

债市策略：「熊式走峭」（下）

美国国债收益率在加息配合倒挂状态下，历史上将会出现 4 个阶段，首 2 个阶段在上周已与诸君分享，有兴趣者可重温内文。

今天美联储好大可能结束加息周期，预期债市将出现「熊市走峭」（Bear steepening）状态，是一种当曲线趋向平坦，预测长息较短息变化幅度更大的投资策略。这是第 3 阶段。简单而言，套用今天高息环境，以 2 及 10 年期债息作为短及长息代表，在加息尾声时，对联邦利率较敏感的 2 年期债息将被锚定，但联邦利率与 10 年期息差仍然偏高情况下，投资者将加速沽出长债同时投入短债，套息交易驱使 10 年期以上债息飙升。好比上周提出的跷跷板概念，当支点愈接近施力点，愈需要加压才能平均抗力点一端。过去 1 季支点已由 5 年期推前至 1 年期，反映市场正更大力透过套息交易侧重于短债（2 年期以下）以平衡组合风险。

以史为鉴，根据过去 30 年数据，美国曾出现 4 次加息周期，抽取利率见顶前 2 个月和之后第 1 次减息为观察期（简称「期间」），及 2 减去 10 年期国债收益率差距（简称「息差」）作分析。数据显示，息差 4 次有 3 次正值，整体平均约 42 点子，反映曲线趋向正常化。而且加息尾声时，息差上升从不缺席，今天只是历史重演。

另外，曲线倒挂情况并非常见，4 次周期共 47 个月数据中只占 38%。再观察长息较短息变化幅度更大的熊市走峭状态，整体占比近 63%，而且 4 次周期皆以不同程度呈现，反映周期中普遍出现熊市走峭状态。当中以 2000 年对现时最有启发性，包括期间息差变化幅度最大，期间倒挂及熊市走峭占比高见 90%，当然「科技创新」挂帅的经济增长与今天情况更是不谋而合。

最后，同样数据中抽取息差负值维持长逾 1 个月作为案例，剔除今次数据后只有 3 次，当中最长维持 10 个月，最小值报负 50.7 点子。今次案例仍未完结，截至 9 月已维持 15 个月，最小值报负 106.30 点子，两项数据打破过去 30 年纪录。就算包括今次数据，整体息差负值占比都只有 11%，加上今次破纪录表现，凸显今天债市处境更非比寻常。

综合而言，预测由 10 年期以上债息上升带动曲线正常化过程将会持续，而且其震撼性将较过去 30 年更高，以对冲利率风险为主并赚取稳定回报的熊市走峭策略值得投资者参考。直到曲线渐见平坦并维

持一段时间，债市才会渐趋平稳，相信最早会在明年第 2 季之后才会出现。何时及什么是第 4 阶段？本章节在日后会适时分享分析内容。

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为日期为依据，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。