

「長」貧難顧

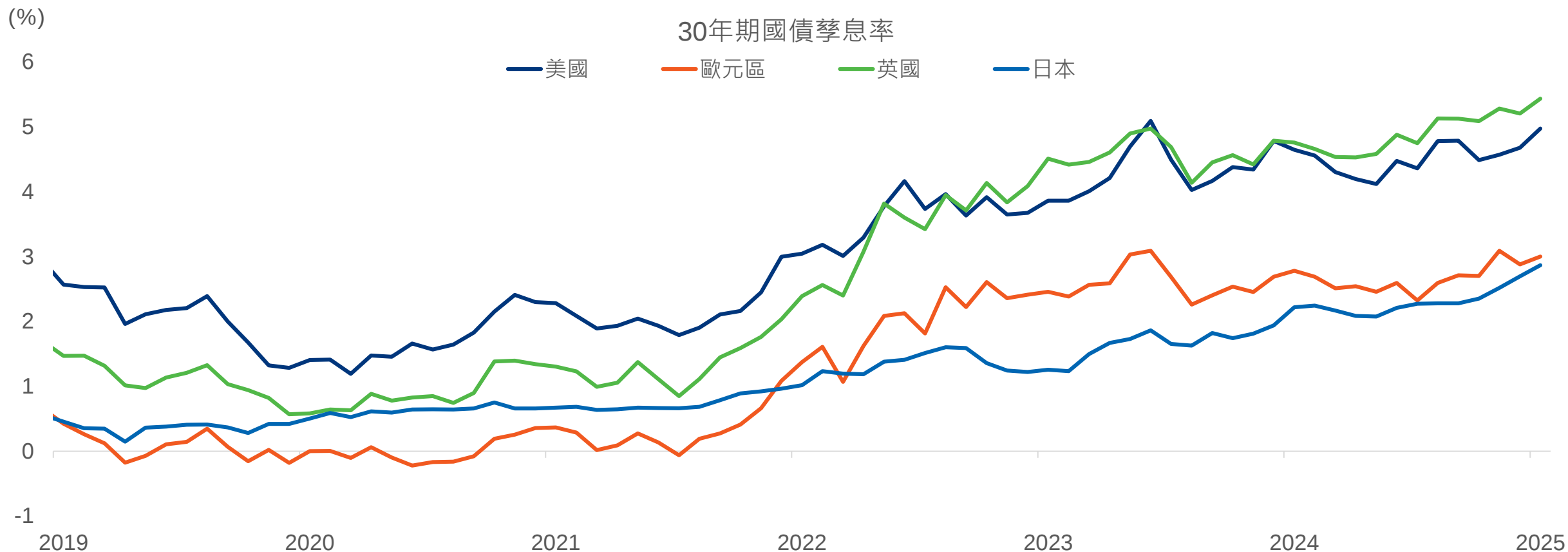
Longer Is Not Better

2025年6月13日

長天期國債利率飆升，不單只是日本的問題

當環球經濟充滿不確定性，當很多國家財政赤字不受控地擴大，投資者對長天期的投資開始失去興趣

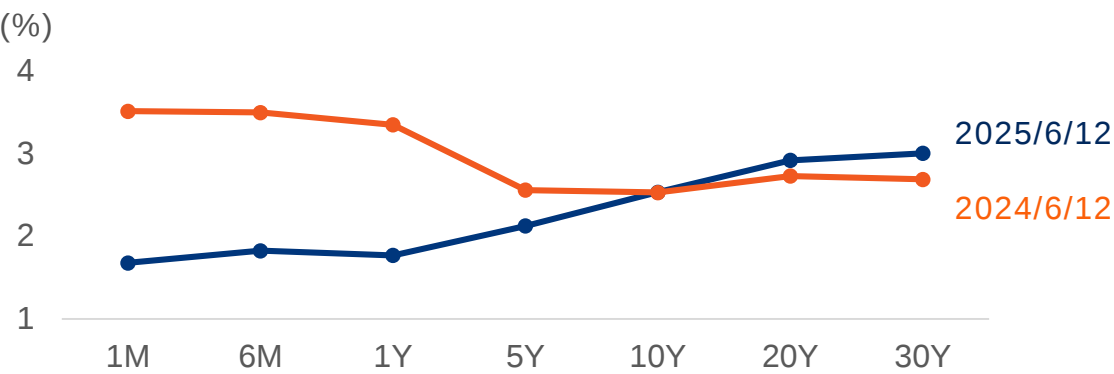
長年期國債孳息率普遍抽升



