

2018年10月25日

財富管理-投資策略

## 固定收益

### 十年美債利率或處於築頂階段

利率與經濟關係：利率上行—居民借貸成本上升—債務負擔加重—減少消費—需求下降—經濟下行，反之亦然。美聯儲依據泰勒規則，通過調整基準利率，影響短端利率和長端利率，進而對經濟和通脹產生影響。美聯儲主席講話稱，目前經濟依舊強勁，通脹和失業率低位，利率有回歸中性利率的必要，意味著政策利率仍將上調，但實際經濟已然承受不住。

經濟復蘇漸入尾聲。一方面，利率持續上行抑制經濟，曲線變平預示經濟回落。當前美國處於加息後期，利率持續上行抑制投資和消費，如近兩年美國信貸增速的下滑，後續利率還將上行，未來信貸增速大概率繼續下降。而利率是經濟週期的領先指標，收益率曲線變平往往是週期見頂的標誌。1976年以來，美國共出現6次國債收益率曲線倒掛（10Y-2Y），其中有5次領先經濟衰退週期，且均處於加息週期中後期。當前10Y-2Y美債利差已經從本輪加息週期前的140BP降至20-30BP的水平、創下11年新低。另一方面，外需拉動或減弱。2季度淨出口對美國GDP增速的貢獻高達1.2%，但6-8月出口增速逐月放緩，其中8月對墨、中等主要新興市場的出口增速降至2.7%。美國貿易保護與加息政策對全球經濟復蘇形成拖累，新興市場經濟的減速與歐日復蘇的放緩必然會拖累美國經濟。潛在增速先升後降。美國國會預算辦公室預測美國2018-2022潛在GDP平均增速為2.0%，高於2008~2017年（1.5%）但低於2001-2007年（2.4%），到了2023年~2028年進一步降至1.8%。長週期內，利率走勢取決於人力、資本、技術等影響經濟潛在GDP增速的因素，潛在增速先升後降，預示美債實際利率中樞長期趨於下行。

赤字+加息，債務滾雪球。特朗普推行減稅和加大基建投資，會加大財政赤字，美聯儲加息增加債務利息支出，在量價都不斷攀升的情況下，美國政府債務問題將愈演愈烈。如何解決債務問題？一個辦法是提高生產率，通過經濟增長來解決。另外，由於美國外債都是以美元計價，因此對於美國而言的第二個辦法就是美聯儲降低利率，重新開動印鈔機。因此，不排除未來特朗普減稅+基建+加息的政策組合做出調整的可能。

加息後期，期限利差收窄甚至倒掛。從歷史上幾次美聯儲加息情況來看，伴隨著基準利率的上行，美債期限利差會逐步縮窄甚至倒掛。上一輪美債利率見頂的時間是06-07年，當時國債利率曲線持續倒掛，美國10年-2年國債期限利差平均為-30bp。目前市場預測未來美國還有5次左右加息，對應美國本輪短期利率的峰值約為3.5%，按照-30bp的平均利差，這對應著美國10年期國債利率的頂部區域就在3.2%左右。

總結而言，我們認為十年美債利率或處於築頂階段。從經濟增長來看，隨著加息進入尾聲，利率上行、貿易摩擦與新興市場經濟減速對美國經濟的負面影響逐漸顯現，美國經濟復蘇漸入尾聲，再加

上美國潛在增速在長期下降，意味著長期實際利率趨於下行。從債務負擔來看，美國政府債務不斷攀升，而加息又會增加利息支出，在量和價都不斷攀升的情況下，美國政府債務問題將愈演愈烈。從期限利差來看，按照上一輪加息週期國債收益率曲線倒掛平均水平，十年美債頂部中樞或在3.2%附近，反之，如果10年國債利率長期位於3.2%附近，高利率將對經濟增長產生持續的負面衝擊。貨幣政策主要對內，中美利率趨於脫鉤。中國是全球第二大經濟體，應享有獨立的貨幣政策，央行行長易綱近期也在會議中指出“目前央行所有貨幣政策都是以國內經濟為主要考慮”。中美基本面的分化對應貨幣政策“分道揚鑣”，中美利率逐步脫鉤，因此美國加息不會影響中國國債利率的下降。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第571章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，僱員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。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。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。