

林俊泓, CFA  
財資研究主管

ryan.lam@shacombank.com.hk  
+852 2841 5283

黃君婷

研究分析員  
evelyn.huang@shacombank.com.hk  
+852 2841 5450

## 即時觀點

2021 年 2 月 22 日

### 息鼓偃旗

- 債市已踏入熊市，只是程度不足於把指針擺至另一端。
- 儘管拜登的刺激方案規模令人瞠目結舌，它不過是一次性的，故效力逐漸消散。此外，鮮有提及的是，美國居民用電價格受到嚴格監管。
- 通脹進一步升溫必須建基於結構性通脹。目前卻尚未觀察到結構性的變化。
- 我們一向對狂熱及恐慌皆以懷疑目光看待。倘預期未有翻天覆地的變化，部份投資者將重拾壓制債券淡倉的信心。屆時債息應該開始築頂回穩，孳息率曲線趨向平坦，以 3 至 5 年期的債息尤其受壓。果真如此，那怕負債累累的公司將開始感受痛楚，風險資產大體有望保持強勢。

上世紀 90 年代，民主黨政治顧問卡維爾（James Carville）曾有一句名言：「如果真有來世……我希望轉生為債券市場，那便能夠輕易威脅任何對象。」（“If there was reincarnation……I would like to come back as the bond market. You can intimidate everybody.”）上述比喻放在眼下頗為恰當，債市面臨自 2013 年「縮減恐慌」（Taper Tantrum）以來的最大拋售潮，足令一眾投資者坐立不安。

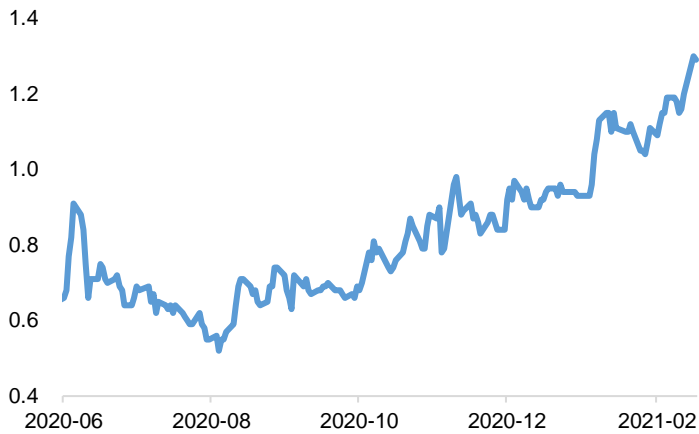
在短短不到兩個月期間，美國 10 年期國債孳息率高歌猛進，從年初略高於 0.9%，一鼓作氣飆升至 1.38%（見圖表 1）。當債市爆發如如此劇烈的震盪時，我們無法將其歸咎於單一原因。疫苗接種、拜登的財政突襲，以及聯儲局對經濟過熱的默許，都在為這場大火添加燃油。若發展下去，我們是否會踏入債券熊市週期？



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

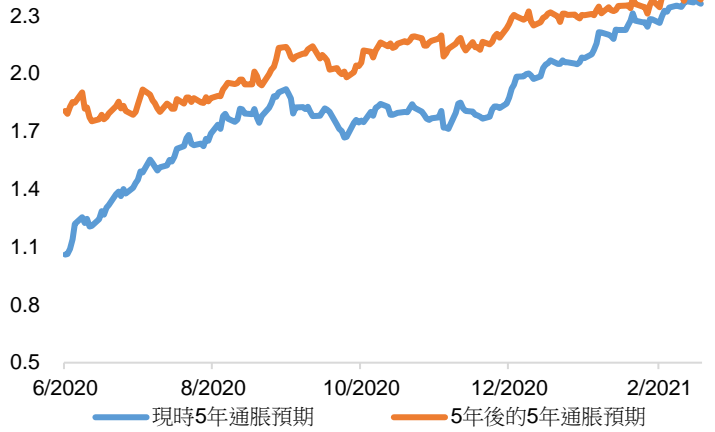
處處為您着想

圖表 1: 美國 10 年期國債息率 (%)



資料來源: 彭博、上海商業銀行

圖表 2: 美國通脹預期 (%)



資料來源: 彭博、上海商業銀行

我們認為答案是肯定的，只是程度不足於把指針擺至另一端。

的確，環顧市場狀況，作為近期債息飆升主要驅動力的通脹，或不再處於休眠狀態。紐約州製造業指數中的價格分類指數創下 2011 年 5 月以來的新高，並且原油價格已收拾 60 美元的重要關口。

然而，簡單地把近況投影至未來，並不能令我們有所啟發。以前不會，然後也不會。拜登的刺激方案規模也許令人瞠目結舌，它不過是一次性的，故效力注定逐漸消散。此外，鮮有提及的是，美國居民用電價格受到嚴格監管。因此，德州原油設施停產向消費者價格的傳導，本質上是溫和，甚至可能似有還無。

換言之，通脹進一步升溫必須建基於爆發結構性通脹。值得指出，目前尚未觀察到結構性的變化。現在與 5 年後的 5 年期通脹預期實際上已無差距（見圖表 2）。亦即是說，市場僅僅預期加快回歸常態，而未敢相信通脹過高。

我們一向對狂熱及恐慌皆以懷疑目光看待。倘預期未有翻天覆地的變化，部份投資者將重拾壓制債淡倉的信心。屆時債息應該開始築頂回穩，孳息率曲線趨向平坦，以 3 至 5 年期的債息尤其受壓。果真如此，那怕負債累累的公司將開始感受痛楚，風險資產大體上有望維持強勢。前事不忘，後事之師。2013 年 5 月「縮減恐慌」爆發前的數月，美股就再上升了兩成。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

## 近期研究報告

淡友告急？	2021年2月16日
金錢不眠	2021年2月5日
眾怒難犯	2021年1月29日
言之尚早	2021年1月28日
見龍在田	2021年1月22日
2021年環球經濟及外匯展望	2020年12月15日
最後的盛宴	2020年12月7日
寒風凜烈	2020年12月1日
改朝不換代	2020年11月5日
道可道，非常道	2020年11月4日
至再至三	2020年10月20日
沙盤推演	2020年10月14日
自作聰明	2020年10月7日
世事如棋	2020年9月29日
永不言遲	2020年9月23日
建設性含糊	2020年9月17日
歷史重演	2020年9月11日
告別夏日涼風	2020年9月4日
我寬故我在	2020年8月28日
短暫的文藝復興	2020年8月21日
如履薄冰	2020年8月17日
人生是演變的過程	2020年8月11日
三省吾身	2020年7月30日
有感而發	2020年7月27日
一諾千金？	2020年7月22日
聊勝於無	2020年7月16日
賭徒謬論	2020年7月9日
萬民起舞	2020年7月3日
人間正道是滄桑	2020年6月26日
路遙知馬力	2020年6月17日
乘風破浪	2020年6月11日
盛宴再來	2020年6月4日
沉默的啟示	2020年5月29日



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

### 注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情况。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深港通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議(定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍)，本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯、證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得傭金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為準確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保證此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK