

百貨應百客

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



債券

百貨應百客

減息步伐塵埃落定，收益率曲線正常化，非美債市正提供多元化投資機會

上季的標題是《縝密以栗》。當時多次強調，美聯儲首次減息是因經濟下滑，而非單純的通脹下跌。財金官員以「金髮女孩經濟」包裝經濟繁榮，美聯儲主席鮑威爾及其委員們屢次以語言藝術迷惑市場，不切實際地將聯邦利率中位數上調，最終恐怕只會自毀信譽。美國國債的收益率普遍在首次減息前已反映大部分預期減幅，投入債市的最佳時機已過去。長短期國債的息差在首次減息前料難以持平，預期企業債將較國債吸引，尤其是高息企業債的表現，料將優於投資評級企業債。隨著美國總統大選臨近，歐美大型累計債券的表現可望向好，非美元債市的表現則可能遜於美元債市。整體預測與目前結果大致相符。

本季的標題是《百貨應百客》。全球債市的供需較上半年有所冷卻，畢竟在首次減息前，各路資金已各就各位，提前做好部署。美聯儲再次利用語言藝術忽悠市場，但若過於執著美聯儲的話術只會蒙蔽心眼，唯有穹蒼大局才能制定適當的投資部署。收益率預測顯示，長期利率再大跌空間不大，反而未來短期利率的跌幅方是焦點。投資策略上，可利用收益率曲線正常化，錨定短期債券，或加長存續期以賺取波幅收益，亦可把握減息時收益率波動攀升的機會，技術性捕捉利差。企業債焦點預計將由早前的高收益債轉向首次減息後的投資級別企業債，而非美市場中亦不乏投資機會，值得密切注視。

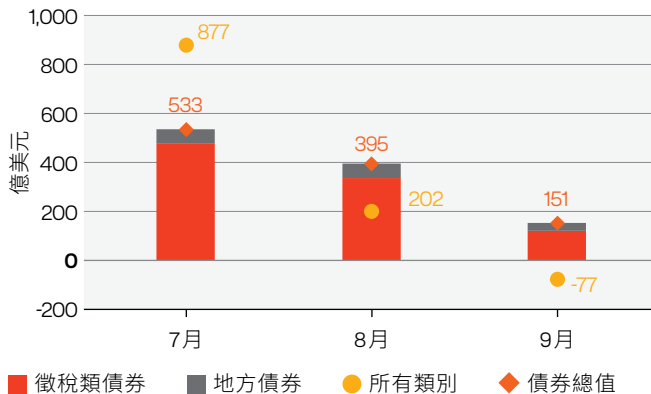
市場回顧：債券供需熱潮逐步降溫

年內當成熟股市升勢持續之際，本章節多次強調，債券在投資組合中不可或缺。除為了分散股市在估值偏高時可能突然出現回吐的風險，市場普遍預期美聯儲為首的各地央行在下半年將開啟減息周期，債市往往在首次減息前表現活躍。因此，加大債券持倉是當時最佳的投資策略。以10年期美國國債收益率為例，由年內高位約5.0%下降至9月底約3.7%，130個基點的跌幅正吻合美聯儲點陣圖中預測的中位數的降幅，印證了上季的預測。

截至9月19日，參考美國投資公司協會提供在美註冊長線基金及交易所買賣基金(ETF)的資金流數據，由7月至9月期間，所有資產類別(即包括股票等全部類別)基金總流入量達1,002億(美元，下同)，而債券基金的總流入量錄得近1,079億，顯示資金在這段時間蜂擁流入債市。按月分布來看，除了7月全球股市調整期間，所有資產類別基金的淨流入高於債券基金外，8月和9月債券基金淨流入均超過所有資產類別基金。尤其9月當所有類別基金出現淨流出77億時，債券基金卻錄得151億淨流入，反映市場當時預期美聯儲減息在即，先沽出其他資產類別，並加注債市。

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

美國註冊ETF及長線基金按月資金流

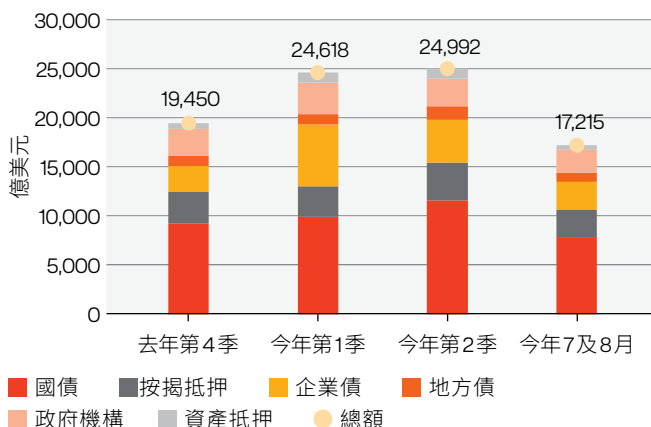


資料來源：美國投資公司協會，數據截至2024年9月19日

從債券類別數據中，拆分代表企業債券的「徵稅類」(企債)及代表地方或國債的「地方債類」(國債)，分別錄得929及151億淨流入，佔債券總值約86%及14%。按月所有數據都出現正值，除了反映上季全球資金無間斷地流入債市，資金流向亦印證上季分析：首次減息前，企債表現普遍較國債為佳，兩者結果不謀而合。

為迎合市場對定息產品的強勁需求，債券發行商年內積極增加供應。截至9月20日，根據美國證券業暨金融市場協會提供的數據顯示，今年第1季所有債券類別的發行總值約2.5萬億(美元，下同)，按季增長約27%。第2季發行總值同樣為2.5萬億，但7月及8月發行量下跌至只有1.7萬億，較第2季下跌近31%。即使加上9月數據，預計也難以達到上季總值，反映發行商隨需求變化，有序地減少發債規模。

美國整體及個別債券的發行量



資料來源：美國證券業暨金融市場協會，數據截至2024年9月20日

觀察公營及私營發行商的債券供應情況，公營包括國債、地方債及政府機構債券，私營包括企業債、按揭抵押及資產抵押證券。各時段中，公營債券佔比穩定維持約3分之2，反映評級較高的公營債券普遍較受市場歡迎。整體數據如下：