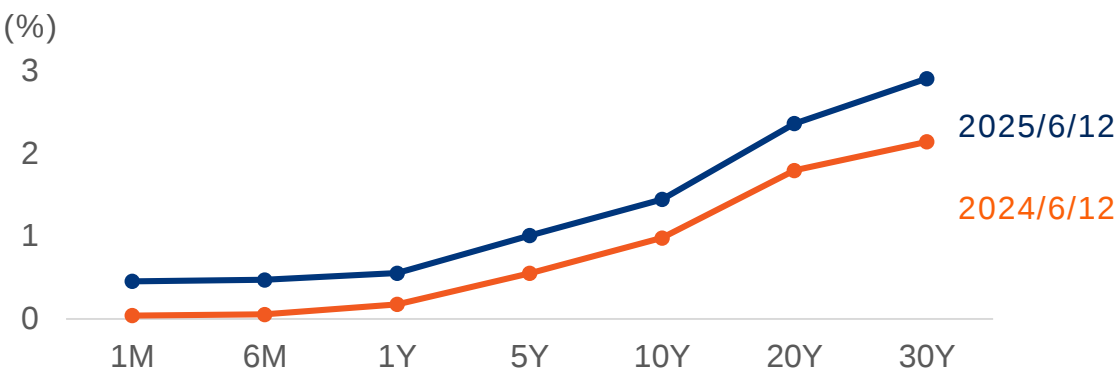
資料來源：Bloomberg

大部分國家的國債孳息率曲線變陡

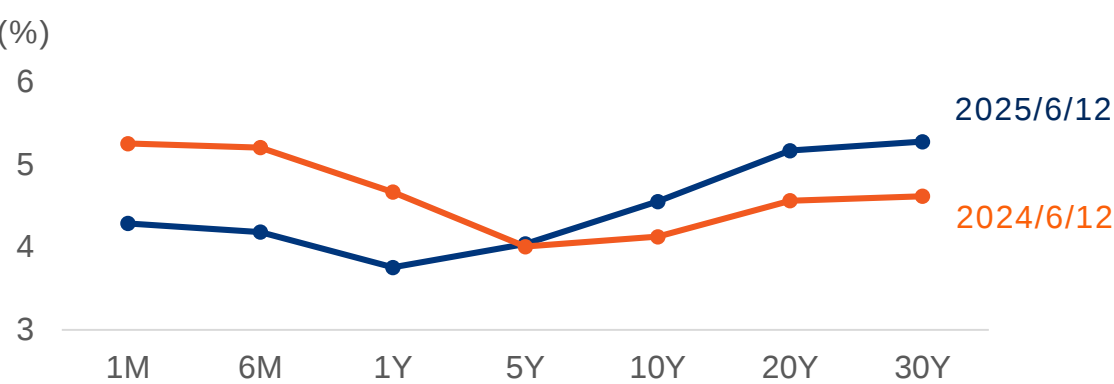
德國國債孳息率曲線



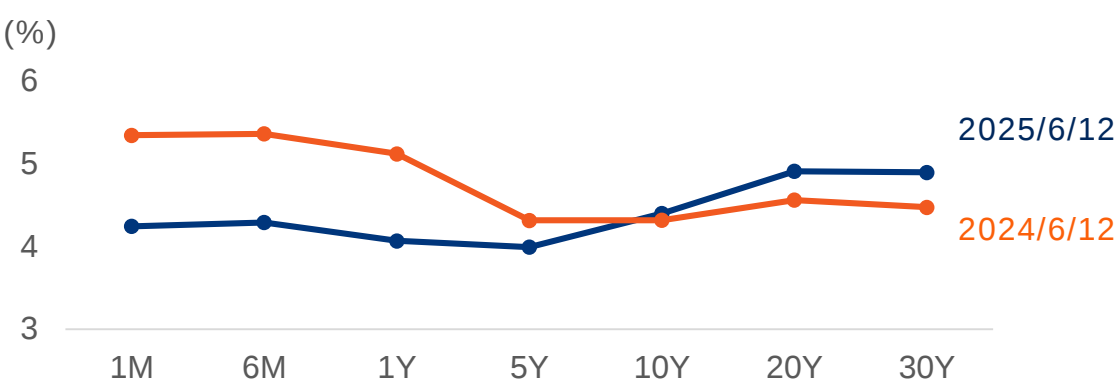
日本國債孳息率曲線



英國國債孳息率曲線



美國國債孳息率曲線

