

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011 祝振駒

翹騰投資管理（香港）有限公司董事總經理、特許財務分析師、
曾經在不同國際投行研究部、擔任分析師及主管達14年之久，專長中小型股
研究，後轉職往對沖基金擔任基金經理，2010年創立翹騰。

孳息率背後的意義

最近美國10年國債孳息率觸及3%，引發市場恐慌性拋售。Doubleline Capital的創辦人新債王岡拉克（Jeffrey Gundlach）在一年多前高調聲稱3%是債券牛市結束及引發金融市場調整的分水嶺。

他最近又預測美國股市今年將會出現負回報，並且認為比特幣今年的回落，反映投資者的風險胃納及情緒，是股市的領先訊號。此外，數天前在對沖基金會議（Sohn Conference）當中，他建議買入油田服務交易所基金（ETF）XOP，並同時拋空Facebook（FB）（他認為後者的技術指標轉差及政策風險愈來愈大），作為配對交易。兩天後，FB宣布強勁的2018年首季業績及用戶人數增長，股價大升9.1%及帶動納指反彈1.64%。

他去年同一場合建議買入新興市場ETF EEM並同一時間拋空標普500指數ETF SPY，一年後這對配對交易帶來約13%的帳面回報。新債王對股票和比特幣的看法似乎是宏觀主導，再加以技術分析，對基本面並不熟悉，其FB建議立時老貓燒鬚。

3%孳息率為技術阻力

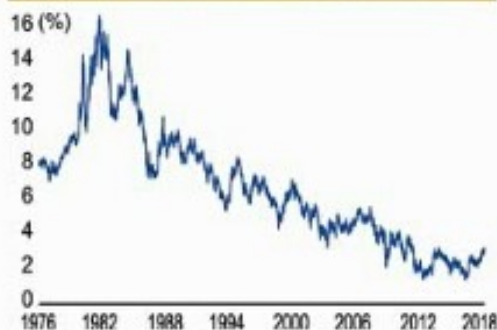
筆者花了不少時間研究為何美國10年國債孳息率3%是警戒綫（圖一）。大部分的解釋是觸及3%，按揭貸款及企業信貸的利息負擔便開始變得沉重，影響經濟增長。更佳解釋是自2011年7月起，10年債息只於2013年12月底兩度短暫觸及3%，所以3%是大部分人心中的短期技術阻力位。

另一市場焦點是，最近10

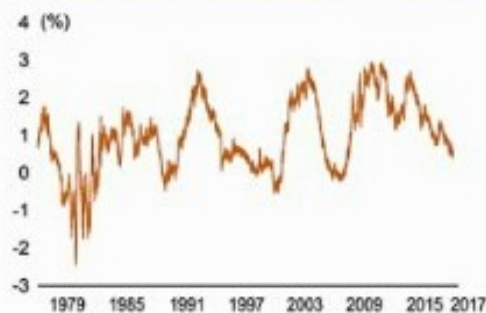
年及兩年債券之間的孳息率差（Yield Spread）收窄（圖二），令美債孳息率曲綫開始變得偏平，即短債孳息率上升速度快於長債，孳息率曲綫甚至可能出現倒掛（Inverted），即短債孳息率高於長債。通過這情況暗示經濟可能進入衰退期，表示市場預期央行會開始減息，所以對長債的需求開始增加。

筆者分析過歸納過去40年的數據，發覺當美國10年債券年平均孳息率超越4.5%水平，或者年平均孳息率差跌出0.3%至1%範圍外（現時為0.489%），標普500指數一年後，才出現較大調整機會。當然2008年之前從來未嘗有超低利率及量化寬鬆，利率的基數亦遠高於現在。正因為過去10年利率超低，所以上揚的轉

圖一 美國十年國債孳息率



圖二 美國十年與兩年國債孳息率差



向趨勢引起市場恐慌，恐怕資金會由債市及股市流走風險。因為3%被廣泛宣傳，所以最後成為市場轉捩點的心理綫，但更須留意的是孳息率曲綫的變化。

權益披露：筆者旗下基金持有FB股份，並隨時於市場買入或沽出。