時段	公營發行商佔比 (%)				私營發行商佔比 (%)			
	國債	地方債	政府機構	總佔比	企債	按揭抵押	資產抵押	總佔比
去年第4季	48	5	14	67	14	16	3	33
今年第1季	40	4	13	58	26	13	4	42
今年第2季	46	6	11	63	17	15	4	37
今年7及8月	46	5	14	65	16	16	3	35

資料來源：美國證券業暨金融市場協會，數據截至2024年9月20日

集中觀察企業債發行量數據，今年第1季企業債發行量按季增長近1.4倍，但及後兩季卻按季分別下跌31及36%，顯示企業債供應明顯減少。按債券評級類別來看，投資級別企業債依然是發行主力，各時段佔比皆超過8成，而可換股債券則只有零星供應。結果吻合投資者偏好，反映投資者偏向利用債券來平衡投資組合風險。整體數據如下：

時段	投資級別	高息	可換股	總額
	億美元			
去年第4季	2,191	468	2	2,662
今年第1季	5,371	889	31	6,290
今年第2季	3,515	830	0	4,346
今年7及8月	2,389	400	2	2,791

資料來源：美國證券業暨金融市場協會，數據截至2024年9月20日

利率預測：斷送前途的決策

高利率環境持續了近14個月，美聯儲終於宣布減息50個基點。雖然各資產價格即時呈正面反應，但市場對減息幅度的看法卻兩極。本章節不評論雙方的論點，並會聚焦美聯儲主席鮑威爾為首次減息提出的理由及點陣圖的布局，因為這才是後市的關鍵所在。

回顧2021年底，鮑威爾公開表示，高通脹只是暫時性¹，因而堅持執行超低利率政策。然而，不消數月，美聯儲在2022年3月突啟動加息周期。同年5月，他又聲言未有積極考慮加息75個基點²，但話音未落，6月便加息75個基點。隨後美聯儲的會後聲明又表示，加息75個基點並非常態³，但之後卻連續3次加息75個基點。美聯儲對利率的操作令人瞪目結舌，令市場屍橫遍野，鬣狗成群。

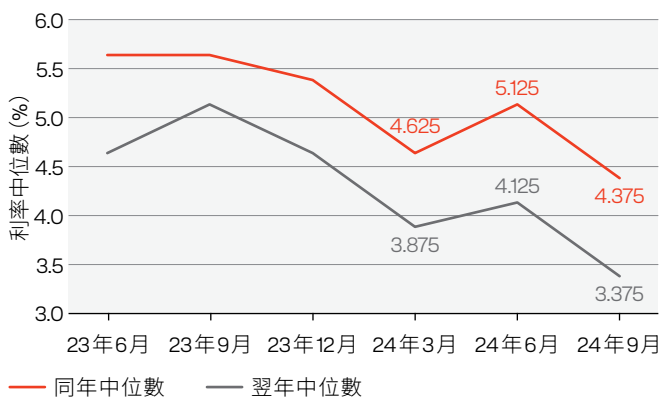
正如本章節過去多次強調，歷史上美聯儲啟動減息往往是因經濟走弱，而非通脹下降所驅動，預測這次亦不例外，如今一一應驗。鮑威爾及美聯儲各委員念茲在茲以經濟數據為本，聯同拾人牙慧的名人與學者，成功將減息與否的焦點轉移至取決於通脹數據。然而，此刻通脹數據無法成為減息的藉口，鮑威爾陷入百口莫辯的境地，親手斷送一己聲譽。

¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/why-fed-chair-powell-still-thinks-high-inflation-is-temporary-2021-08-27/>
² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/feds-powell-75-basis-point-rate-hike-not-being-actively-considered-2022-05-04/>
³ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2022/06/15/fed-hikes-its-benchmark-interest-rate-by-three-quarters-of-a-point-the-biggest-increase-since-1994.html>

債券

參考6月至8月的經濟數據，特別是美聯儲一直強調的通脹指標。按月核心個人消費開支 (Core PCE) 持平，按月核心消費物價指數 (Core CPI) 甚至出現反彈，但美聯儲更新其通脹預測都是持平，其導向邏輯何在？其次，按季GDP由首季1.4%倍升至次季3%，「金髮女孩經濟」出現反而啟動減息？美聯儲此時減息，是無懼通脹重臨？還是為了掩飾經濟驟降？鮑威爾已承認應在7月就業數據惡化前及早減息⁴，此次大幅減息50個基點或許是為了「追回步伐」。不過，令人費解的是，美聯儲明顯能較市場更早獲得經濟數據，但卻總是行動滯後？更令人不解的是，當失業率攀升時，美聯儲在第2季卻把今明兩年利率預測中位數上調而非下調，如今甩鍋又有何用？2022年時加息步伐落後於通脹率，今次減息又落後於失業率，實在耐人尋味。

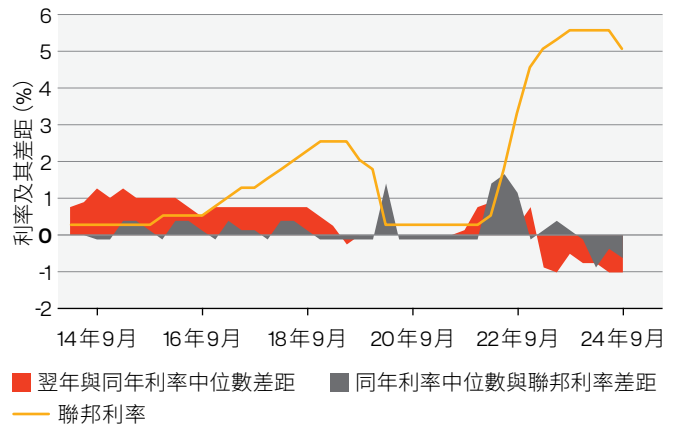
美聯儲點陣圖中同年及翌年利率中位數



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

再來觀察點陣圖的預測中位數與當時聯邦利率及翌年預測中位數作比較，結果顯示，自從鮑威爾在2018年2月執掌美聯儲至今年9月合共27個季度中，預測中位數與當時利率無一吻合，平均差距約0.13%，標準差約0.60%，而預測低於當時利率的機率高見63%。相較於前任主席耶倫執掌期間（2014年至2018年2月），平均差距為0.11%、標準差約0.21%及預測低於當時利率的機率只有31%。這反映了鮑威爾領導下的美聯儲更傾向營造減息預期，但往往事與願違。標準差（與現實差距的波動性）在鮑威爾時代較耶倫時代多約3倍，尤其在利率處於高峰期間，與聯邦利率及與翌年中位數的差距達至近10年最高水平。企業和投資者在顛簸不定的利率路徑上，如何作出商業決定？經濟的穩定增長又從何談起？

