



不要放棄您的夢想

## 通脹如何為主動型定息收益投資者帶來機會

2021年8月



Jan King  
定息收益產品專員

貨物和服務價格上漲是傳統政府債券投資者面臨的最大風險之一。然而，主動型基金經理可以透過通脹的升跌來創造正回報，關鍵是要了解構成政府債券收益率的不同風險溢價，以及如何使用相關工具以受惠於這些溢價。

定息收益資產是債務工具，有著定期的現金流來支付票息和本金。在其他條件不變的情況下，隨著貨物和服務的價格上升，相同的固定票息可以購買到貨物和服務會較之前少。因此，通脹上升侵蝕了固定名義現金流的實際價值。此外，持續高於目標的通脹（或對通脹上升的憂慮加劇）通常會促使央行收緊金融環境，例如透過提高短期利率和透過直接資產購買（量化寬鬆）來左右長期利率。對未來通脹走勢的預期直接或間接影響定息收益市場的收益率水平和收益率曲線的形狀。因此，通脹是定息收益投資者希望得到補償的主要風險之一。

然而，對於能自由投資的主動型定息收益投資者來說，通脹 — 就像任何其他風險一樣 — 也可以帶來機會。透過選擇合適的工具，投資者可以從通脹的預期升跌，以及高於或低於市場預期的實際通脹中獲得正回報。

### 要點

- 定息收益回報取決於投資期內最有可能出現的宏觀環境以及當前市場價格反映的程度。
- 名義政府債券的四個主要風險溢價包括實際無風險回報率、實際期限溢價、預期通脹率和通脹風險溢價。
- 對這四個因素走勢的預期變化決定了名義政府債券收益率的走向。
- 主動型定息收益基金經理使用一系列的工具，尋求從各個組成部分中創造回報，這在通脹前景不明朗的情況下十分重要。

投資者需要回答的主要問題是：

1. 相對於本身對基本因素的預期，目前的市場價格是什麼 — 換言之，當前的風險溢價是否高於或低於實際通脹風險？

2. 在所討論的時期內，通脹預期將會如何演變，最有可能對經濟和央行政策產生什麼影響？

要回答這些問題並作出適當的主動部署，我們需要留意政府債券收益率所代表的不同風險溢價。

### 定息收益中的「收益」不等於「回報」

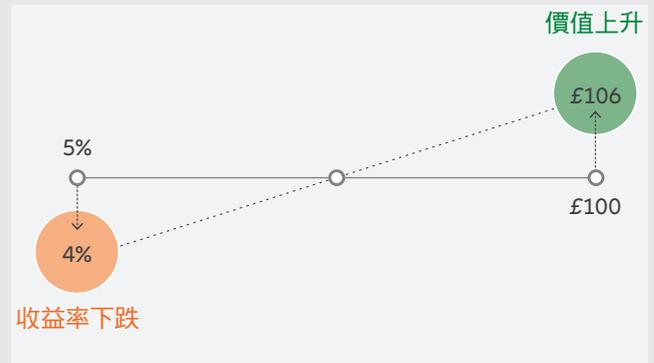
在定息收益中，有必要區分債券的到期收益率（或最差收益率，即最低潛在收益率）及其在特定持有期間內的總回報。到期收益率假設持有債券至到期日（或贖回日）的預期回報，此時本金按面值（或指定的贖回價格）償還。

然而，在債券的生命週期內，收益率和價格都會波動。收益率與債券價格成反比，若果債券價格上升，收益率就會下跌。換言之，收益率下跌，債券就會升值，反之亦然。

債券的總回報包括持有期間收到的票息及債券價格的變化。特定持有期間內的回報可能與到期收益率有顯著差異，較高的收益率不一定代表較佳的回報。相反，債券的到期收益率可能是負數，但在一定的持有期間內會產生正回報。這完全取決於我們認為投資期內最有可能出現的情況以及目前反映在價格中的程度。

