

## 首次減息後的債市部署（三）

自 2022 年 7 月 5 日，美債收益率曲線便出現倒掛，即市場廣泛接受 10 減去 2 年期收益率的利差出現負值。理論上除了暗示經濟存在隱憂，長期的逆向結構亦牽扯著資金流向，包括個人及商業貸款。利率存在周期，曲線由逆向變成正向的過程（所謂「曲線正常化」）亦有規律。筆者早在首及次季預測，當開始炒作減息憧憬時，投資者應增持當時處在 5 厘以上的 10 年期債券，這是第 1 階段。資金投入長期債券而推低該領域的收益率後，「尋息」操作便會向 10 年期以下推進，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 階段造就迤天曲線呈現出類似「U」型的狀態。而最後階段，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。

聯邦利率與美債收益率呈現大程度的正向關聯性，而傳統上收益率與債券價格存在逆向關係，兩者不難理解。存續期（或稱久期）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，債價波幅愈大。綜合上述理論，筆者多次強調，美聯儲首降前收益率將率先下跌，其降幅佔未來利率降幅約近 6 成，凸顯資金普遍先行於政策，超前部署實屬常態。以 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，畢竟需部署的早已就位。

正常化過程中除了錨定短息，長息又將如何？下期再續。

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。