聯邦利率與各利率中位數差距



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

鮑威爾近期又表示看不到經濟衰退跡象，強調美國經濟良好，減息50個基點並非「新節奏」云云⁵。然而，貴為全球最重要的央行，美聯儲的連續失誤及急轉彎的決策令投資者倍感不安。當今聲名狼藉，再去為其幌子咬文嚼字只是徒然。更大的風險是，若經濟未來走弱，通脹卻因持續大幅減息而反彈，滯脹陰霾便不脛而走。回顧美國歷史上的滯脹時期，往往由地緣政治動盪引發，如中東戰事等（詳情可參閱上季《宏觀策略》章節）。

歸根究底，美聯儲以飄忽無常的行為來碾壓市場期望，磨滅意志，從而達至更容易操控受眾。美國總統大選及中美博弈在前，種種挑戰三觀甚至超乎想像的事情都有可能發生，過於執著眼前反而蒙蔽心眼，宜穹蒼大局來制定投資部署。



⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/fed-might-have-cut-rates-july-meeting-powell-says-2024-09-18/>

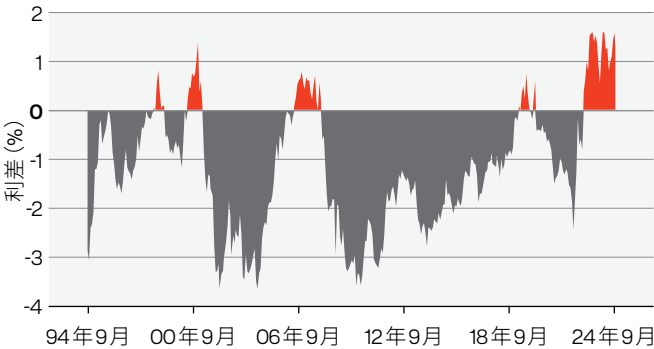
⁵ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/09/18/fed-meeting-live-updates-traders-await-september-interest-rate-cut.html>

本行預料，美聯儲在今年11月及12月會議中將再各減息25個基點，明年上半年每次會議，即1、3、4及6月，都會各減息25個基點，即共100個基點（詳情可參閱本季《宏觀經濟》章節）。當然一切都取決於事態變化，並將適時修正。

收益率預測：失業問題或影響走勢

參考過去30年的按月數據顯示，聯邦利率超過8成時間皆低於10年期美國國債收益率，兩者走勢的相關系數約82%，這表明聯邦利率的變化將主導美債收益率走勢，並且債息好大可能高於利率。

聯邦利率減去10年期美債收益率差距



資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

根據美聯儲最新的點陣圖中顯示，年內利率預測中位數由5.125下調至4.375%。因應按季降幅高達75個基點，上季透過投資模型推算的10年及2年期美債收益率亦會作出修正。一如以往，假設美國按季GDP將徘徊在0.5至2.0%，核心PCE區間在2.3至2.6%，而聯邦利率則依據最新點陣圖修正至4.0至4.5%。10年期美債收益率的推算矩陣如下：

		核心PCE (%)						
聯邦利率 (%)	GDP：2.0%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
	4.50	3.93	3.92	3.92	3.91	3.91	3.91	3.90
	4.25	3.80	3.79	3.79	3.79	3.78	3.78	3.78
	4.00	3.67	3.67	3.66	3.66	3.66	3.65	3.65
聯邦利率 (%)	GDP：1.0%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
	4.50	3.91	3.91	3.90	3.90	3.89	3.89	3.89
	4.25	3.78	3.78	3.77	3.77	3.77	3.76	3.76
	4.00	3.65	3.65	3.65	3.64	3.64	3.64	3.63
		核心PCE (%)						
聯邦利率 (%)	GDP：1.5%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
	4.50	3.92	3.91	3.91	3.91	3.90	3.90	3.90
	4.25	3.79	3.79	3.78	3.78	3.78	3.77	3.77
	4.00	3.66	3.66	3.66	3.65	3.65	3.64	3.64
聯邦利率 (%)	GDP：0.5%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
	4.50	3.90	3.90	3.89	3.89	3.89	3.88	3.88
	4.25	3.77	3.77	3.77	3.76	3.76	3.76	3.75
	4.00	3.65	3.64	3.64	3.64	3.63	3.63	3.62

資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

債券

模型推算的 R² 值為 0.84，F 檢定為 1.11E-77，顯示模型結果可靠性高。綜合以上 4 個矩陣得出的平均值為 3.77%，標準差及峰谷值分別是 0.11 及 0.28%。配合當前收益率走勢，預測本季 10 年期美債收益率將徘徊在 3.50 至 3.67%。

同樣分析套用在 2 年期美債收益率，推算矩陣結果如下：

		核心 PCE (%)						
GDP：2.0%		2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
聯邦利率 (%)	4.50	3.33	3.33	3.33	3.33	3.32	3.32	3.32
	4.25	3.17	3.17	3.17	3.17	3.17	3.16	3.16
	4.00	3.01	3.01	3.01	3.01	3.01	3.00	3.00
GDP：1.0%		2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
聯邦利率 (%)	4.50	3.32	3.32	3.32	3.31	3.31	3.31	3.31
	4.25	3.16	3.16	3.16	3.15	3.15	3.15	3.15
	4.00	3.00	3.00	3.00	2.99	2.99	2.99	2.99
		核心 PCE (%)						
GDP：1.5%		2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
聯邦利率 (%)	4.50	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32
	4.25	3.16	3.16	3.16	3.16	3.16	3.16	3.16
	4.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
GDP：0.5%		2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
聯邦利率 (%)	4.50	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31
	4.25	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15
	4.00	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 9 月 20 日

