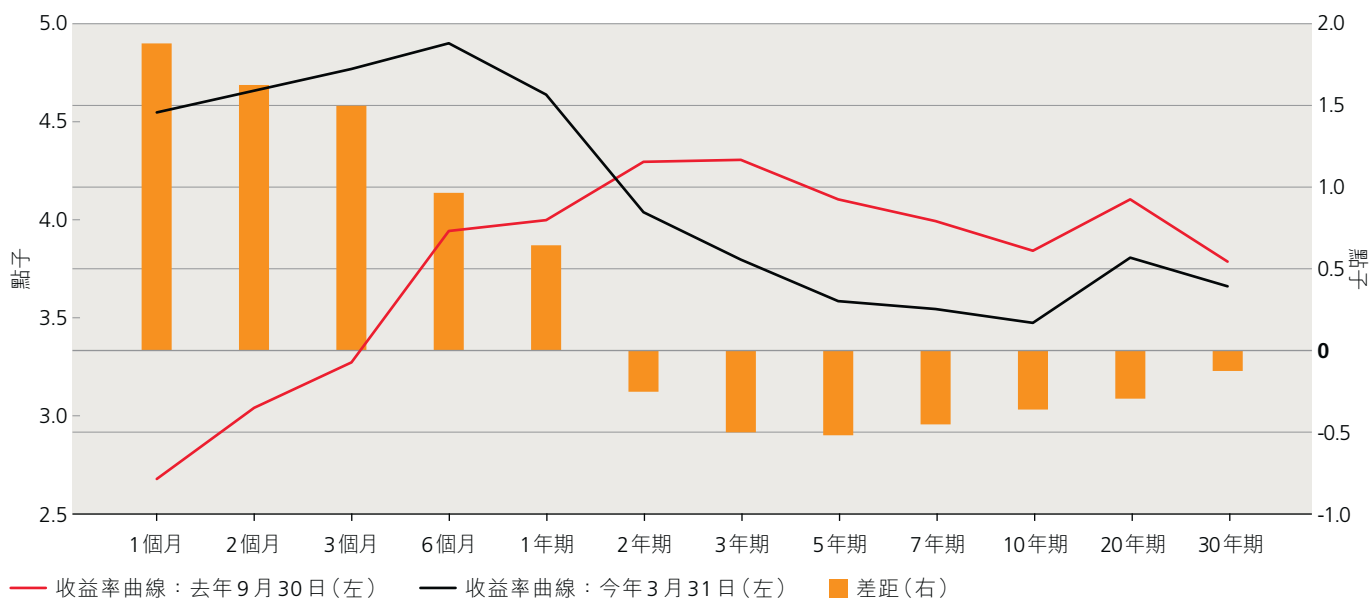
「久期中性」策略的優勢

當確立以上基礎後，下一步是投資操作。投資策略上當收益率曲線正常化（收益率差距由負轉正）過程中，「久期中性」策略（Duration-neutral strategy）是較可取操作之一。「久期」指債券價格對利率變化敏感度，債券年期是最重要影響因素之一。「中性」是指債券價格不受利率變化方向及時間影響。合併兩者即是透過調配債券組合成份以達至組合不受利率影響下賺取穩定回報。

利率變化是被動因素，但調配組合年期是主動操作。融資市場中各利率存在牽引性，美聯儲透過聯邦利率變化傳導至其他利率，包括存款利率及債券收益率。當利率間差距太大，市場自然會利用套戥操作收窄差距至「合理」水平，所以利率穩定性是公私營合作的成果。「合理」與否當然因時制宜，例如上述衰退前夕收益率差距由負轉正便是一例。

² 見矽谷銀行網站，<https://ir.svb.com/news-and-research/news/news-details/2023/SVB-Financial-Group-Announces-Proposed-Offerings-of-Common-Stock-and-Mandatory-Convertible-Preferred-Stock/default.aspx>

美國國債收益率曲線及其差距



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

參考美國國債收益率曲線(以下簡稱「曲線」)在去年9月30日與今年3月31日變化及當中各年期收益率差距，觀察結果如下：

- 9月30日曲線呈現出輕微倒掛，拐點在3年期以後，當中10年期收益率偏低；
- 3月31日曲線呈現出明顯倒掛，收益率由6個月至10年期遞降，跌幅較去年9月更大；
- 兩條曲線收益率差距在2年期起由正轉負，亦是市場普遍衡量倒掛的起點。

以衰退前曲線正常化為預測基礎，未來曲線將出現扭動(Twist)走勢。根據以上觀察，曲線最有可能以2至3年期作支點，2年期以上收益率遞升同時2年期以下驟降，仿如搖搖板動態修正，直到2與10年期收益率差距重回正數。因收益率與債券價格成反比，以上走勢將惠及2年期以下債券，相反2年期以上將受壓。因此債券組合應以年期為標的，按加權比例增持受惠同時拋售甚至沽空受壓債券，直到組合加權平均久期值(敏感度)維持在約3年期左右。回應上述觀察，2至3年期應該是扭動走勢中變化最小(支點)，即受利率影響最小的年期(「中性」的意思)。

另外注意在扭動修正時，如果同時出現滑移(Shift)走勢，即整體曲線以接近平衡方式上下移動。操作上除了關注各收益率變化方向，亦須注意其幅度及比例，再決定增持及拋售金額，即所謂「對沖比例」(Hedge ratio)，不過操作上較複雜，在此不作詳述。當然「久期中性」操作除了透過年期調配，亦可以信貸水平及票息組合變化等調控達標，在此都不作詳述。

10年期國債收益率作指標

分析了客觀環境及策略操作，下一步便是幅度或操作範圍。曲線正常化指2與10年期差距由負轉正過程，當中取決於2及10年期收益率變化的相對比例，而非絕對數值或概念上搖搖板般背馳走勢，例如兩者同時下滑(Shift)但2較10年期幅度較大，即下滑與扭動(Twist)並存的狀況。以此模擬兩項收益率不同變化比例及方向，可能出現的結果數目將非常龐大，兩項以上更以幾何級數遞增，因此錨定一個座標再調配債券成份更實際。

10年期國債收益率常被市場視作參考曲線變化指標，除了在債市成交量名列前茅，亦與聯邦利率相關性偏高強有關。過去成功預測美國10年期國債收益率將趨升至4.3%登頂，現實是收益率在去年10月24日高見4.24%後反覆下跌，上季曾升至4.06%後又再下跌，反映市場預測加息週期完結漸濃，呈現在收益率拾級而下走勢。

債券

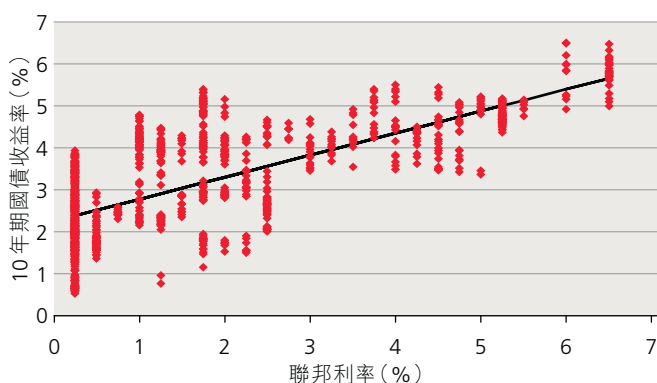
美國 10 年期國債收益率及聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至 2023 年 3 月 31 日

市場普遍預期美聯儲再加息 1 次 25 基點便結束本次週期（即 5.25%），而利率期貨預測 12 月聯邦利率上限將降至 4.5%。以這兩項預測為界線，透過迴歸分析抽取自 2000 年起按週聯邦利率，再推算 10 年期國債收益率之合理區間，結果顯示 10 年期收益率應徘徊在 3.7 及 4% 之間。

美國 10 年期國債收益率與聯邦利率之迴歸分析



資料來源：彭博，數據截至 2023 年 3 月 31 日

最後利用此區間為界，以 2 與 10 年期收益率差距「歸零」作基礎，並以季結時 2 及 10 年期國債收益率分別約 4 及 3.5% 作綜合分析，推測未來 10 年期收益率上升而非 2 年期下降機會較大，而且引述上文 2 年期是扭動的支點，理論上變化幅度偏低。當 10 年期收益率升約 50 點子（接近預測區間上限 4%），當時收益率差距亦接近「歸零」。

這便是「久期中性」策略中從無限可能性縮窄機率的操作路線圖。當然以上假設今天客觀因素不變，但銀行危機惡化、美國經濟急挫或俄烏戰事升級等出現時，便須隨時修正預測。

其他因素：去美元化不利美國國債

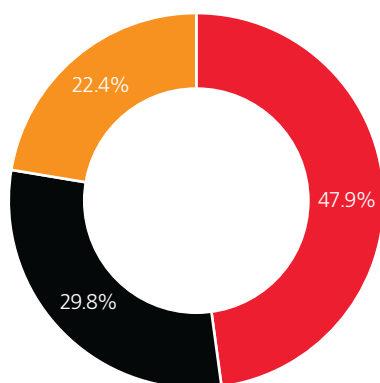
去美元化牽動減持美國國債

上季分析俄烏戰事爆發後，世界上「去美元化」之聲此起彼落，尤其以人民幣取代美元作為環球主要貨幣呼聲最高。本報告已分析當前貿易、儲備及投資貨幣層面上，根本不可能短期內撼動美元的江湖地位，而且當前中國經濟發展中人民幣過早居首或存在太多不穩定性及並無必要性（詳情可參閱《宏觀策略》章節）。引用外交部長秦剛在外長記者會中，被問到未來中俄貿易是否放棄使用美元時表示³，「甚麼貨幣好用、安全又信得過，就用甚麼貨幣。國際貨幣不應成為單邊制裁的殺手鐮，更不應成為霸凌脅迫的代名詞」。