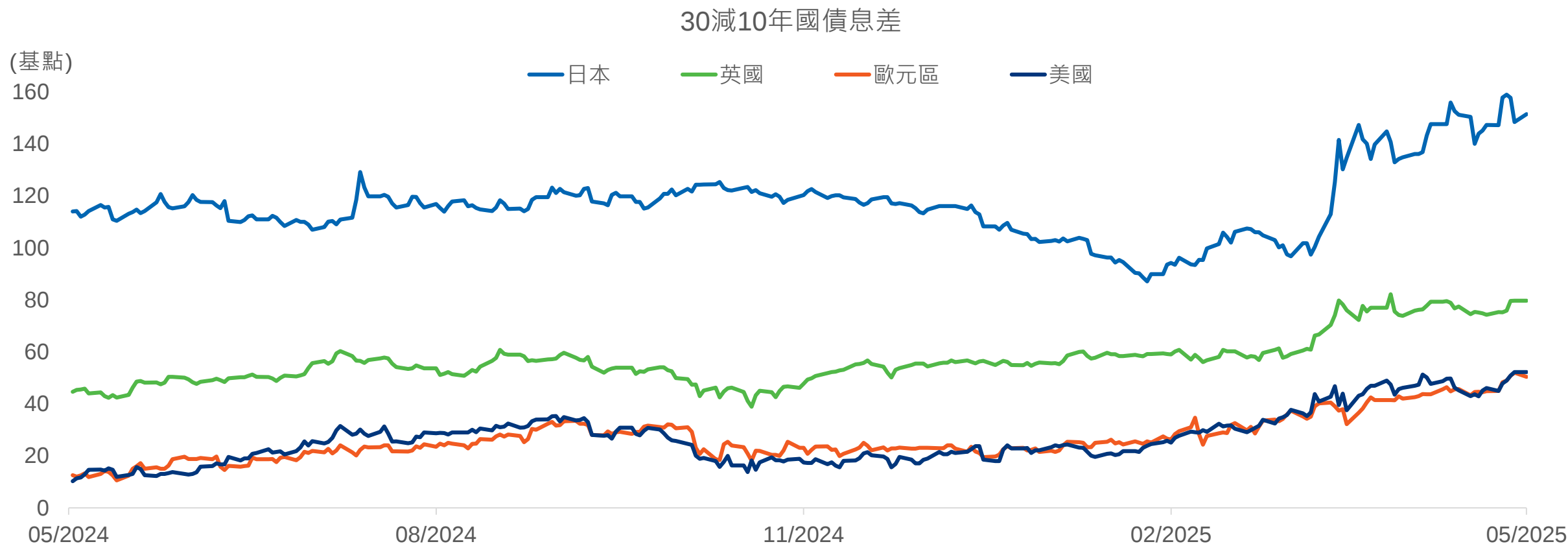


資料來源：Bloomberg

不過，人口老化問題仍是日本最嚴重

除了不確定的貿易政策和國際關係，人口老化也令未來經濟發展存在一大隱憂，很自然地會多一重風險溢價

日本長息差較闊，而且近期升幅明顯擴大

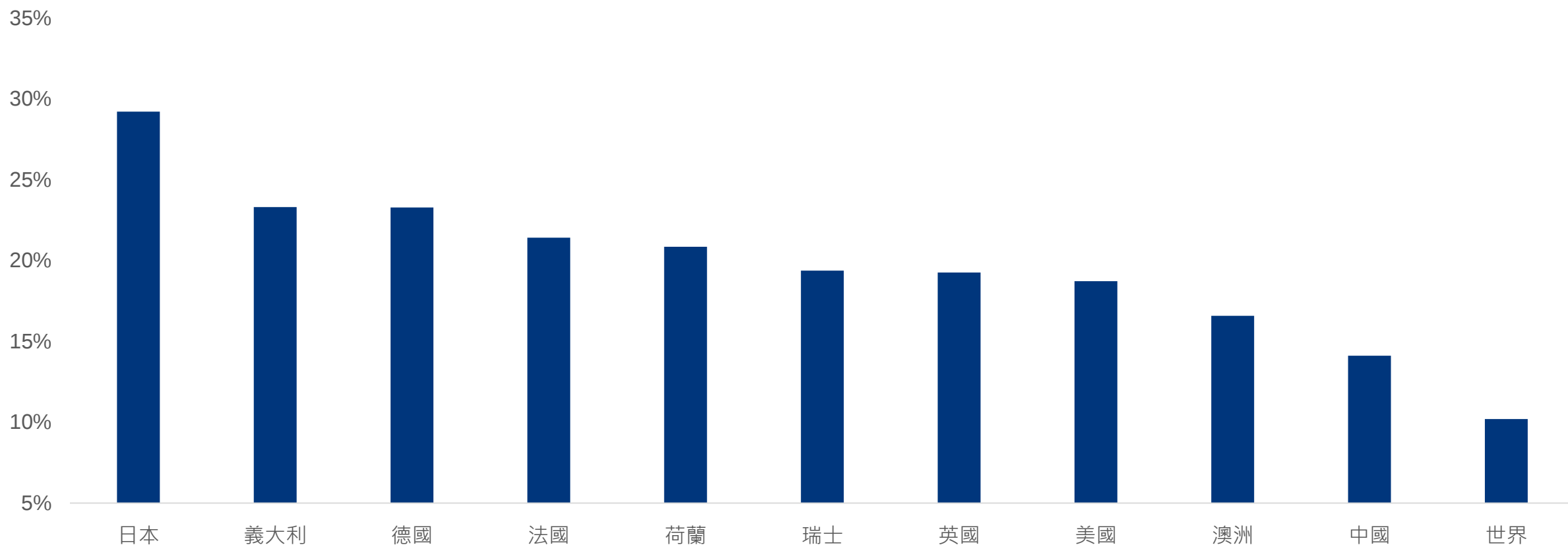


資料來源：Bloomberg

日本有29%的人口超過65歲，名列全球第二(第一是摩洛哥)