模型推算的 R² 及 F 檢定分別為 0.94 及 7.42E-116，反映結果可靠性相當高，亦反映減息對短期收益率的影響較大。綜合平均值為 3.16%，標準差及峰谷值分別是 0.13 及 0.32%。配合當前收益率走勢，預測本季 2 年期美債收益率將徘徊在 3.16 至 3.48%。

另外，美聯儲主席鮑威爾在會後聲明中表示，未來將多關注失業率及其影響。依據美聯儲及彭博對今明兩年第 4 季的經濟預測，整體數據如下：

指標	2024 年第 4 季預測 (%)		指標	2025 年第 4 季預測 (%)	
	美聯儲	彭博		美聯儲	彭博
聯邦利率	4.38	4.70	聯邦利率	3.38	3.60
核心 PCE	2.60	2.70	核心 PCE	2.20	2.20
按年 GDP	2.00	1.80	按年 GDP	2.00	1.90
失業率	4.40	4.40	失業率	4.40	4.30

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 9 月 21 日

套用上述模型，加入失業率因子，重新推算 10 年及 2 年期美債收益率的平均值及上下限數值（上下限是以 95% 信賴區間設定）。整體結果如下：

今明兩年第 4 季 10 年期美債收益率之推算 (%)			
2024 年	下限	平均	上限
美聯儲	2.02	3.22	4.42
彭博	2.15	3.36	4.57
2025 年	下限	平均	上限
美聯儲	1.58	2.70	3.83
彭博	1.65	2.77	3.90
今明兩年第 4 季 2 年期美債收益率之推算 (%)			
2024 年	下限	平均	上限
美聯儲	1.95	2.97	3.98
彭博	2.13	3.15	4.18
2025 年	下限	平均	上限
美聯儲	1.38	2.33	3.29
彭博	1.51	2.46	3.40

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 9 月 21 日

在不考慮失業率因子的推算，今年 10 年及 2 年期美債收益率的平均值分別為 3.77 及 3.16%。加入失業率因子後，美聯儲預測下的 10 年及 2 年期美債收益率分別為 3.22 及 2.97%，較前者分別下調了 0.55 及 0.19 個百分點；而彭博綜合市場預測下的 10 年及 2 年期美債收益率分別報 3.36 及 3.15%，較前者分別下調 0.41 及 0.01 個百分點。另外，加入失業率因子後，10 年及 2 年期美債收益率模型推算的 R² 及 F 檢定分別為 0.90 及 2.17E-96 和 0.94 及 1.83E-121。兩組檢定與沒有因子時輕微下降，結果無礙分析的可靠性。

總括而言，加入失業率因子後兩項收益率推算都出現下修，暗示未來失業問題將提升減息的可能性及幅度，當中美聯儲觀點的影響力較大。上下限差距中，10 年及 2 年期美債收益率分別報約 2.4 及 2.0%，反映失業問題對長期收益率影響較大。再者，比較今明兩年各推算，加入因子後 10 年及 2 年期美債收益率的平均值下降約 0.37 及 0.31%，相信與聯邦利率及核心 PCE 預測明顯下調，而非與失業率有關。最後，不論美聯儲及彭博綜合市場預測，上下限差距在今明兩年同步下降約 0.15%，暗示各預測對收益率之波動區間影響相若。

債券

根據上文收益率的推算結果，沒有失業率因子的狀態下，得出10年期減去2年期的利差為正19個基點至34個基點，年內首次出現正值的預測。截至9月20日，該利差已率先報正12個基點，暗示長達近27個月的收益率曲線倒掛狀態快將終結。

10年期減去2年期美債收益率差距



資料來源：彭博，數據截至2024年9月22日

最後，本章節早在今年第2季便已分析，當美聯儲首次減息後3至6個月，10年期減去2年期的利差便會出現正值，並延伸至整條收益率曲線，曲線正常化宣告完成。相關分析詳情可參閱過去本章節內容，在此不再贅述，並將在下文闡述相關投資策略。

投資策略：曲線正常化帶來的良機

自2022年3月美聯儲啟動長達16個月的加息周期，11次加息共5.25%，同時扭曲了美國國債收益率曲線（簡稱「曲線」）的正向斜率。同年7月5日起，曲線便出現倒掛，即10年期減去2年期收益率的利差出現負值。收益率倒掛理論上除了暗示經濟可能存在隱憂，也影響了資金流向，例如個人及商業貸款，甚至是匯市。

利率存在周期，曲線變化亦然。收益率曲線由逆向變成正向的過程（所謂「曲線正常化」，簡稱「正常化」）亦有其規律。本章節早在首季及次季分析時提及：當市場開始炒作減息憧憬時，投資者應增持息率仍維持在5%以上的10年期以上的債券，這是第1階段的部署。當資金投入長期債券而推低收益率後，「尋息」操作便會向10年期以下邁進，而且預計中期收益率的降幅將比長期更大，形成局部正常化，這是第2階段。

由於中長期收益率已反映大部分未來利率的減幅，而短期（普遍指2年期以下）收益率對實質減息較敏感，未真正宣布減息前，短期收益率將被錨定在偏高水平，這是第3階段。首3階段造就曲線呈現出類似「U」型的狀態。而在最後階段，即是美聯儲宣布並持續減息，短期收益率便隨利率下降。短期降幅將明顯快於中長期，直到短息完全低於長息，正常化才能大功告成。

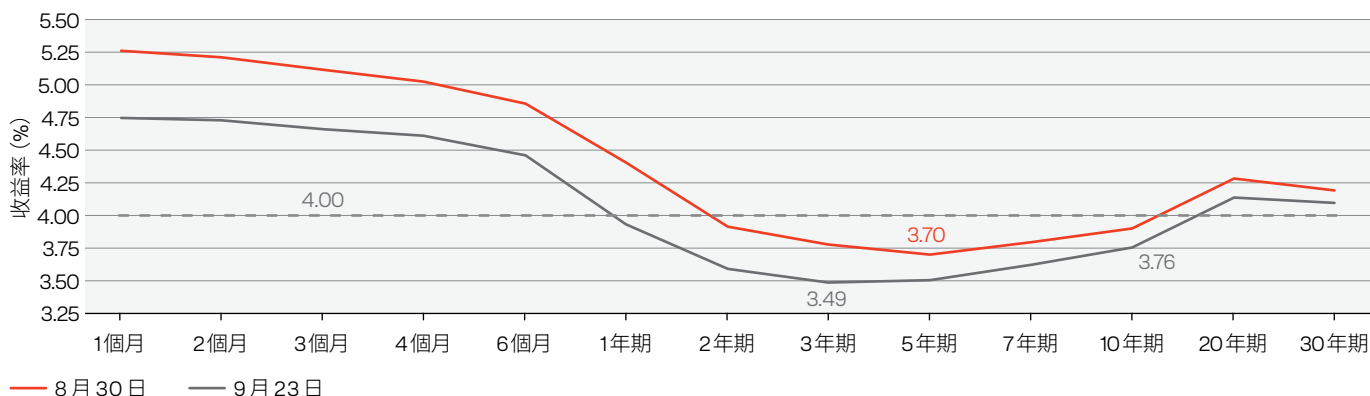
今天債市正處於最後階段，因此投資者應增持短期定息工具以鎖定近廿年罕見的高利率回報，正如近期華爾街流行的「T-bill & chill」策略，大量投入貨幣市場基金或票據等短息工具⁶。

