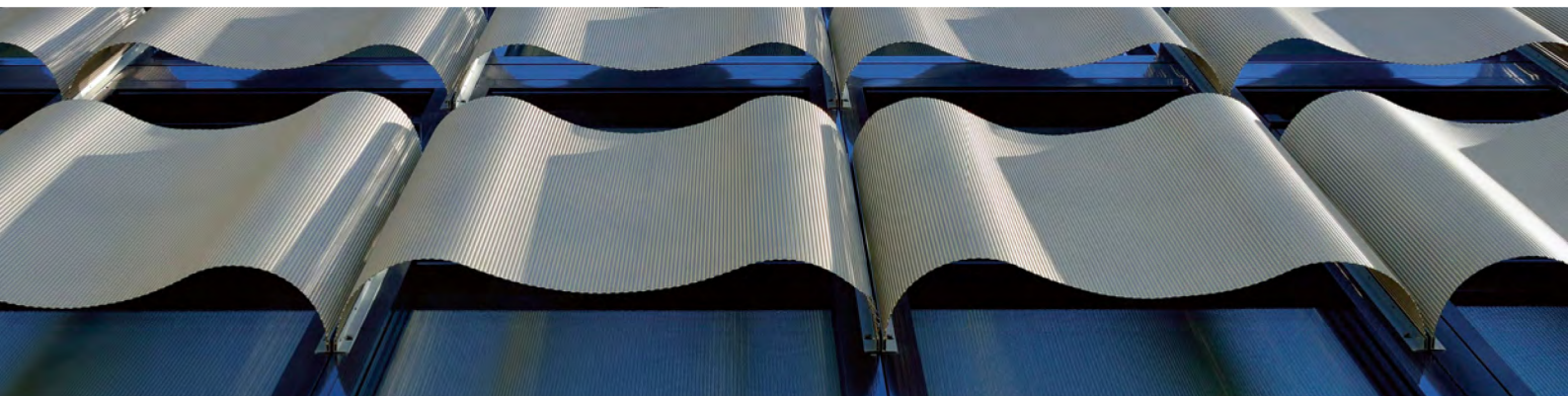


債券風險管理

警惕存續期和收益率曲線部署主導表現



存續期和收益率曲線部署幾乎可以解釋所有典型債券組合的表現（不論是領先或落後）。在我們新的定息收益投資技術系列的第二篇文章中，我們探討了一種更佳的投資方式以廣泛分散風險。

以下哪個更可取：更佳的回報還是最佳的經風險調整後回報？債券投資者不能同時追求兩者，他們必須選擇其中之一，對許多機構投資者來說，審慎的選擇是經風險調整後回報。換言之，他們需要在願意及/或能夠承擔的風險範圍內優化表現。



**Maxence-Louis
Mormede**
CIO Advanced
Fixed Income

我們將在本文討論債券的內在特性，定息收益的風險往往集中在某些風險因素上。最重要的是投資組合的存續期 — 即其對利率變化的價格敏感性 — 以及收益率曲線部署，即不同年期債券之間陡度變化對債券的影響。

透過管理這些因素是增加風險的有效方法 — 並可能帶來理想表現。但這是最具效益的方法嗎？我們認為，更理想的方法是在多個風險因素上分散風險，以提高實現最佳經風險調整後回報的機會。

為什麼要調整風險？

整體而言，債券傳統上 — 也是正確地 — 被視為低風險的資產類

要點

- 許多機構投資者需要跟從一些限制，並依賴債券投資創造穩定的回報和低波動性。
- 學術研究顯示，收益率曲線的水平 and 形狀變化佔典型美國國庫債券組合回報差異的比例很高（通常約為95%）。
- 將風險分散至其他風險因素，如貨幣風險和流動性風險，或可提高實現最佳經風險調整後回報的機會。

別。我們的意思是，在典型投資者的策略性資產配置中，債券預期會提供穩定的回報，並且波動性相對較低。

對於機構投資者來說，投資組合中的債券遵從以上定律十分重要。退休金計劃有責任滿足受益人的需求；保險公司必須支付索賠費用；央行必須以國家的最佳利益為前提管理儲備。

要實現這些目標，投資者不能不惜一切代價追求最佳回報 — 因為這可能會使他們持有的債券面臨顯著波動。相反，他們希望爭取的是每單位風險的最佳回報。

風險承受程度可以用追蹤誤差來表示 — 即投資組合與基準¹之間的表現差異。投資經理的工作是在雙方同意的追蹤誤差目標內實現潛在最佳回報。

定息收益的風險 — 存續期的作用

因此，審慎的投資方式需檢視定息收益的風險來源。顯而易見的是違約風險 — **投資者必須防範發行人未能支付他們應得的款項**。其他包括貨幣風險、流動性風險和政治風險。