參考截至去年 12 月美國國債持有人比例數據顯示，美國國債總額達 24.6 萬億（美元，下同），當中佔比最大是「其他持有人」（金融及各地政府機構為主）佔 47.9%，海外持有人（其他國家外匯儲備）及美聯儲分別佔 29.8 及 22.4%。結果反映近 8 成國債是非美聯儲持有，換句話說美國國債十分依賴其他國家及機構資金。形勢如「去美元化」般逆轉，美債需求下跌將不單影響美國財政運作，亦對美元及利率等金融因子造成負面影響，後續波及全球金融市場。

³ 見文匯報網站，<https://www.wenweipo.com/epaper/view/newsDetail/1633173174449475584.html>

美國國債持有人分布百分比



■ 其他持有人 ■ 海外持有人 ■ 美聯儲

資料來源：彭博，數據截至2022年12月

「海外持有人」中首10個國家持有金額及佔比數據如下：

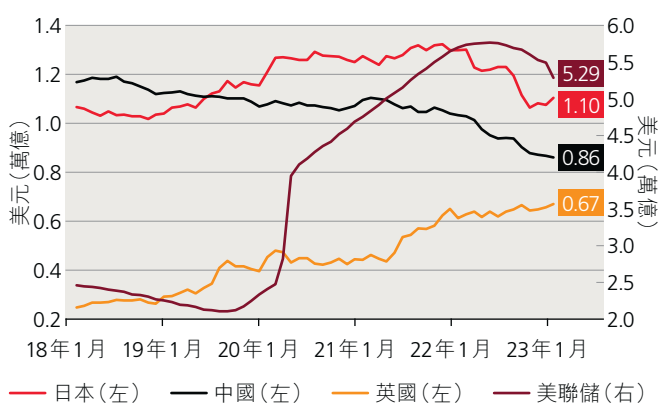
總額 (10 億美元)		佔比 (%)
海外持有人	7,402.5	100
國家	金額 (10 億美元)	佔比 (%)
日本	1,104.4	14.9
中國	859.4	11.6
英國	668.3	9.0
比利時	331.1	4.5
盧森堡	318.2	4.3
瑞士	290.5	3.9
開曼群島	285.3	3.9
加拿大	254.1	3.4
愛爾蘭	253.4	3.4
台灣	234.6	3.2

資料來源：彭博，數據截至2023年1月

日本及中國是世上最大兩個持有美國國債國家（佔超過25%），兩國持續減持將明顯影響美債穩定性，觀察首10個國家中預期只有英國及加拿大在實力及與美國關係上可填補空隙，但力量存疑。以上預測並非子虛烏有，參考美聯儲及首3名國家過去5年持有量走勢比較，日本已由2021年11月最高1.33萬億下降至今年1月1.10萬億，中國更明顯由最初1.17萬億間歇地持續減持至去年4月跌破1萬億關口，今年1月更只有約8,600億。反觀第3位英國，由不足3,000億提升至今年1月約6,700億。以此趨勢，未來英國好可能取代中國成為第2大持有國。

綜合去年至今數據，中日共減持3,800億，但英國只增持200億，相差19倍。哪個國家及機構能填補此缺口？這訊息對全球金融市場帶來啟示，亦對美債發出警號。美債收益率曲線有可能超出預期般上升，債息波動亦不利美國經濟增長。

美聯儲及其他國家持有美國國債金額



資料來源：彭博，數據截至2023年1月

各央行正加快增持黃金

各國外匯儲備中黃金比例正在上升。世界黃金協會報告中表示⁴，在金本位制度及布雷頓森林體系崩潰後各大央行大量減持黃金，但2008年全球金融危機扭轉了形勢。2010年起整體中央銀行每年都成為黃金淨買家，尤其來自新興市場國家。2010至去年底央行們持金量增加6,815噸，儲備超過35,000噸，幾乎佔地球庫存5分之1。預期央行需求仍在遞增，尤其在危機時期、長期保值及高流動性中扮演關鍵角色。

⁴ 見世界黃金協會網站，<https://www.gold.org/goldhub/research/30-years-gold-demand-trends>

債券

協會亦提供全球首10個國家外匯儲備持金量及其佔比，數據如下：

國家	噸數	外匯儲備佔比(%)
美國	8,133	67.2
德國	3,355	66.8
意大利	2,452	63.7
法國	2,437	65.6
俄羅斯	2,330	23.8
中國	2,050	3.6
瑞士	1,040	6.6
日本	846	4.0
印度	790	8.0
荷蘭	612	56.3