存續期部署：各適其適

上文分析了聯邦利率與美債收益率呈現較大程度的正向關聯性，由於收益率與債券價格存在逆向關係，兩者不難理解。存續期則反映收益率降幅與債券價格升幅的比例，理論上存續期愈長，價價波幅愈大。綜合上述理論，本章節早已強調美聯儲首次減息前，收益率將率先下降，其降幅佔未來利率降幅約近6成。投資者普遍先行於政策，超前部署實屬常態。9月點陣圖預示今明兩年各減息100個基點，即共200個基點。年內美國10年期國債收益率由高峰近5%，下跌至9月底約3.7%，130基點跌幅吻合上述反映6成利率降幅的習性。換句話說，除非12月美聯儲再次大幅下修點陣圖，否則10年期收益率再下降空間有限。

⁶ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-08-27/t-bill-and-chill-is-a-hard-habit-for-investors-to-break>

美國國債收益率曲線



資料來源：彭博，數據截至2024年9月23日

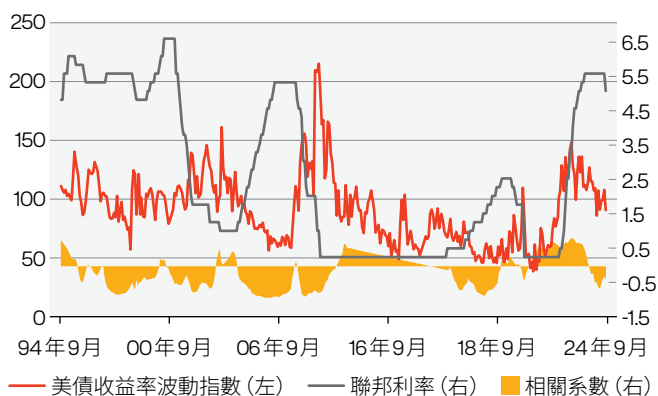
截至9月23日，2年期國債收益率報約3.60%。根據上文分析，2年期國債收益率年內將徘徊在3.16至3.48%，暗示尚有最多44個基點下降空間，較10年期國債只有約20個基點潛在降幅高出1倍，有利短期債券的表現。另外，正常化仍在推進中，觀察同期曲線的底部，由5年期已推前至3年期。如進一步推進，2年期或以下將有序成為下一個底部，暗示進一步推進前，愈早投入較短年期債券將愈受惠。而且存續期偏短，風險亦較低。因此首次減息後增持短期債券較適合保守的投資者。

正常化亦提供較高風險的投資機會，就是增持10年期以上債券。傳統上長息對通脹變化較敏感，一如美聯儲預期，通脹將有序下跌，長息穩步下降機會仍在。雖然幅度不及短息，但存續期效應下，債價將以10倍以上比例攀升。相反，未來美聯儲縮減利率降幅，或通脹出現反彈，收益率將不跌反升，愈長存續期部署，損失便愈大，反映存續期確是一把兩刃刀。雖然整條曲線將漸降，但進程料是不規則及不平坦地推進。長期債價的波動性較高，有利善於捕捉走勢，或能承受較高風險的投資者。

再複雜一點的部署是通過自製不用本金的長短倉組合，主要投入短債同時沽出長債，定時透過波動率來調控持倉比例，以賺取利差。收益率波動愈大，獲利愈豐。終歸歷史上利率拐點實屬罕有，是各老饕一展身手的好機會。此操作當然需要更專業的分析及操盤技巧，在此不作詳談。

參考過去30年按月數據，聯邦利率及美債收益率波動指數走勢貌似背馳。抽出當中31個減息月份作分析，其相關系數出現負值的比例約84%，暗示減息時收益率好大可能波濤洶湧，有利追風逐浪的投資者。

美債收益率波動指數、聯邦利率及兩者之相關系數



資料來源：彭博，數據截至2024年9月23日

綜合而言，曲線正常化可利用定點收益率的變化，例如加注於短期債券以鎖定高息，長期債券則可炒作債價波幅。或透過曲線愈趨正向時，以長短利差賺取回報。久違多年的投資機會，總有策略會適合不同風險承受能力的投資者。