雖然可以作為比較債券估值的衡量標準，但到期收益率並不是定息收益投資在特定持有期內表現（或總回報）的可靠預測指標。

### 收益率/價格的反向關係



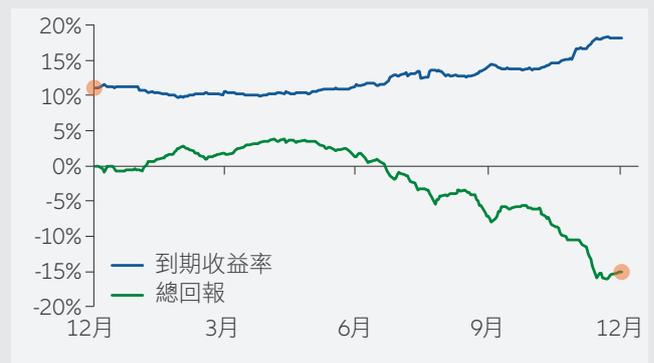
僅供說明用途。  
資料來源：安聯投資

最終，到期收益率的概念是假設投資者在債券差不多到期時收到的票息可以以原來的到期收益率進行再投資，直至債券到期。

### 低收益高回報：2014年10年期德國政府債券的表現



### 高收益負回報：2015年美國CCC級債券的表現



資料來源：安聯投資、彭博、美銀美林。並非購買或出售任何特定證券的推薦或招攬。過往表現並非未來表現的可靠指標。

## 將政府債券收益率分拆為不同風險溢價組成部分

對於主動型定息收益投資者來說，兩個因素決定了他們持有債券期間的總回報：

1. 利差，即債券或衍生產品（根據累積利息調整）的利息或票息所產生的收益
2. 價格變動

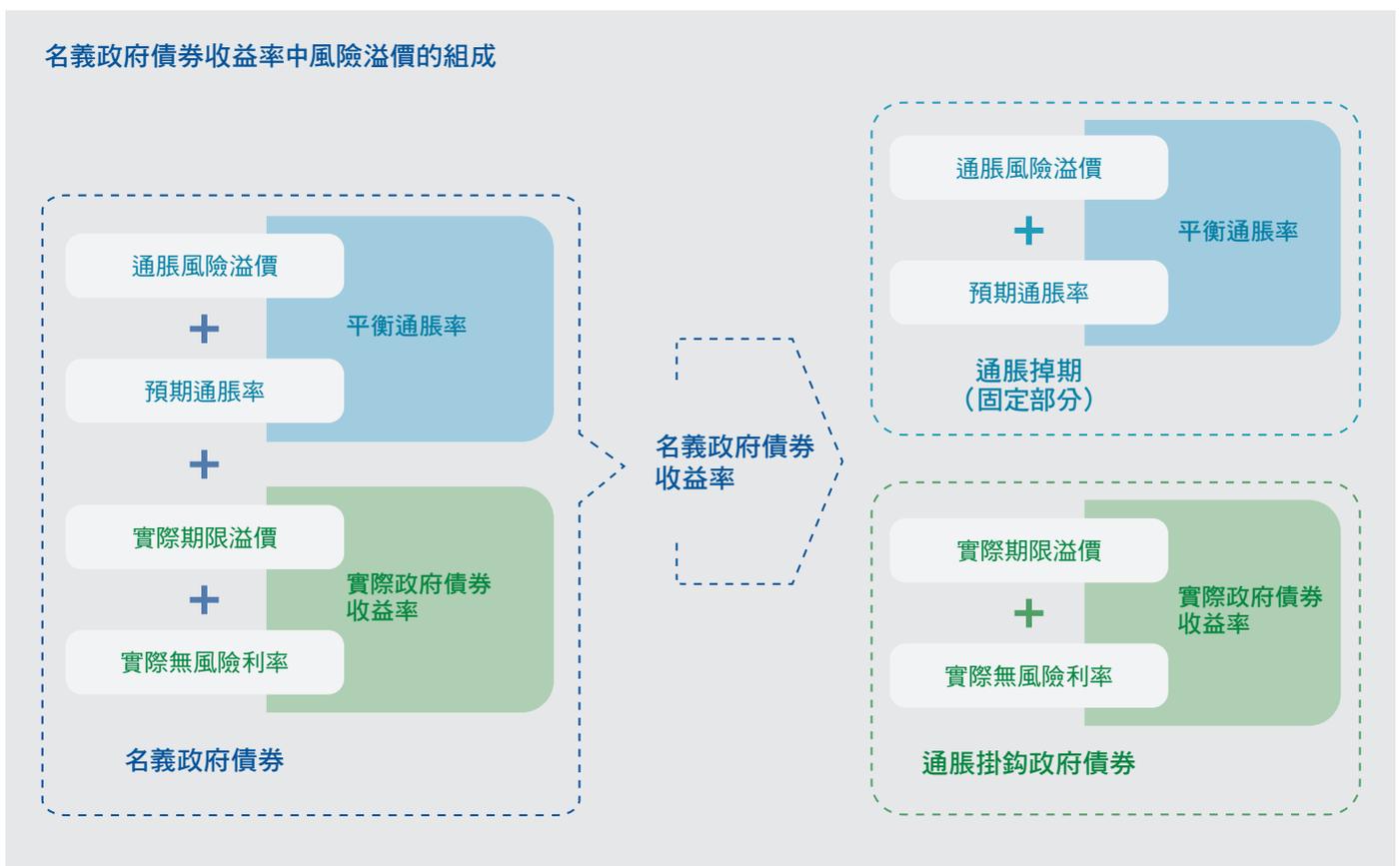
一系列的因素會影響債券收益率和收益率曲線的形狀。為了理解這些影響，可將債券的收益率分拆為不同風險溢價的組成部分。在考慮名義政府債券的收益率時，需要考慮四個主要組成部分<sup>1</sup>：

