



張文晶
經濟研究員
Tel: 28266192
anniecheung@bochk.com

美債息上行的漣漪效應

正當聯邦基金利率以每年 0.25% 的緩慢步伐上調之際，美國國債孳息率則以更快的速度攀升。預料在美債市場供應進一步增加的情況下，美債孳息率將面對較大的上行壓力，對金融市場的漣漪效應值得關注。

一、特朗普當選主導近期債息波動

聯邦基金利率由聯邦公開市場委員會的成員投票決定，而美國國債孳息率則由市場的供求關係決定。聯邦基金利率的走勢預期只是其中一個影響美債供求關係的因素，所以美債孳息率的走勢較聯邦基金利率的走勢更為波動。雖然聯邦基金利率自 2015 年 12 月起開始了緩慢的加息週期，但 2 年期及 10 年期美債孳息率截至 2016 年 6 月，仍然反覆下行。

美債孳息率自 2016 年下半年開始上升，且升勢自 11 月起更為凌厲。這有部分源於聯邦基金利率的加息預期升溫，當時市場普遍認為 12 月再度加息為大概率事件。而特朗普在 11 月 8 日當選後，金融市場瀟灑樂觀的情緒，憧憬他的新政將會有利美國的經濟增長提速，刺激通脹。2 年期美債孳息率一度升至 1.27%，是自 2009 年 8 月以來的最高水平。10 年期美債孳息率亦曾見自 2014 年 9 月以來紀錄高位的 2.60%。隨著特朗普就職的日子逐漸迫近，金融市場的亢奮情緒略為降溫。截至 1 月 25 日，2 年期及 10 年期美債孳息率亦稍為回落至 1.23% 及 2.51% 的水平。

二、供應增加將推升美債孳息率

儘管美債孳息率有平穩跡象，但預料美國政府將增加發債、以及市場沽壓加劇，美債孳息率將有較大的上行壓力。具指標性的 10 年期美債孳息率或於年內突破 3% 水平。

聲明：

本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

第一，特朗普新政促使政府增加發債。特朗普提倡的稅制改革，包括簡化個人入息稅階，最高稅率由 39.6% 降至 33%；企業所得稅由 35% 降至 15%；以及實施邊境稅等。與此同時，他亦建議提高基建、增加開發傳統能源。這些結構性改革措施，長遠而言有助提升美國經濟的生產力，惟短期內將令美國政府財赤進一步惡化，令政府增加發債填補財政缺口。

第二，聯儲局或逐步縮減資產負債表。經過三輪的 QE，聯儲局的資產負債表由 2009 年的不足 1 萬億美元，擴大至現時的 4.5 萬億美元。非常規貨幣政策為市場注入大量的流動性，造成資產價格泡沫，金融市場及實體經濟亦有不同程度的扭曲，因此收縮資產負債表也只是時間的問題。近日有多名聯儲局官員對“縮表”發表觀點，其中費城聯儲局主席 Patrick Harker 更表示若加息至 1% 左右，將是時候考慮停止資產負債表再投資。雖然目前聯儲局收緊貨幣政策的重點仍在加息之上，但相信局方將會對“縮表”有更多的討論。現時聯儲局持有的資產中，1 年期以下的國債規模為 1,950 億美元，僅佔總國債餘額 19.98 萬億美元的 1%。而且，聯儲局官員相繼發表對“縮表”的看法，也有助管理市場預期。聯儲局日後若逐步停止再投資國債，債息上升的風險也是可控的。

第三，海外投資者的沽壓上升。自 2016 年 7 月起，海外投資者持有美債的金額正在縮減。其中，中國已連續 6 個月減持，且沽售的步伐有所加快，更於 2016 年 10 月被日本取代了其最大債權國的地位。截至 2016 年 11 月，中國按月減持了 664 億美元，持有餘額達 1.05 萬億元，佔整體的 5.3%。另一方面，日本亦連續 4 個月減持，按月減持了 233 億美元至 1.11 萬億美元，佔整體的 5.6%。海外投資者沽售美債，亦將為債息帶來更大的上行壓力。