資料來源：世界黃金協會，數據截至2023年4月



存有最高噸數的是美國，佔其儲備近67%。反觀日本及中國佔比只有4及3.6%，噸數比例更只有美國約10及25%。數據反映中日兩國仍有大量空間以黃金取代美債，暗示對美債而言中日減持是長期不利因素。另一亮點是歐洲各國總存量達10,773噸，高於美國超過3成。反映去年美國持續加息導致收益率攀升，美債價格下跌對歐洲儲備影響實屬輕微。

由去年3月第1次加息至今年2月錄得黃金交易的主要經濟體如下：

國家	2022 年										2023 年		總數
	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	
	噸												
土耳其	4.8	5.6	13.3	7.7	11.6	8.9	10.7	8.9	19.3	24.8	23.1	22.5	161
中國	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	32.0	30.2	14.9	24.9	102
烏茲別克	-1.2	8.7	9.0	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	-1.6	-1.2	-11.5	8.1	54
新加坡	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	44.6	6.8	51
卡塔爾	0.0	0.8	4.7	0.8	14.8	4.4	12.0	0.0	3.1	0.0	0.0	0.0	40
伊拉克	0.0	0.0	0.0	33.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	34
印度	2.5	0.9	3.7	2.8	13.4	0.0	4.1	0.9	0.0	1.1	0.0	2.8	32
俄羅斯	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	31.1	31
阿聯酋	0.7	-1.0	0.7	-0.5	0.6	-1.7	10.5	9.3	6.0	-5.0	-1.2	0.0	18
菲律賓	-5.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.4	0.5	0.9	0.7	0.4	0.0	2
歐元區	0.9	-0.8	-2.4	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	1.9	-0.2	-1
德國	0.0	-0.9	-2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-4
哈薩克	-12.1	5.3	6.3	4.3	-11.2	2.0	6.7	2.6	-3.7	-28.7	3.9	-13.1	-38

資料來源：世界黃金協會，數據截至2023年3月

去年美國持續加息及把貨幣「武器化」以制裁俄羅斯，大部份主要經濟體正積極增持黃金以減低受美國國策對本國儲備的長期影響。14個月內只有3個國家總體減持黃金，增持超過100噸以上更有土耳其及中國，尤其中國自去年11月起每月都明顯增持，與同期減持美債成強烈對比。最後，以上156個數據中正及負數佔46及14%，反映近半數紀錄突顯各央行正加快增持黃金的事實，長期對美債及其收益率不利。

高息債券：醞釀著下一個震央

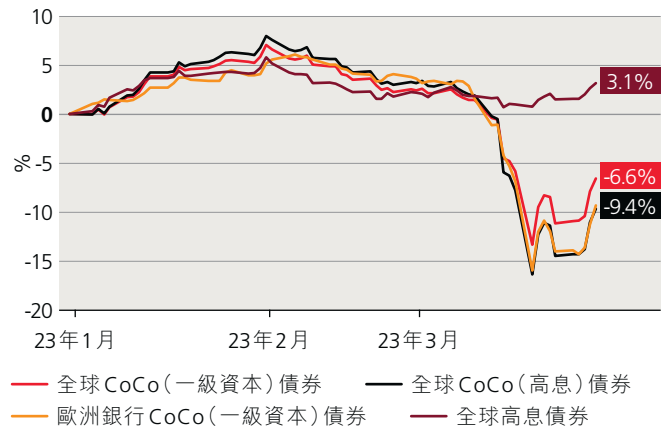
AT1歸零是果非因

當瑞士金融市場監管機構 (Swiss Financial Market Supervisory Authority, FINMA) 宣布被收購之瑞士銀行有關的額外一級債券 (Additional Tier-one, AT1) 全數歸零後⁵，AT1 這名字忽然在市場霧出頭來。

其實AT1債券誕生自2008年金融海嘯後，全球監管當局銳意在規定水平上再提高銀行流動性或資本以保障存戶及投資者，銀行便發行AT1債券補充不足。當中最重要條款之一是當銀行資本水平跌至設定值時，發行人有權將AT1債券撇帳以填補資本要求，持有人有權轉債為股，因此AT1又名為「應急可轉換債券」(Contingent Convertible Bond, CoCo)，部份條款更包括受權監管機構在一定狀況下有權全數撇帳。因條款令持有風險高於普通債券，其風險溢價或收益率普遍較高。

雖然持有人大多為機構或專業投資者，當中少量透過退休金或開放式基金等金融工具被個人投資者持有，但其覆蓋面及受影響金額遠較金融海嘯時五花八門的衍生工具為低，例如抵押債務憑證 (Collateralized Debt Obligation)。暫時未見有其他金融機構因持有AT1出現嚴重損失而倒閉，而彭博各項CoCo債券指數年內表現大幅遜於全球高息債券指數，落差反映危機相對局限，預期本次銀行危機不會如2008年般釀成全球性金融災難。