債券

其他策略：企業債及非美債市的機遇

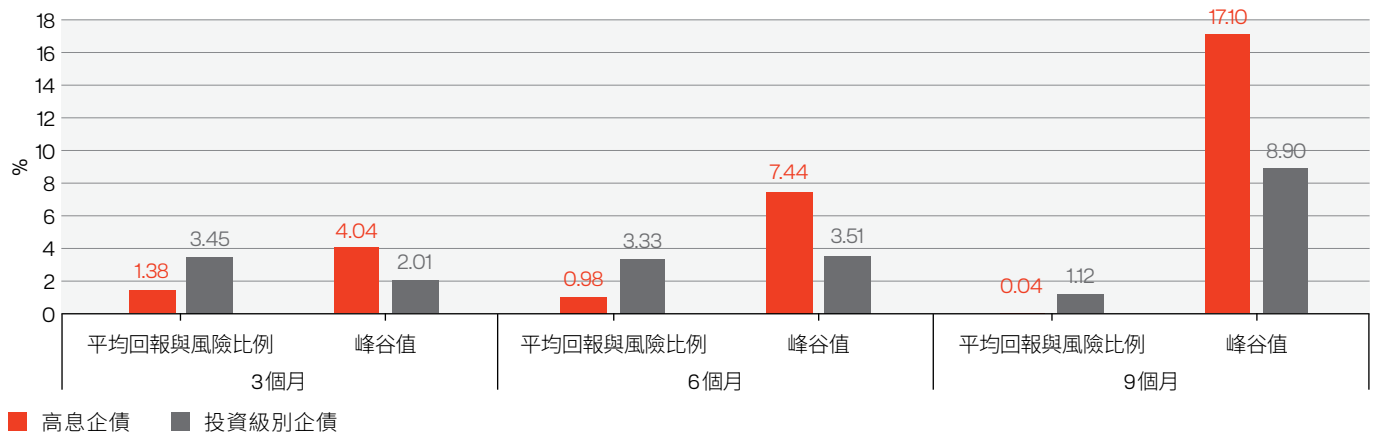
數據上利率周期往往維持數年，每次周期又相隔上10年，凸顯眼前的曲線正常化情況實屬罕見。投資者理應捉緊機會，但其他債市亦有不缺可觀的投資機會。

企業債券：首次減息後投資級別更吸引

上季分析在首次減息前，高息 (HY) 企業債表現普遍較投資級別 (IG) 企債好，在此不再贅述。而在首次減息後，兩者表現又是如何？根據過去30年按月數據，為剔除利率的零星變化，以連續3次加息或減息為「加息周期」及「減息周期」，錨定當中拐點為「首次減息」作分析基礎，符合上述條件的分別出現在1995、2001、2007及2019年。再以首次減息後3、6及9個月HY和IG的表現，透過考量性價比的平均回報與風險比例（「比例」）及4次案例中的峰谷值（「最大波幅」）作比較。這次分析標準並非單看回報值，而是權衡風險後更高階的投資策略。



彭博美元高息及投資級別企債指數各時段之指標表現



資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

結果顯示，首次減息後3個月，IG表現較好。平均回報與風險比例報約3.45%，較HY的1.38%高出超過1倍，但最大波幅只是HY一半。6個月後差距更加明顯，平均回報與風險比例上高HY近3.4倍，最大波幅只是HY的47%。9個月後IG的波幅優勢若若，而平均回報與風險比例上高出27倍。

細心觀察數據，主因2019年7月後的9個月，正是全球疫情大流行之際，資金逃離HY市場，當時平均回報約負9.21%，間接推低9個月後的表現。簡單而言，首次減息前HY表現較好，但首次減息後IG完勝HY。

再分析首次減息幅度的影響，4次中只有2007年9月的1次的減幅為50個基點。整體數據如下：

數據上符合首次減息條件的案例 (%)		
首次減息出現月份	當時利率	減息幅度
1995年7月	5.75	-0.25
2001年1月	5.50	-1.00
2007年9月	4.75	-0.50
2019年7月	2.25	-0.25
2007年減息中各時段之回報率 (%)		
首次減息後	高息企債	投資級別企債
3個月	0.99	2.59
6個月	-1.43	3.91
9個月	2.84	2.54

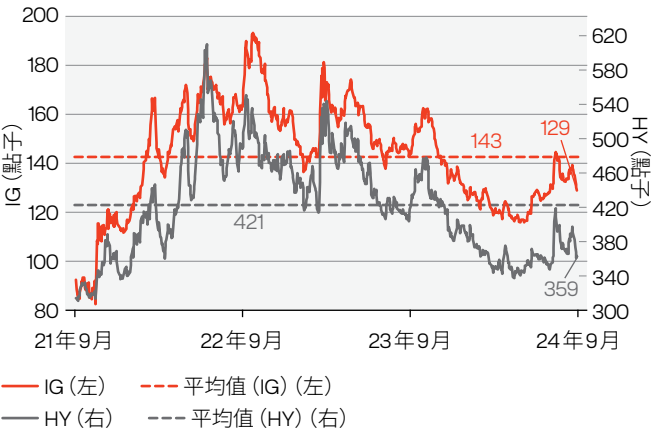
資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

以2007年案例作進一步分析，HY和IG企業債在首次減息後3、6及9個月的表現，共6組數據中有5組錄得正值，唯獨HY企業債在6個月後出現負1.43%的輕微跌幅。從回報角度分析，在利率下調50個基點後，不論何時投入IG或HY企業債，皆極有機會獲得正回報。不過，計算6組回報率的平均值及標準差後，分別為1.91及1.88%，比例只有1.01，即考量風險後，該投資其實並不化算。換言之，投資者不應以首次減息幅度來作買入企業債的考量因素，而是應加上投資時段及評級等作通盤考慮。

另外，本章節早前曾分析美國維持太長的高利率環境，將醞釀更大的全球金融危機（詳情可參閱第2季內容）。在過去50年數據中，堅持高利率環境超過12個月的案例只有1998年（17個月）及2007年（14個月）兩次。2007年9月美聯儲減息50個基點後，金融海嘯便在2008年9月爆發，正好是首次減息後一年。今次巧合地高息環境又維持了14個月，雖然美聯儲仍頻頻表示對經濟前景不感悲觀，但投資者其實心照不宣。

另外，比較美元IG及HY的信貸息差狀況。截至9月20日，IG及HY分別為129及359點子，兩者都低於其3年平均值，分別為143及421點子，或低約10及15%。反映數據上IG的上升空間佔優。

美元IG及HY信貸息差及其平均值



資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

最後，美股波動亦會影響美元企業債表現。參考過去5年兩項信貸息差與標普500波動指數（VIX指數）的相關系數分析。系數正值比例皆超過8成，反映美股向好（VIX下跌）將刺激債價（信貸息差下跌），反之亦然。平均值分別為0.4及0.5，反映其影響力一般（普遍以0.7以上為「明顯影響」），亦暗示投資組合中加入債券將有助分散風險。兩者最大及最小值結果一樣，最大值為1，即正向影響力可以百分百，而逆向影響力都有7成，反映極端時美股對美債的衝擊將不容忽視。整體數據如下：

與VIX之相關系數 (%)		
正值佔比	投資級別	高息
	80.0	84.4
其他指標		
平均值	0.4	0.5
最大值	1.0	1.0
最小值	-0.7	-0.7