- **實際無風險利率**：儲蓄（取代消費）的回報。這包括對經濟增長和貨幣政策的預期。
- **實際期限溢價**：投資者要求長期債券的額外收益，以補償經濟增長或貨幣政策的意外變化。不幸的是，期限溢價不能直接觀察，需要計算長期收益率中有多少代表對短期利率未來走勢的預期以及有多少反映期限溢價（即剩餘收益率）。

- **預期通脹率**：市場參與者對年均通脹率的預期，即基礎物價指數的變化。
  - **通脹風險溢價**：對通脹意外波動的補償。將此視為對通脹意外走勢的保險溢價<sup>2</sup>。
- 實際無風險利率和實際期限溢價的總和就是**實際收益率** — 票息收益，在經通脹調整後以債券價格的收益率表示。
- 預期通脹率和通脹風險溢價的總和通常被稱為「**平衡通脹率**」，這是一段時期內的平均通脹率，投資者可透過以下方式得到相同的回報：a) 在交易開始時根據當前市場預期利用衍生產品鎖定平均通脹率，或b) 選擇接受實際通脹率作為交易期間的可變現金流量。

風險溢價四個組成部分走勢的預期變化決定了名義政府債券收益率的走向。然而，可能存在抵銷效應，例如，實際無風險利率下跌而通脹預期上升。在這種情況下，不同效應相互抵銷了對名義收益率的影響。

綜合起來，四個組成部分 — 實際（政府債券）收益率加上平衡通脹率 — 成為名義政府債券收益率，如下圖所示：



<sup>1</sup> 為簡單起見，我們在此考慮「無違約風險」的政府債券。對於企業債券或任何其他有潛在違約風險的發行人，必須加上信貸風險溢價及流動性溢價。

<sup>2</sup> 這種溢價亦很難直接觀察 — 結果會因市場和使用的模型而異。

### 將通脹預期化作主動投資，創造額外回報

當我們分析了經濟基本因素和技術環境、確定四個風險溢價組成部分的當前水平，並得出我們認為它們在特定投資期內將如何變化的看法後，我們需要將這些觀點化作主動投資。視乎投資委託，這些可以是絕對或相對基準的主動投資。

每一個組成部分都可以單獨交易，利用單項或多項工具。因此，主動型的定息收益投資經理可以持有名義政府債券收益率，或一個或多個風險溢價，以創造回報。

- 直接使用通脹掛鈎債券可作為**實際政府債券收益率**的部署。大多數主要經濟體都有發行各種年期的通脹掛鈎債券，從而產生實際收益率曲線。由於某些基金/投資委託不允許沽空實物債券，就政府債券收益率上升進行直接部署需要利用衍生工具。透過短倉名義政府債券期貨加上通脹掉期（投資者獲得固定部分，即平衡通脹率，以及浮動部分，即已實現通脹），可複製通脹掛鈎債券的短倉。
- 雖然不能直接觀察**實際期限溢價**，但可以透過曲線交易來對實際期限溢價的預期變化來進行部署，在收益率曲線的不同部分（即不同到期日）進行增持和減持或長倉和短倉的部署。

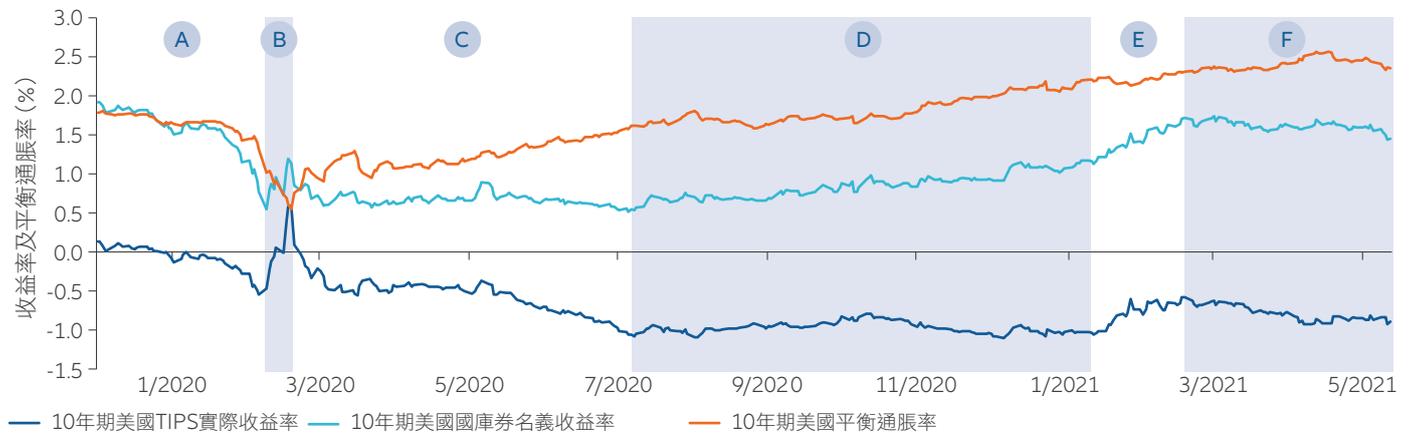
- **平衡通脹率**是相同發行人和到期日的名義債券和通脹掛鈎債券之間的收益率差距。平衡通脹率變化的部署可以是相對的 — 簡單地透過利用投資組合中的通脹掛鈎債券代替名義債券，反之亦然 — 或者直接透過通脹掉期。
- 通脹期權（通脹上限和下限）可用於幫助對沖通脹意外飆升（或下降）的風險。期權價格是衡量**通脹風險溢價**的指標。期權市場可以提供有關風險承受能力和市場預期的有用資訊，例如對沖通脹風險的成本（即負通脹，以通脹下限0%行使價）。

### 實際生活的部署例子：

現在讓我們看看過去18個月美國長期政府債券收益率的趨勢，看看在此期間主動型投資者如何從通脹或風險溢價的變動創造額外回報。

下圖顯示了自2020年初以來10年期美國國庫券名義收益率、10年期美國通脹掛鈎國庫券（或TIPS）實際收益率的走勢，以及兩者之間的差異，即10年期美國的平衡通脹率。我們將圖表分為六個不同的時期，每個時期的開始都是一個或多個組成部分發生變化，需要調整主動部署。在下圖中，我們解釋了每個時期的市場推動因素，以及哪些工具和部署可帶來額外回報。

圖：10年期美國政府債券收益率（實際和名義）及平衡通脹率



資料來源：安聯投資

## 市場走勢和相應的部署選項以創造額外回報

| 時期                              | 收益率變化                         | 市場推動因素  | 工具及部署  |
|---------------------------------|-------------------------------|---|--|
| <b>A</b><br>01/01/20 – 06/03/20 | 實際收益率 ↓<br>名義收益率 ↓<br>平衡通脹率 ↓ | 從2月下旬開始，隨著對增長的憂慮加劇，投資者轉向「避險」資產，導致名義收益率和平衡通脹率崩盤（因為實際收益率下跌的幅度小於名義收益率）。  | 長倉名義政府債券<br>利用通脹掉期（支付實際通脹，成為固定部分）短倉通脹<br>相對通脹掛鈎債券，增加名義債券的比重                                    |
| <b>B</b><br>07/03/20 – 19/03/20 | 實際收益率 ↑<br>名義收益率 ↑<br>平衡通脹率 ↓ | 在危機高峰時期，投資者需要盡快產生流動資金，因此出售投資組合中最（也是唯一）具流動性的部分：政府債券。實際收益率大幅上升（遠高於名義收益率，因為與名義政府債券相比，TIPS的流動性較差，市場莊家的持有成本較高），平衡通脹率進一步崩盤。 | 短倉名義政府債券期貨<br>利用通脹掉期（支付實際通脹，成為固定部分）短倉通脹<br>相對通脹掛鈎債券，增加名義債券的比重                                  |
| <b>C</b><br>20/03/20 – 06/08/20 | 實際收益率 ↓<br>名義收益率 →<br>平衡通脹率 ↑ | 央行注入流動性，加上宣佈推出大規模量化寬鬆計劃，穩定了市場情緒。實際收益率回升至3月中旬的水平，然後在夏季進一步下跌至8月初的低位。名義收益率僅輕微下跌，平衡通脹率上升。                                 | 長倉通脹掛鈎債券<br>利用通脹掉期（支付實際通脹，成為固定部分）長倉通脹<br>相對名義債券，增加通脹掛鈎債券的比重                                    |
| <b>D</b><br>07/08/20 – 10/02/21 | 實際收益率 →<br>名義收益率 ↗<br>平衡通脹率 ↗ | 隨著長期增長預期靠穩，實際收益率在接下來的半年窄幅上落（期限溢價上升，因再度封城造成短期增長憂慮，導致短期實際收益率進一步收縮）。通脹預期與名義收益率繼續一同上升。                                    | 利用通脹掉期（支付實際通脹，成為固定部分）長倉通脹<br>短倉名義政府債券期貨<br>相對名義債券，增加通脹掛鈎債券的比重                                  |
| <b>E</b><br>11/02/21 – 19/03/21 | 實際收益率 ↑<br>名義收益率 ↑<br>平衡通脹率 ↗ | 2月中旬至3月中旬，實際收益率和名義收益率均顯著上升，這很大部分是由實際期限溢價推動，平衡通脹率僅輕微上升。  | 短倉名義政府債券期貨<br>曲線交易：短倉10年期，長倉5年期（以受惠於期限溢價上升）<br>利用通脹掉期（支付實際通脹，成為固定部分）長倉通脹<br>相對名義債券，增加通脹掛鈎債券的比重 |
| <b>F</b><br>20/03/21 – 11/06/21 | 實際收益率 ↓<br>名義收益率 ↓<br>平衡通脹率 → | 名義和實際收益率再次回落（大致同步），而平衡通脹率預期再度回到3月中旬的水平。   | 長倉名義政府債券   |

## 總結

通脹會侵蝕固定名義現金流的實際價值，因此是債券持有人希望能得到補償的主要風險之一。在其他條件相同的情況下，被動型債券投資者的回報預期會在通脹上升時惡化。但主動型基金經理可以採取更深入的觀點：債券收益率波動是由不同風險溢價的變化而引起。透過合適的工具和不受限制的投資，定息收益投資者可以選擇性地投資於不同風險溢價（例如「預期通脹」），在波動中獲得回報。

當通脹前景不確定時，了解政府債券收益率的推動因素以及如何使用這些工具十分重要，因為它們可以讓主動型基金經理把握通脹預期上升和下跌的優勢。這可以透過對通脹直接投資或結合其他風險溢價，以作為政府債券存續期和曲線整體部署的一部分。推動收益的因素瞬息萬變，需要靈活的部署，以創造持續的理想表現。

Active is : Allianz Global Investors

與我們保持聯繫

| [hk.allianzgi.com](http://hk.allianzgi.com)

| +852 2238 8000

| 搜尋





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](#)

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。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。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。

發行人為安聯環球投資亞太有限公司。安聯環球投資亞太有限公司（香港中環花園道3號中國工商銀行大廈27樓）是基金香港代表並受香港證券及期貨事務監察委員會（香港鰗魚涌華蘭路18號港島東中心54樓）監管。