

首次减息后的债市部署（三）

自 2022 年 7 月 5 日，美债收益率曲线便出现倒挂，即市场广泛接受 10 减去 2 年期收益率的利差出现负值。理论上除了暗示经济存在隐忧，长期的逆向结构亦牵扯着资金流向，包括个人及商业贷款。利率存在周期，曲线由逆向变成正向的过程（所谓「曲线正常化」）亦有规律。笔者早在首及次季预测，当开始炒作减息憧憬时，投资者应增持当时处在 5 厘以上的 10 年期债券，这是第 1 阶段。资金投入长期债券而推低该领域的收益率后，「寻息」操作便会向 10 年期以下推进，而且预计中期收益率的降幅将比长期更大，形成局部正常化，这是第 2 阶段。

由于中长期收益率已反映大部分未来利率的减幅，而短期（普遍指 2 年期以下）收益率对实质减息较敏感，未真正宣布减息前，短期收益率将被锚定在偏高水平，这是第 3 阶段。首 3 阶段造就迤天曲线呈现出类似「U」型的状态。而最后阶段，是美联储宣布并持续减息，短期收益率便随利率下降。短期降幅将明显快于中长期，直到短息完全低于长息，正常化才能大功告成。

今天债市正处于最后阶段，因此投资者应增持短期定息工具以锁定近廿年罕见的高利率回报，正如华尔街流行的「T-bill & chill」策略，大量投入货币市场基金或票据等短息工具。

联邦利率与美债收益率呈现大程度的正向关联性，而传统上收益率与债券价格存在逆向关系，两者不难理解。存续期（或称久期）则反映收益率降幅与债券价格升幅的比例，理论上存续期愈长，债价波幅愈大。综合上述理论，笔者多次强调，美联储首降前收益率将率先下跌，其降幅占未来利率降幅约近 6 成，凸显资金普遍先行于政策，超前部署实属常态。以 9 月位图预示今明两年各减息 100 个基点，即共 200 个基点。年内美国 10 年期国债收益率由高峰近 5%，下跌至 9 月底约 3.7%，130 基点跌幅吻合上述反映 6 成利率降幅的习性。换句话说，除非 12 月美联储再次大幅下修位图，否则 10 年期收益率再下降空间有限，毕竟需部署的早已就位。

正常化过程中除了锚定短息，长息又将如何？下期再续。

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法保护。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。