三、對金融市場的影響

美債市場規模大，投資者多元化，因此債息上升對金融市場的影響將會是牽一髮動全身。

首先，風險資產價格回調。美國的股市已持續了一段長時間的牛市，標普 500 指數的 PE 已升至 21 倍，高於 10 年平均值的 17 倍。另外，樓市亦自 2012 年起穩步復蘇，反映

美國樓市價格的 S&P/Case-Shiller 指數亦創新高。股、樓價格處於較高水平，說明這些風險資產的回報率正在下降。另一方面，美國國債被視為世界上最安全的資產，若它的回報率不斷提升，股票、物業等風險資產的投資吸引力將會削弱，因而面對較大的沽壓。

其次，美元兌主要貨幣及新興市場貨幣呈現程度不一的強勢。聯儲局實施 QE 的時代，環球流動性泛濫，當中有大量熱錢流入新興市場。若美債投資吸引力上升，這些追逐回報的熱錢將會回流到美國，新興市場貨幣兌美元將有較大的貶值壓力。另外，聯儲局與環球主要央行的貨幣政策背馳，無疑令美元兌主要貨幣相對強勢，惟主要央行如日本央行的非常規貨幣政策已接近極限，歐洲央行的每月購買資產規模亦已從 800 億歐元降至 600 億歐元。據此，主要央行的貨幣政策進一步寬鬆的空間有限，制約了主要貨幣兌美元的貶值幅度。

再次，亞洲銀行體系或受到牽連。金融海嘯後，亞洲的跨境貸款大幅增加。據 BIS 的統計，在 2008 年第二季至 2016 年第三季期間，中國、印度、南韓、印尼和馬來西亞的跨境貸款金額分別急增了 4 倍、3.2 倍、2.7 倍、1.9 倍及 1.5 倍，且以外債為主。息率上升以及美元呈現強勢會削弱借款人的償債能力，增加亞洲銀行體系的系統性風險。

總括而言，美債息上行的影響廣泛，增加金融市場的波動。對於金融機構而言，穩健的風險管理將會發揮更積極的作用。



近期報告

- | | | | |
|-----|--------------------------------|---------|-------|
| 1. | 特朗普勝選後與就職後的美元走勢分化 | 劉雅瑩 | 01.26 |
| 2. | 內地基準利率不變、市場利率趨升的解讀 | 戴道華 | 01.25 |
| 3. | 人行創設新工具 惟債市情緒仍偏謹慎 | 劉雅瑩 | 01.24 |
| 4. | 特朗普不確定性中的三個確定性-- 特朗普首批對內政策效果預估 | 鄂志震、蔡永雄 | 01.24 |
| 5. | 特朗普變革非空談 惟前路崎嶇 | 卓亮 | 01.24 |
| 6. | 2016年內地經濟築底回穩 | 鄂志震、蔡永雄 | 01.20 |
| 7. | 《國務院關於擴大對外開放積極利用外資若干措施》影響評析 | 蘇傑 | 01.18 |
| 8. | 美國經濟的一些矛盾現象 | 戴道華 | 01.13 |
| 9. | 特朗普上任在即：聽其言不如觀其行 | 蘇杰 | 01.12 |
| 10. | 熊貓吃掉點心了嗎 | 劉雅瑩 | 01.11 |
| 11. | 香港還能在全球首次集資市場連續稱王嗎？ | 蘇杰 | 01.11 |
| 12. | CFETS人民幣匯率指數貨幣籃子的調整及其涵義 | 戴道華 | 01.06 |
| 13. | 金磚國家穩定本幣匯率的那些招式 | 柳洪 | 01.05 |
| 14. | 中國經濟增長目標的設定 | 戴道華 | 12.29 |
| 15. | 市場經濟地位揭開中美貿易角力新序幕 | 黃思華 | 12.23 |
| 16. | 基金互認擴版圖提升香港在全球的資管地位 | 李明揚 | 12.22 |
| 17. | 深港通與滬港通開通初期的比較分析 | 蘇傑 | 12.20 |
| 18. | IMF對資本管制的取態及啓示 | 戴道華 | 12.20 |
| 19. | HIBOR走勢分析及其影響 | 張文晶 | 12.19 |
| 20. | 債市異動主因非聯儲局加息 | 卓亮 | 12.19 |