

林俊泓，CFA

研究部主管

ryan.lam@shacombank.com.hk

+852 2841 5283

劉子暄

財資研究主任

sunny.lau@shacombank.com.hk

+852 2841 5450

2025 年 4 月 11 日

草木皆兵

- 備受關注的掉期息差的跌勢更甚於特朗普的民望。我們卻感到一絲平靜。
- 參與基差交易的槓桿基金並非近期美債拋售的唯一嫌疑人。
- 僅當以下兩項警號浮現，我們才真正需要擔憂：其一，美國回購市場出現明顯緊繃的跡象；其二，股市暴跌之際債市卻失去承接力。
- 不過即便掉期息差收窄，亦絕不容掉以輕心，市場頻頻出現異動，恰是悲觀情緒自我實現的溫床。眾所盼望牛市回歸，唯有在世界願意接受特朗普重塑的全球秩序才有希望。惜短期看來機會渺望。

特朗普或許高估了自己手上的籌碼。備受關注的掉期息差的跌勢更甚於其民望，且跌勢未止（圖表 1）。擔保隔夜融資利率（SOFR）已攀升到比聯邦資金有效利率高出約 7 個點子。種種跡象不正是「現金為王」的典型徵兆？

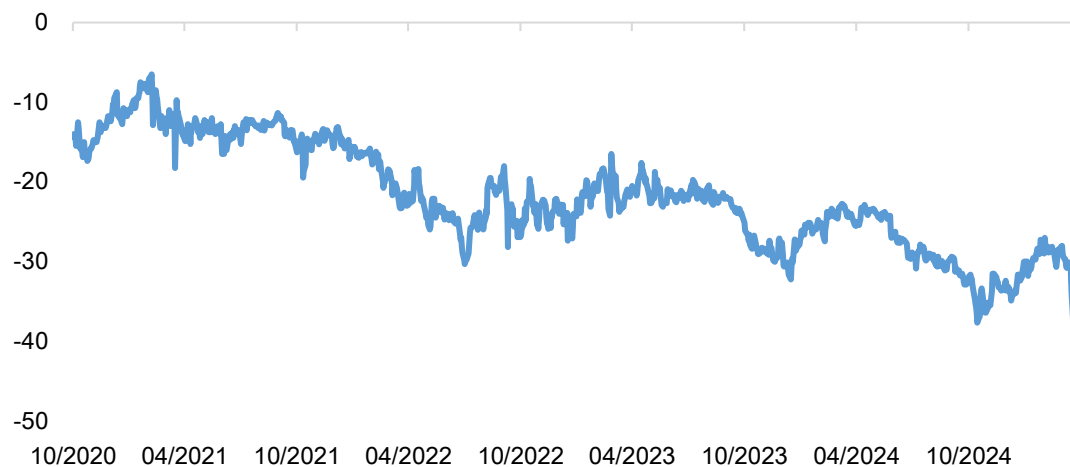


上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

圖表1: 5年期掉期息差 (點子)



資料來源：彭博，上海商業銀行

儘管浮現出去槓桿化的蛛絲馬跡，我們卻感到一絲平靜。近期的美債拋售背後，參與基差交易的槓桿基金並非唯一的嫌疑人。奉行60/40股債配置的投資經理同樣有動機沽售持續受捧的國債，轉戰股市撈底。也許，有別於斬倉，市場只是搶先對應潛在的外國央行沽盤。

最關鍵的是，回購交易活動仍未見異常的波動(圖表2)，反映對沖基差交易的融資渠道依然暢通。眼下基差交易員只要再繃緊神經七週，待6月首日立刻抽身離場。屆時我們便可知沽空者還是基差交易員的底牌更強。僅當以下兩項警號浮現，我們才真正需要擔憂：其一，美國回購市場出現明顯緊繃的跡象；其二，股市暴跌之際債市卻失去承接力。