資料來源：彭博，數據截至2024年9月23日

債券

非美債市：優異者乃實至名歸

美元利率主導全球資金流動，當前利率出現拐點，其溢出效應亦會對非美國家的國債產生震盪。當中最大風險當然是違約率惡化，市場普遍以信用違約掉期 (Credit Default Swap，簡稱CDS) 作指標。參考截至9月21日全球主要國債1年期CDS在近1及3年間變化的數據，表列如下：

G7 國家 (撇除美國)							
國家	現水平 (點子)	1年：現況距離指標 (%)			3年：現況距離指標 (%)		
		峰值	平均	谷值	峰值	平均	谷值
加拿大	10.6	-46.9	-14.6	15.1	-54.2	-26.6	26.7
英國	10.2	-50.2	-19.3	37.8	-50.2	-18.8	48.3
法國	13.2	-16.7	38.7	99.6	-16.7	52.0	173.3
德國	5.1	-51.3	-15.2	68.0	-73.0	-18.4	109.5
意大利	17.6	-29.7	9.0	31.1	-29.7	9.0	31.1
日本	6.5	-41.1	6.5	85.9	-54.7	4.1	85.9
平均值	10.5	-39.3	0.8	56.3	-46.4	0.2	79.1
歐洲							
國家	現水平 (點子)	1年：現況距離指標 (%)			3年：現況距離指標 (%)		
		峰值	平均	谷值	峰值	平均	谷值
英國	10.2	-50.2	-19.3	37.8	-50.2	-18.8	48.3
法國	13.2	-16.7	38.7	99.6	-16.7	52.0	173.3
德國	5.1	-51.3	-15.2	68.0	-73.0	-18.4	109.5
葡萄牙	11.4	-17.9	15.7	43.2	-17.9	15.7	43.2
意大利	17.6	-29.7	9.0	31.1	-29.7	9.0	31.1
愛爾蘭	8.2	-35.8	-1.8	92.8	-44.4	-5.7	92.8
希臘	20.5	-8.8	28.4	55.2	-8.8	28.4	55.2
西班牙	10.4	-9.8	21.1	58.9	-9.8	21.1	58.9
平均值	12.1	-27.5	9.6	60.8	-31.3	10.4	76.5
亞太							
國家 / 地區	現水平 (點子)	1年：現況距離指標 (%)			3年：現況距離指標 (%)		
		峰值	平均	谷值	峰值	平均	谷值
澳洲	6.2	-36.3	-0.1	30.0	-57.7	-13.9	39.5
紐西蘭	8.5	-28.2	23.8	50.3	-48.1	0.7	50.3
南韓	24.0	-31.0	-6.4	24.5	-47.7	-4.1	132.1
中國	30.5	-26.6	1.2	37.8	-39.8	11.6	193.4
香港	18.1	-47.7	-11.1	35.3	-47.7	8.2	105.7
平均值	17.4	-34.0	1.5	35.6	-48.2	0.5	104.2
南亞							
國家	現水平 (點子)	1年：現況距離指標 (%)			3年：現況距離指標 (%)		
		峰值	平均	谷值	峰值	平均	谷值
印度	20.6	-41.5	-4.3	65.9	-64.8	-37.0	65.9
印尼	26.4	-23.3	7.9	36.1	-56.4	-5.1	38.9
馬來西亞	17.3	-47.3	-17.0	9.9	-59.9	-23.1	47.6
越南	46.2	-39.6	-18.8	13.0	-41.1	-9.3	56.0
泰國	12.0	-55.1	-4.6	33.0	-66.9	-19.1	93.2
平均值	24.5	-41.4	-7.3	31.6	-57.8	-18.7	60.3

資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

評審標準是以現水平愈低愈好，而與現水平距離各時段的指標愈小愈好。數據顯示，現水平評審中「七國集團」(G7)表現最好，結果並無懸念。各時段所有指標與現水平距離最小者，全數是南亞地區，反映雖然該地區各國的違約率偏高，但近年已大幅改善，有利作較高風險投資。各地區表現中，G7以加拿大最佳，歐洲是英國、德國及意大利並駕齊驅，亞太及南亞地區則是澳洲及泰國，反映這些國家在違約風險考量上較為可取。

風險過後便是回報，市場普遍以各國10年期國債收益率與美國國債或德國國債之利差作指標，表列如下：

G7 國家 (撇除美國)			歐洲		
國家	收益率 (%)	與美債利差 (點子)	國家	收益率 (%)	與德債利差 (點子)
英國	3.9	15.7	英國	3.9	169.3
意大利	3.6	-19.3	意大利	3.6	134.2
法國	3.0	-78.3	希臘	3.2	97.5
加拿大	2.9	-79.5	西班牙	3.0	78.5
德國	2.2	-154.0	法國	3.0	75.2
日本	0.8	-291.5	葡萄牙	2.8	55.4
平均值	2.7	-101.2	愛爾蘭	2.6	35.2
南亞			平均值	3.1	92.2
國家	收益率 (%)	與美債利差 (點子)	亞太		
印度	6.8	301.6	國家	收益率 (%)	與美債利差 (點子)
印尼	6.4	268.5	紐西蘭	4.2	41.4
馬來西亞	3.7	-5.5	澳洲	3.9	17.1
新加坡	2.5	-127.3	南韓	3.0	-75.1
泰國	2.4	-129.8	中國	2.0	-171.6
平均值	4.4	61.5	平均值	3.3	-47.1

資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

評審標準非常直接，以較高者為優。地區上平均值以南亞表現較好，其次是亞太地區。各地區中，G7及歐洲地區以英國表現最佳，亞太及南亞地區分別是紐西蘭及印度。最後，撇開地區分布，純粹以利差最高者排列，首3名國家依次序分別是印度、印尼及英國，結果大致與上述違約率分析相若，反映優異者乃實至名歸。

本章總結：

- 上季債券供需明顯較上半年降溫，料後市的資金部署將更清晰
- 利率預測應偏向實際數據而非美聯儲言行，預期年內再減息最少50個基點
- 預計短期收益率的降幅將超越長期，維持多時的收益率曲線倒掛狀態亦將消失
- 曲線正常化提供不同風險的投資機會，企業債及非美元債市亦不缺投資良機



債券

東亞聯豐投資團隊

中國及亞洲債市展望

減息利好亞洲債券；唯美國大選或致市場波動，宜留意高收益債券短期走勢

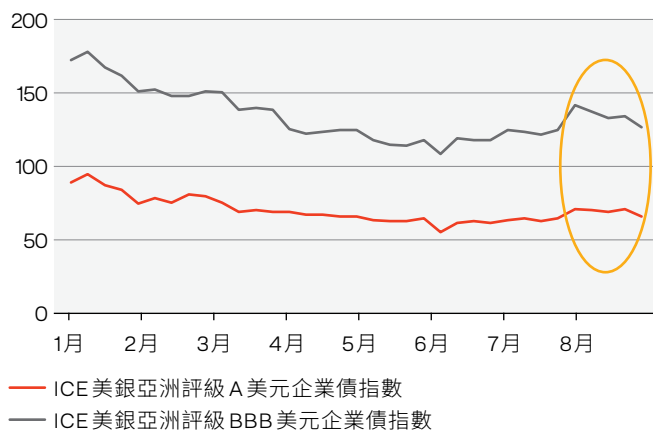
美聯儲對貨幣政策的取態已經由單純打擊通脹，回歸其雙重使命：一方面穩定價格，另一方面促進就業。隨著消費物價持續降溫和勞動市場顯現疲態，預計央行的減息速度將可能快於市場預期。東亞聯豐團隊認為在未來2年內，利率有望回落至3%或接近3%，這意味著在這段時期內可能會有200點子的減息空間。由於利率和債券價格呈反向關係，減息將有助帶動債券價格上升。因此，團隊將尋找機會適度延長投資組合的存續期，因為債券存續期越長，債價在減息周期中的升幅潛力越大。

在亞洲投資級別債券方面，團隊繼續看好南韓以及個別中國債券。儘管亞洲高收益債券的基本面穩健，但短期表現可能受到市場波動所拖累，因此團隊對其短期表現持謹慎態度，但對其長期表現保持樂觀。

波動市況為投資級別債券帶來信貸息差投資機會

在波動的市場環境中，不同板塊和信貸評級的亞洲投資級別債券在信貸息差方面出現了明顯的分野，為投資者帶來不少投資機會。例如，信貸評級達A級的債券，其信貸息差已明顯收窄，而BBB評級的債券息差仍然較寬，顯得相對具吸引力。

亞洲投資級別債券年內的信貸息差



資料來源：彭博，數據截至2024年8月31日

在一眾地區當中，團隊尤其看好南韓的金融相關債券，因其基調穩固且具防守性。由於監管條例嚴謹，南韓銀行擁有強勁的資產負債表和充裕的流動性。加上當地金融體系穩健，銀行有足夠能力抵禦風險。南韓是亞洲最大的美元計價投資級別債券發行國，該國近期新發行的債券多來自半主權機構、銀行和券商等發行人，這些發行人普遍具備高信貸評級，因此廣受投資者歡迎。例如，7月當地一家主要銀行發行了額外一級資本債券，投資者反應熱烈，最後銀行遂加大發行規模至5.5億美元，並成功將票息率降低至6.375%¹，反映市場對南韓金融業充滿信心。

8月，許多中國債券（包括科技、媒體和電訊以及國企債券）均出現獲利回吐的情況。然而，我們仍然看好中國科技、媒體和電訊的投資級別債券。雖然部分電子商務巨頭的第2季度業績低於市場預期，但從債券投資角度而言，企業負債比率和財務狀況穩健較增長更為重要。目前，中國科技、媒體和電訊公司的信貸基調穩固，並擁有長期穩定的現金流。如果市場回調，團隊將考慮趁低吸納一些優質的中國債券。



¹ 見韓國經濟日報網站，<https://www.kedglobal.com/banking-finance/newsView/ked202407180017>

亞洲高收益債券違約風險較低，但須留意短期波動

亞洲的通脹壓力相對其他成熟市場為輕，區內各國的加息力度也相對溫和。不少企業透過當地本幣債市或銀行貸款進行融資，然後提早贖回美元債券，導致以美元計價的亞洲高收益債券供應減少，加上新發行量不多，有利於債券表現。目前，在亞洲債券市場中約70%的高收益債券信貸評級為BB級，較美國的50%為高。同時，若撇除中國高收益地產債券，亞洲高收益債券違約率不足1%，低於美國的2%。

對於亞洲高收益債券，東亞聯豐將特別關注美國總統大選帶來的短期波動。不過，從長期發展來看，團隊對其持樂觀態度，因為其基本面穩定，且不論地區或板塊，均不乏投資機會。不少印尼和印度的高收益債券發行人擁有穩健的信貸基調和強勁現金流。

以印尼為例，許多企業的債券將於這兩年內到期，財務狀況良好的發行人均能夠透過不同渠道進行融資或提早贖回現有債券，當中值得團隊關注的包括地產和能源企業。印度目前是區內主要的高收益債券發行國，投資機會來自不同行業板塊，包括潔淨能源、機場、收費道路以及銀行以外的金融業等，這些行業均能產生穩定現金流。

中國方面，房地產市道仍然疲弱，內地百強發展商8月的房屋銷售金額按年下跌接近27%，跌幅較7月的19.7%進一步擴大²。雖然如此，不少民企仍能償付以美元計價的債息，很多國企也能夠跟銀行進行再融資。團隊特別看好成功進行再融資以及擁有商業物業的發展商，因為後者能夠較容易進行融資。此外，優質的短期內房債也值得留意。

所謂「現金為王」的投資取態將隨著減息周期到來而終結。減息有利於亞洲債券價格表現，帶動投資級別債券息差收窄，同時能減輕高收益債券的利息支出。然而，市場在美國總統大選前可能會出現波動，高收益債券相對容易受影響，因此須保持謹慎。

本章總結：

- 貨幣寬鬆政策有助帶動債券價格
- 亞洲投資級別債券的信貸息差分野，衍生出投資機會
- 留意美國總統大選可能引發的市場波動對高收益債券的影響
- 倘若市場出現調整，可趁低吸納優質亞洲債券

² 見BNN Bloomberg網站，<https://www.bnnbloomberg.ca/business/international/2024/08/31/china-home-sales-slump-drag-on-despite-government-rescue/>

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。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

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的非全資附屬公司。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。

東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。