彭博各應急可轉換債券 (CoCo) 指數及全球高息債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

話雖如此，歷史上市場參與者在失敗中吸取教訓，但同時學會另辟空隙鋌而走險，而引爆點往往在風險雷達之外。就如去年歐美主要央行執意「暴力加息」，本次銀行危機及瀕臨崩塌邊緣的商業房地產市場已向投資者及監管當局發出警號 (詳情請參閱《宏觀策略》及《股票》章節)，而下一個震央好可能是高息債券市場。多層問題並存將倍增風險，影響將超越今天風險預估水平。

維持「IG優於HY」觀點

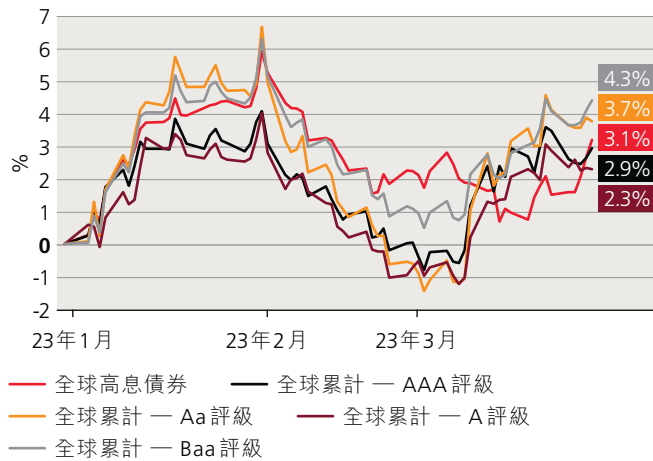
上季提出信貸違約掉期 (Credit Default Swap, CDS) 市場去年第4季反覆轉向狀態並非正常表現，除了去年因成熟市場過急的貨幣緊縮風險傳導至新興及亞洲市場外，個別行業CDS指數緩慢遞升暗示背後或醞釀風險。因普遍高息債券對CDS變化較為敏感，當時已提醒投資者注意高息債券 (High Yield, HY) 市場，並提出投資級別債券 (Investment Grade, IG) 佔優的「IG優於HY」觀點。

參考彭博全球累計債券分類指數中全球高息債券與各投資評級債券年內表現比較，結果Baa及Aa評級表現更勝HY，而AAA最高評級與高息債券表現相若。不難理解回報相仿但違約率偏低的IG債券佔優，事實亦與上季預測相若。

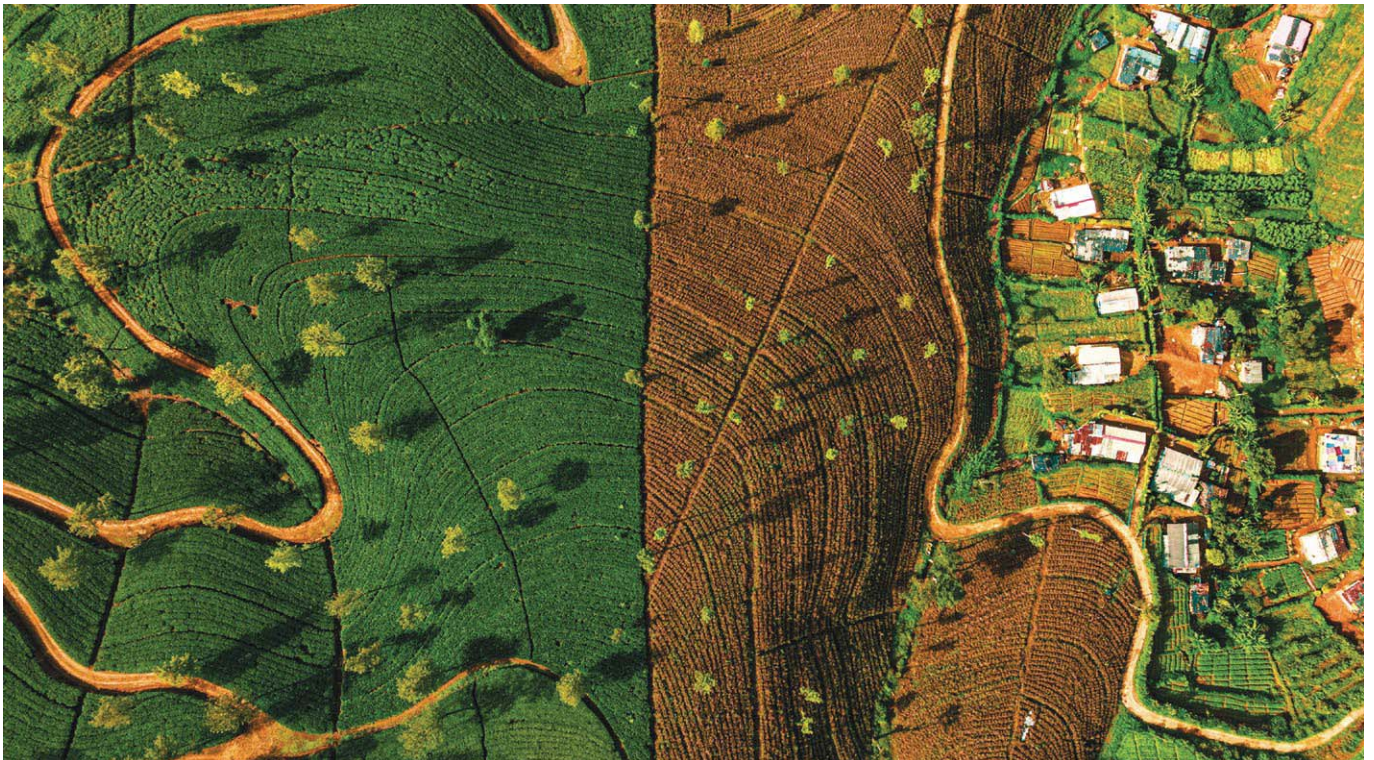
⁵ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/finance/credit-suisse-writes-down-17-bln-bonds-zero-angering-holders-2023-03-19/>