然而，在所有這些風險因素中，有兩個因素對典型投資組合的回報影響最大：存續期和收益率曲線部

署。如前所述，存續期代表投資組合對利率²變化的反應。收益率曲線部署則代表投資組合對收益率曲線形狀變化的反應。

從1991年發表的一項學術研究中，我們得知這兩個因素的重要性，該研究探討了美國國庫債券³的回報。研究人員審視了1984至1988年間國庫債券投資組合的每週回報，以識別超額回報的影響因素。他們得出驚人的結論，平均97%的回報差異可以利用收益率曲線的三個方面來解釋：其水平、斜度和曲率。（斜度和曲率指的是形狀，曲線的水平則反映利率，因此與存續期相關。）

這並不是說其他風險沒有影響。但根據研究，「影響個別證券的特定風險」對多元化投資組合的影響輕微，而與收益率曲線相關的系統性風險則具有普遍和更顯著的影響。

存續期和收益率曲線，唯一的遊戲？

難怪債券經理花這麼多時間研究利率和收益率差異。學術研究證實了債券經理已經知道的事情 — 實現領先表現的最簡單方法是準確判斷存續期和收益率曲線部署。可以說，這些是債券投資者武器庫中最有效的武器。

但這些武器也有可能造成顯著的波動性。若投資目標是經風險調整後

回報，高波動性不會受到歡迎。因此，我們認為投資者可以考慮另一種方式 — 一種不將存續期和收益率曲線部署視為唯一遊戲的方法。與其將所有風險預算分配在這兩個因素上，更理想的方法是在投資者願意承擔的風險範圍內尋求風險因素多元化 — 如行業、貨幣、質素和息差。

（請注意，上述學術研究並無表示存續期和收益率曲線部署必須佔債券投資組合風險的97%。建構這兩個因素僅佔風險預算5%的投資組合是可行的。）

我們相信這種方式更有可能實現機構投資者期望和要求持有債券達致的持續和穩定回報。在本系列的第三篇也是最後一篇文章中，我們將詳細探討具體投資方法。

閱讀本系列的第一篇文章：
避免違約的藝術：為何信貸風險對債券投資者十分重要

註：

- ¹ 追蹤誤差乃根據投資組合與基準之間回報差異的標準差來計算。
- ² 存續期以年計算，可以理解為投資組合中所有債券變為現金流所需的時間。相對投資於短期債券的投資組合，一個主要由長期債券（如30年期國庫債券）組成的投資組合將具有較長的存續期。由於長存續期投資組合受未來現金流較大的影響，因此其對利率變化的反應較大。
- ³ Litterman, Robert; Scheinkman, José（1991年），「影響債券回報的共同因素」。研究人員發現，在研究期間，三個因素解釋了「不少於94%的回報差異。平均而言，其解釋了約97%的回報差異。」

與我們保持聯繫

| hk.allianzgi.com

| +852 2238 8000

| 搜尋

 安聯投資



讚好我們專頁 安聯投資 – 香港



聯繫LinkedIn帳戶 Allianz Global Investors



訂閱YouTube頻道 安聯投資



關注微信公眾號 安聯投資香港

投資者投資於固定收益投資工具（如適用）可能須承受各種風險，包括但不局限於信用、利率、流通性及受限靈活性的風險。此風險受經濟環境和市場條件改變，因而會對投資價值構成不利影響。當票面利率上升時期，固定收益投資工具（如淡倉）的價值一般預期下降。當利率下降時期，價值也一般預期上升。流動性風險可能要推遲或阻止提款或贖回投資。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供建議、邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。但閣下若選擇不尋求專業諮詢，即應考慮本產品是否適合您投資。投資涉及風險，包括可能損失本金，以及投資於新興及發展中市場所伴隨之風險。基金經理及基金的過往表現、或任何估計、估算或預測並非未來表現的指引。本文件並未經任何監管當局審閱。

發行人：

香港 – 安聯環球投資亞太有限公司