

债市策略：「熊式走峭」（上）

历史上美国国债收益率曲线（简称「曲线」）由「倒挂」（意谓长息较短息低）至「正常化」（意谓朝向正向斜率的演变过程）过程中包含利率及经济周期，当中大致分为 4 个阶段。整个过程通常历时以季，甚至年数计算，投资者应耐心等待，并顺势调配投资组合。

投资市场各项利率存在不同程度的牵引性，亦是今天债市风险之一。简单而言，各项利率受制套息交易等活动牵动。从投资者角度上，当定存利率高过债息，撇除违约考虑下应沽出债券投入定存以赚取息差。从债券发行人角度上，则需提高债息与银行竞争，直到利率及债息平衡。而银行短息受制联邦利率，当时美联储有意持续加息，因此预测曲线将有序上移（Shift）。去年第 4 季至今年第 1 季债息走势与上述十分吻合。这是第 1 阶段。

第 2 季与诸君分享「存续期中性」策略：存续期指债券价格对利率变化敏感度，限期愈长敏感度愈高；中性是指债券价格不受利率变化影响的债券限期。合并两者即「存续期中性」策略，是在长短息同时扭动（Twist）时，直接投入或透过衍生工具（例如利率掉期）以加权平均方式调配债券组合限期，直到达至关键存续期限为目标。好比锚定跷跷板支点，不论曲线两端大幅起伏，投资者不受债息波动影响下赚取关键存续期限提供的稳定回报。

引用过去 6 个月真实数据去阐述操作。上半年收益率曲线出现严重倒挂，2 减去 10 年期息差低见 100 点子以上，3 个月期息差更低见 190.5 点子。风险同时带来投资机会，套息活动带动曲线开始扭动。7 月起两项息差开始逆转，暗示曲线由逆变正向斜率扭动。

彭博美国累计债券「1 至 3 年期」及「10 年期以上」指数过去两季表现，分别是正 0.4% 及负 10.0%，暗示如果利用长短仓操作进行存续期中性策略，绝对值回报约 10.4%。如以当时关键存续期限（5 年期）为目标，收益率约 4.5%。结果与「存续期中性」策略不谋而合。这是第 2 阶段。

第 3 及 4 阶段将如何部署，留待下周与诸君分享。

共勉之。

以上信息由东亚银行首席投资策略师李振豪先生提供

重要声明

本文件由东亚银行有限公司（「东亚银行」）编制，仅供客户参考之用。其内容是根据大众可取得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等数据源未经独立核证。

此文件中的一切资料只供一般参考用途，有关资料所表达的预测及意见并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的信息、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知。有关数据未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。

以上文章只反映作者的观点，并不代表东亚银行立场，东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应详细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

投资决定是由阁下自行作出的，但阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的数据之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。