生產力上的問題，可以透過AI及自動化部份解決，但人口老化確實會對政府增加很重的財務負擔

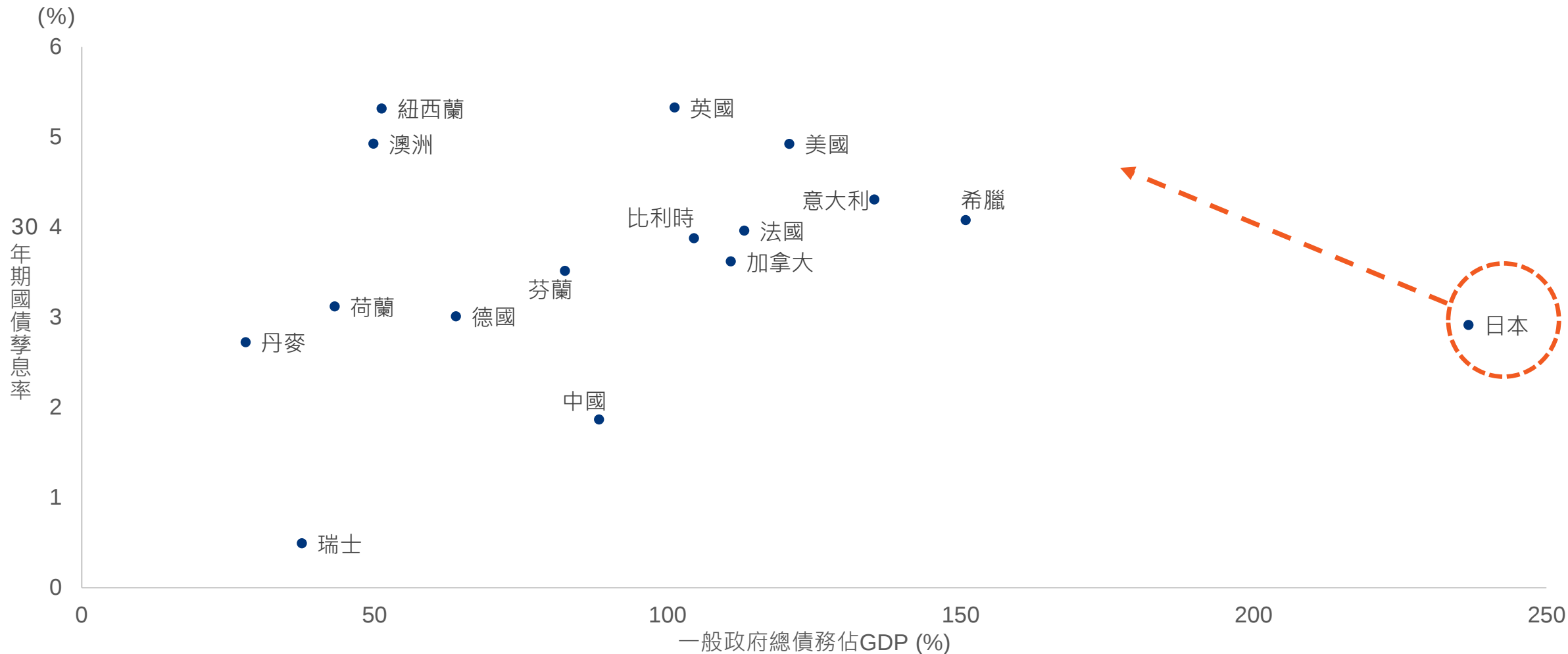
超過65歲的人口比例



資料來源：World Bank

發債、發鈔、赤字預算案已成了大國維持經濟增長的新常態

