

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011 祝振駒

開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，後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立開騰。對環球宏觀，美股及香港中小型股素有研究。

曲綫倒掛 減息來臨

美股3月22日出現了今年以來少見的調整（標普500指數單日回落1.9%），事緣美國3個月及10年國庫債券的孳息率曲綫出現了倒掛（Yield Curve Inversion），即前者的息率高於後者，乃2007年來首見。

在一般經濟情況下，長債的息率一定高於短債，因為市場要求較高回報來補償年期較長的風險。但當經濟轉弱，市場開始預測中央銀行將會減息，即未來息率趨勢向下，投資者便會增持長債（結果是債券價格上升及孳息率下降），因為將來市場及央行發行的長債息率會愈來愈低。

倒掛通常預警衰退

市場通常以3個月及10年與兩年及10年的美債孳息率曲綫

作為參考。根據以往經驗，當曲綫持續倒掛出現，股市便見頂（自1956年，倒掛出現後，6次見頂），而7至24個月後（平均為17個月），經濟衰退便出現。美國最近就調低了去年第四季的GDP增長（由原先估計的2.6%調低至2.2%）。3月21日聯儲局的議息聲明已暗示今年不再加息。

倒掛出現後，聯儲局基金期貨開始反映今年稍後可能減息（議息後，減息概率由25%增加至39.5%），有經濟師甚至大膽估計今年下半年可能減息兩次。

債券孳息率走勢永遠走在聯儲局的聲明之前，因為前者反映未來看法，後者則基於歷史數據才作出決定。

應開始謹慎 但不需太早悲觀

現在投資者有需要開始謹慎，但不必立即變得太悲觀，因為：**1** 美債兩年及10年孳息率曲綫仍未倒掛；**2** 另一變數是假如中美達成貿易協定，中國及環球經濟會加快復甦；**3** 聯儲局隨時可能提早減息；**4** 按照歷史經驗，美股通常在倒掛出現若干個

3個月及10年美債孳息率曲綫



月後，衰退出現，股市才會出現較大調整。所以投資者理論上仍然有足夠時間調整組合。

此外，聯儲局暫停加息，本應利好美元，但由於歐洲及其他西方國家經濟更疲弱，所以近期美滙指數不跌反升。

在未來數月，假若兩年及10年債息曲綫開始倒掛，轉趨保守的投資策略是增加美國國庫短債。股票配置方面，高息及公用股可看高一綫，而銀行股應該繼續跑輸大市（因為減息及曲綫倒掛會令銀行淨息差收窄，利潤減少）。因為經濟周期的不同，中港股市今年很大機會會繼續跑贏標普500指數。☺