債券

彭博全球高息債券及全球累計不同評級債券指數表現



多年量化寬鬆孕育了不少泡沫，超低融資成本刺激全球房價飆升，脫離了民生可負擔範圍，亦增生出龐大高息債券市場。超低利率環境下金融機構為求賺取微薄的利率收入，迫使更寬鬆批出貸款給沒有信貸紀錄，甚至紀錄偏差企業都能取得大量資本。就算營運上任何閃失而資不抵債，都可以利用更高收益率吸引更多風險投資者，甚至透過「表外融資」(Off-balance-sheet financing)，務求以「新債換舊債」形式生存。直到去年歐美央行執意緊縮流動性，惡性循環逐漸浮現，「財務化妝」(Financial make-up) 再不能瞞天過海，違約或倒閉只是時間問題，本次銀行危機便是一例。



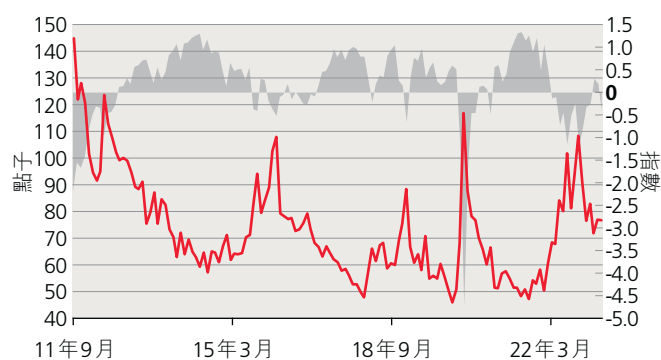
根據以下兩類指數去分析金融狀態對IG及HY債券CDS的影響：

- 彭博金融狀態指數顯示當地流動性狀態，正數為偏向寬鬆，負數為偏向緊張；
- 標普環球 (S&P Global) 提供 Markit CDS 指數顯示各類債券在違約風險中應繳保費 (或可視為溢價)，數值隨違約風險遞升。

美國債市分析結果如下：

- 當前美國金融狀態雖然偏向緊張 (負 0.4)，但遠較 2008 年時可控 (負 9.2) 或出現大規模金融風險機會偏低；
- 2008 年 2 月至今年 3 月按月數據中出現正數約 56%，反映歷年美國金融體系只屬輕微偏向寬鬆，與市場普遍觀感不同；
- 同期 IG 及 HY 債券 CDS 平均值為 73.3 及 101.8 點子，而高於平均值的月數佔 30 及 62%，反映 IG 的 CDS 指數平均低於 HY 外，偏高比例都明顯較 HY 為低，結果突顯 IG 較 HY 違約風險較低的傳統概念；
- IG 及 HY 與金融狀態相關系數分別為負 75% 及正 79%，結果反映 IG 債券 CDS 與狀態成明顯反比，不難理解高流動性下 IG 違約率 (保費) 偏低；HY 債券 CDS 與金融狀態高度正比，更重要是其高低點與金融狀態數據相差約 5 至 6 個月，反映流動性偏緊的影響一般待數月後才傳導至 HY 債券。去年 2 月起美國金融狀態已長期處於緊張水平，預期美國 HY 債券違約問題短期內難以消退。