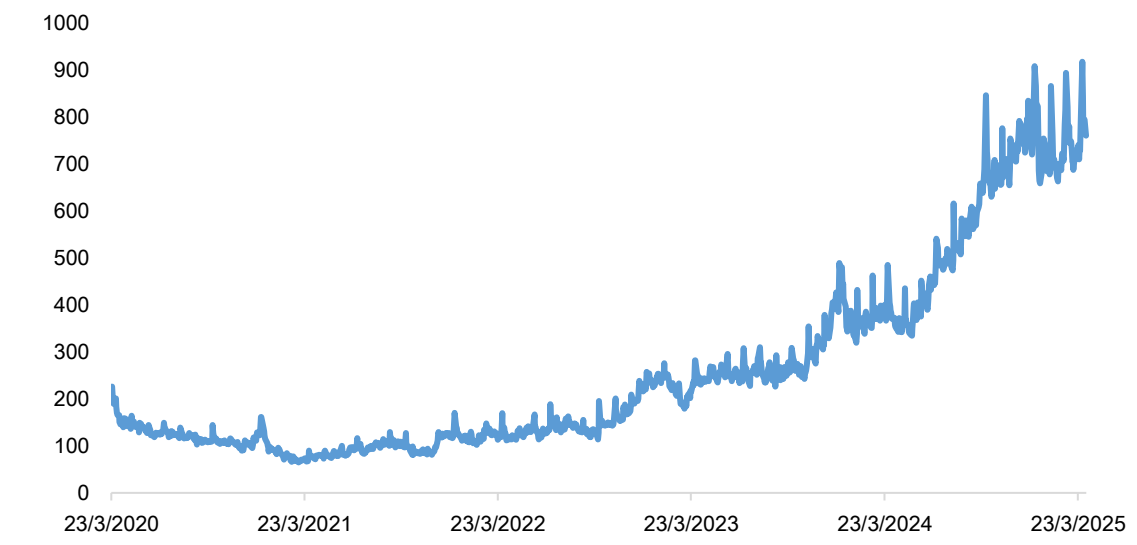


上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

圖表 2：美國證券存管結算公司回購交易量（十億美元）



資料來源：彭博，上海商業銀行

不過即便掉期息差收窄，亦絕不容掉以輕心。市場頻頻出現異動，恰是悲觀情緒自我實現的溫床。試問誰會相信，一個敢對主要經貿夥伴祭出 145% 關稅的黷武之人會有所節制？更何況，經歷此番莫名的指控和羞辱，憑何認定各國領袖仍願與他握手言和？

眾所盼望牛市回歸，唯有在世界願意接受特朗普重塑的全球秩序才有希望。但這真的可能嗎？



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

近期研究報告

| | |
|-----------------------|-------------|
| 兵連禍結 | 2025年4月3日 |
| 以身入局 | 2025年3月26日 |
| 如箭在弦 | 2025年3月20日 |
| 人生正道是滄桑 | 2025年3月14日 |
| 疾如風、徐如林 | 2025年3月6日 |
| 牛刀小試 | 2025年2月27日 |
| 金鼓雷鳴 | 2025年2月20日 |
| 吹皺春池 | 2025年2月13日 |
| 靜雨無聲 | 2025年2月4日 |
| 活在當下 | 2025年1月24日 |
| 燭火不息 | 2025年1月15日 |
| 2025 全球經濟與外匯展望 | 2025年1月8日 |
| 事以密成 | 2024年12月19日 |
| 落子不悔 | 2024年11月8日 |
| 蜻蜓點水 | 2024年11月6日 |
| 暗渡陳倉 | 2024年9月19日 |
| 其怪自敗 | 2024年9月5日 |
| 兵貴神速 | 2024年8月23日 |
| 定而後能手靜 | 2024年8月15日 |
| 重整旗鼓 | 2024年8月7日 |
| 黑色星期一 | 2024年8月5日 |
| 靜極思動 | 2024年8月1日 |
| 隨波逐流 | 2024年7月30日 |
| 青霄直上 | 2024年7月12日 |
| 蛻故孳新 | 2024年7月3日 |
| 現身說法 | 2024年6月21日 |
| 若即若離 | 2024年6月13日 |
| 言多必失 | 2024年6月11日 |
| 鑑古知今 | 2024年5月31日 |
| 起伏跌宕 | 2024年5月6日 |
| 轉輾反側 | 2024年5月2日 |
| 月上柳梢 | 2024年4月24日 |
| 先勝而後求戰 | 2024年4月11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況。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，基於市場情況，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

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佣金或其他費用。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。

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平確、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



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

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

處處為您着想