

孳息率曲綫扁平化

油價下跌，直接改變市場對通脹的期望，加上美元強勢，所以投資者寧願繼續增持或買入回報極低的國債。

去年美國聯儲局開始退市，很多宏觀對沖基金預期孳息率趨升，於是拋空國庫債券及期指，尤其是中長期以上年期（10年至30年），但中長期國庫債券走勢卻反其道而行，孳息率屢創近年新低（債券價格趨升），令投資者大跌眼鏡。

另一現象是，美國國庫債券的孳息率曲綫扁平化（Flattening Yield Curve），意思是中期與短期或長期與短期的息率差距收窄，即中長債的孳息率下降幅度比短債大，令息率綫圖由陡峭變成扁平（見圖）。

油價壓低通脹預期

扁平的孳息率曲綫象徵：一、市場波動，投資者選擇避險；二、通脹預期下降（當通脹預期上升，投資者會要求更高的中長綫回報率，所以中長綫孳息率會上升，令曲綫變得較陡峭；反之曲綫則變得更平坦）；三、經濟增長放緩；四、短息上揚源於市場期望聯儲局加息。有分析指，現時的曲綫圖比2008年雷曼兄弟倒閉時更平坦，這代表甚麼？

筆者估計低通脹甚至通縮期望可能是曲綫扁平的主因。原油價格自去年7月開始下瀉，至今跌了一半。油價下跌，直接改變市場對通脹的期望，加上美元強勢，所以投資者寧願繼續增持或買入回報極低的國債。因為貨幣升值加上實際利息（名義利息減去通脹率），仍然提供不錯的無風險回報。

低油價帶來全球的通縮壓力，造就了

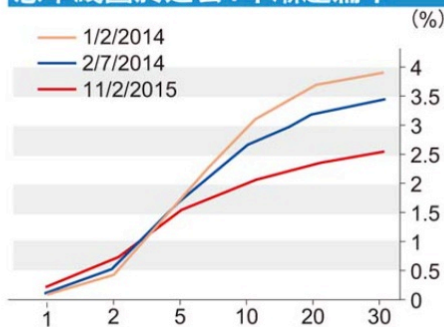
各國央行的減息或寬鬆貨幣政策空間。布蘭特原油價從1月13日低位至今（11日）回升了16.9%至55.9美元一桶，因為有石油服務及開採公司宣布減低未來資本開支及削減石油鑽機數字。最悲觀的花旗銀行認為供求需要較長時間才能平衡，預測油價有可能下跌至20美元一桶。

石油相關投資值博

能否兌現？油田服務公司開始放慢投資及鑽探已成事實，油價略為反彈，中長期的國庫債券孳息率這幾天亦有所回升。未來油價的走勢將主導市場對通脹，以至利率及環球貨幣匯率的方向。

如果相信原油最終會調整至平衡，用一至兩年的投資期來看，現價的石油相關投資肯定會提供不錯的值博率。風險較低的選擇，是遠期有溢價的認購期權，包括國際藍籌油服公司及相關交易所基金，如俄羅斯指數或原油期權，因為這些股票及指數不會破產變成零，和油價走勢亦有較高系數。FM

息率綫圖於過去1年漸趨扁平



祝振駒

翺騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翺騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