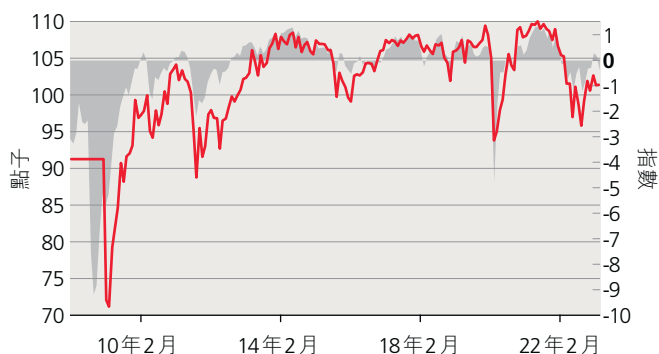
美國金融狀態指數及 CDS 指數 — 投資級別



— CDS 指數 — 投資級別 (左) — 美國金融狀態指數 (右)

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 3 月 31 日

美國金融狀態指數及 CDS 指數 — 高息



— CDS 指數 — 高息 (左) — 美國金融狀態指數 (右)

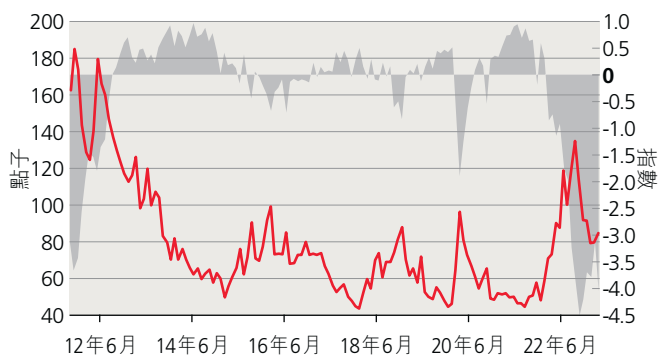
資料來源：彭博，數據截至 2023 年 3 月 31 日

歐洲債市分析結果如下：

- 歐洲債市卻呈現出另一個世界。首先當前歐洲金融流動性緊張狀態是自 2011 年最高 (負 4.5，2011 年最低約負 3.6)，暗示歐洲出現大規模違約風險機率近 10 年最高；
- 2011 年 10 月至今年 3 月按月數據中出現正數約 57%，與美國一樣歷年只屬輕微寬鬆；
- 同期 IG 及 HY 債券 CDS 平均值為 79.4 及 357.2 點子，兩者都高於美國，尤其 HY 是美國的 3.5 倍，反映歐洲 HY 違約風險偏高；
- IG 及 HY 高於平均值月數只佔 35 及 33%，反映歐洲 CDS 變化大多受極端數據影響，急升急降情況普遍；
- 較特別是 IG 及 HY 與歐洲金融狀態相關系數分別負 58 及負 71%，兩類債券相關系數反而高見正 95%。結果反映流動性收緊對兩者影響分別不大，甚至兩項 CDS 同步升降情況十分普遍。即是以信貸評級考量投資歐洲債市效用不大，反而注意當前區內流動性正處於近 10 年最緊張情況下，整體歐洲債券違約率遞升的現實。

債券

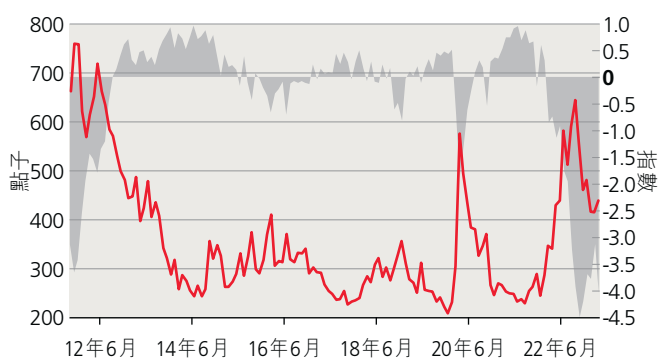
歐洲金融狀態指數及CDS指數 — 投資級別



— CDS指數 — 投資級別(左) ■ 歐洲金融狀態指數(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

歐洲金融狀態指數及CDS指數 — 高息



— CDS指數 — 高息(左) ■ 歐洲金融狀態指數(右)

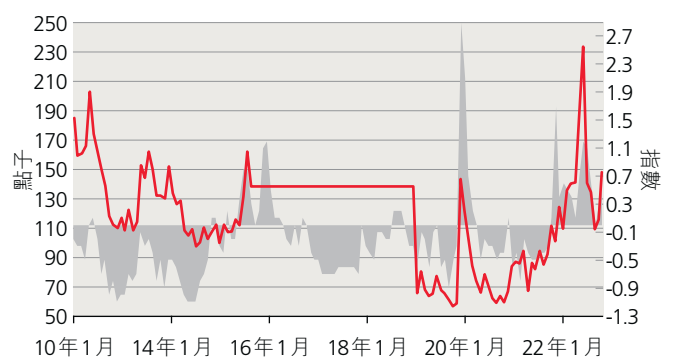
資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

亞洲（除日本）債市分析結果如下：

- 亞洲債市再呈現出第三種世界。首先亞洲（除日本）金融狀態自去年2月起持續出現正數，反映流動性偏向寬鬆，時間及程度上剛好與歐美情況相反，暗示區內整體違約率偏低，更遑論大規模金融風險；
- 2012年1月至去年3月按月數據中出現正數比例只有約33%，反映今天是近10年罕見的狀態；

- 數據上沒有提供IG及HY分類，以整體債市而言，同期CDS指數平均值為120點子，較美國IG及HY整體平均為高（88.8點子），但較歐洲整體為低（218.3點子）；
- 高於平均值月數佔56%，反映CDS高低變化不大；
- 與金融狀態相關系數只有26%，反映區內流動性影響違約率並不明顯，反而受制於質化因素較大（例如個別國策及區內地緣政局）。

亞洲（除日本）金融狀態指數及CDS指數 — 亞洲（除日本）



— CDS指數 — 亞洲除日本(左) ■ 亞洲金融狀態指數(右)

資料來源：彭博，數據截至2023年3月31日

綜合以上3地分析，歐洲債市違約風險明顯較高，尤其HY市場。未來再勉強加息導致流動性進一步收緊，打擊區內債市程度較美國更深更大。近年亞洲區通脹率較低，各央行沒有必要緊貼歐美央行緊縮流動性。偏向寬鬆環境有助降低違約率，但各國國策差異及區內地緣局勢日益緊張，反而是打擊亞洲債市主因。亞洲整體較歐美可取，但須適當選擇。美國債市表現壁壘分明，簡單直接是美國IG較HY可取。

當然IG與HY表現受制多項因素，單以違約率評論高低有欠公允。但在大風大浪情況下，投資債券最大風險並非價格波動，而是違約後價格歸零，AT1便是佐證。因此從風險角度出發，考量未來衰退、銀行及房地產市場流動性問題等不利因素，「風管為先」為大前提下，本季將維持「IG優於HY」觀點。

中國及亞洲債市展望

繼續看好亞洲債券，利率和市場情緒穩定前保持審慎

去年股票和債券一反常態，走向頗為相似。今年，相信兩大資產走勢將各有不同。2023年第1季經濟數據和企業業績較預期好，公司相繼回購股份，加上有部分投資者趁低吸納股份，令股市擺脫貨幣緊縮的影響。但東亞聯豐預計稍後兩者某程度上將再次同步發展。

亞洲經濟情況與美國和歐洲截然不同。發達國家的最新通脹是由服務業主導，但亞洲區則仍是由商品主導。亞洲區經濟相對穩定，而且多國的利率已經見頂或接近見頂。其中，投資團隊認為印尼的房地產高收益債券和南韓投資級別債券具吸引力。中國的重新開放將為該區注入增長動力。國家的利好政策將繼續帶動中國房地產和工業高收益債券。

東亞聯豐認為，亞洲區仍有足夠的空間吸納來自中國新增需求的同時，不會對區內通脹造成太大壓力。我們相信人民銀行亦會對重開經濟下可能引發的通脹保持警惕。總括而言，我們對亞洲債券持審慎樂觀的態度。

具潛力的亞洲債券類別

地區/國家	類別
印尼	房地產高收益債券
南韓	投資級別債券
中國	房地產和工業高收益債券

美國發生銀行倒閉事件後，國債孳息率下跌，而亞洲高收益債券息差擴大幅度超過投資級別債券，投資者避險情緒高漲。最新的事態發展，凸顯了在高收益和投資級別兩者之間，保持靈活配置的重要性，相信投資者的信心仍須要時間才可以穩定下來，市況波動將持續。

中國經濟有機會V型復甦，繼續看好內房高收益債，但仍保持警惕

中國在疫情、房地產和互聯網政策突然掉頭後，迅速復甦。投資團隊認為中國經濟有機會出現V型反彈。除了旅遊和娛樂板塊之外，零售消費、工業和房地產銷售也有所改善。受惠基礎設施支出增加，1和2月零售額按年上升3.5%，而工業生產總值亦反彈2.4%。

我們對中國房地產保持樂觀，主要由於開發商融資能力繼續恢復，例子包括更多發展商成功跟境內銀行進行戰略合作、獲取境外貸款以及發行有擔保的中期票據。另外，有民企收購土地儲備，意味行業的流動性良好。任何與融資相關的利好消息，均有助支持市場情緒。隨著限購政策放寬、首期下調等不同措施，房屋需求有望回暖。我們繼續在中國高收益房地產債券中看到機會。同時，我們也緊密留意澳門博彩債券和中國工業債券的潛力，畢竟中國重新開放和房地產政策所帶來的效益須要時間反映。

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」的基礎下提供。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。