

債市策略：「熊式走峭」（下）

美國國債收益率在加息配合倒掛狀態下，歷史上將會出現 4 個階段，首 2 個階段在上週已與諸君分享，有興趣者可重溫內文。

今天美聯儲好大可能結束加息週期，預期債市將出現「熊市走峭」(Bear steepening) 狀態，是一種當曲線趨向平坦，預測長息較短息變化幅度更大的投資策略。這是第 3 階段。簡單而言，套用今天高息環境，以 2 及 10 年期債息作為短及長息代表，在加息尾聲時，對聯邦利率較敏感的 2 年期債息將被錨定，但聯邦利率與 10 年期息差仍然偏高情況下，投資者將加速沽出長債同時投入短債，套息交易驅使 10 年期以上債息飆升。好比上週提出的蹺蹺板概念，當支點愈接近施力點，愈需要加壓才能平均抗力點一端。過去 1 季支點已由 5 年期推前至 1 年期，反映市場正更大力透過套息交易側重於短債 (2 年期以下) 以平衡組合風險。

以史為鑒，根據過去 30 年數據，美國曾出現 4 次加息週期，抽取利率見頂前 2 個月和之後第 1 次減息為觀察期 (簡稱「期間」)，及 2 減去 10 年期國債收益率差距 (簡稱「息差」) 作分析。數據顯示，息差 4 次有 3 次正值，整體平均約 42 點子，反映曲線趨向正常化。而且加息尾聲時，息差上升從不缺席，今天只是歷史重演。

另外，曲線倒掛情況並非常見，4 次週期共 47 個月數據中只佔 38%。再觀察長息較短息變化幅度更大的熊市走峭狀態，整體佔比近 63%，而且 4 次週期皆以不同程度呈現，反映週期中普遍出現熊市走峭狀態。當中以 2000 年對現時最有啟示性，包括期間息差變化幅度最大，期間倒掛及熊市走峭佔比高見 90%，當然「科技創新」掛帥的經濟增長與今天情況更是不謀而合。

最後，同樣數據中抽取息差負值維持長逾 1 個月作為案例，剔除今次數據後只有 3 次，當中最長維持 10 個月，最小值報負 50.7 點子。今次案例仍未完結，截至 9 月已維持 15 個月，最小值報負 106.30 點子，兩項數據打破過去 30 年紀錄。就算包括今次數據，整體息差負值佔比都只有 11%，加上今次破紀錄表現，凸顯今天債市處境更非比尋常。

綜合而言，預測由 10 年期以上債息上升帶動曲線正常化過程將會持續，而且其震撼性將較過去 30 年更高，以對沖利率風險為主並賺取穩定回報的熊市走峭策略值得投資者參考。直到曲線漸見平坦並維

持一段時間，債市才會漸趨平穩，相信最早會在明年第 2 季之後才會出現。何時及什麼是第 4 階段？本章節在日後會適時分享分析內容。

共勉之。

以上資訊由東亞銀行首席投資策略師李振豪先生提供

重要聲明

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）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。

此文件中的一切資料只供一般參考用途，有關資料所表達的預測及意見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。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。

以上文章只反映作者的觀點，並不代表東亞銀行立場，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。