但投資人亦知道這不是可以恆久的做法, 所以亦開始對長天期債有戒心



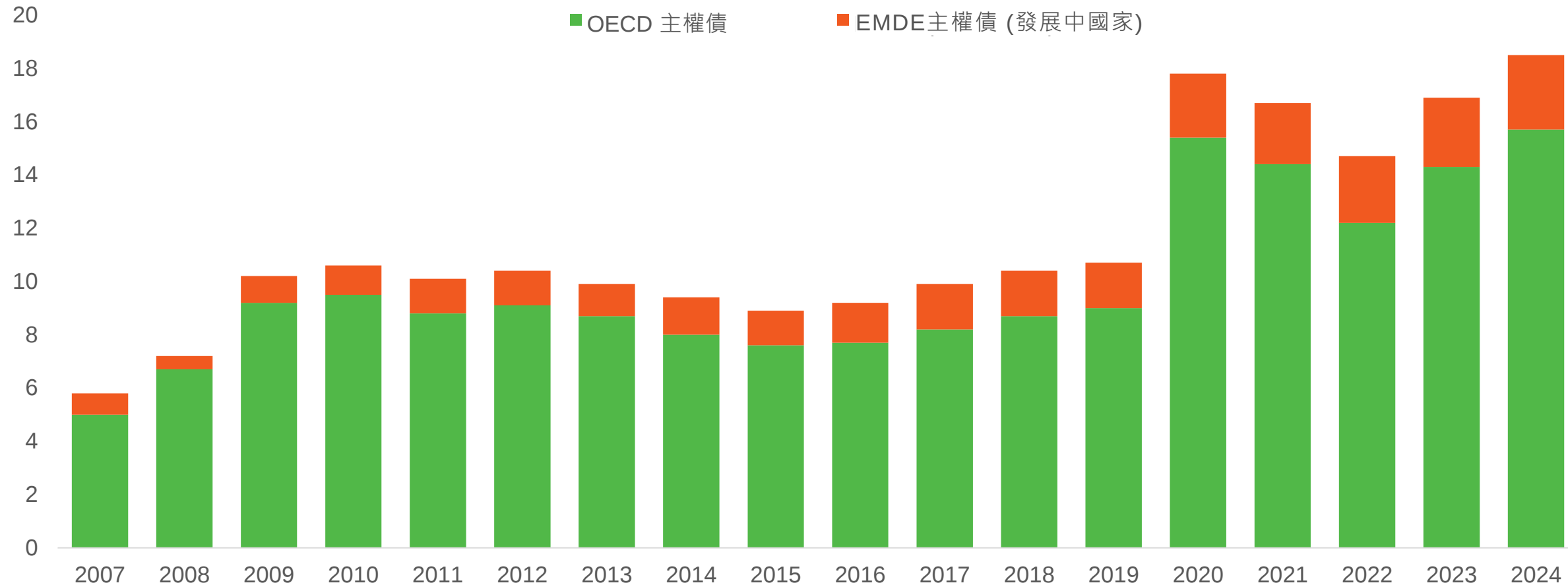
資料來源：IMF、Bloomberg

新冠疫情以來的高支出推動了創紀錄的主權債券發行

投資人對長天期債券的擔憂實際上是「遲來的春天」

(兆美元)

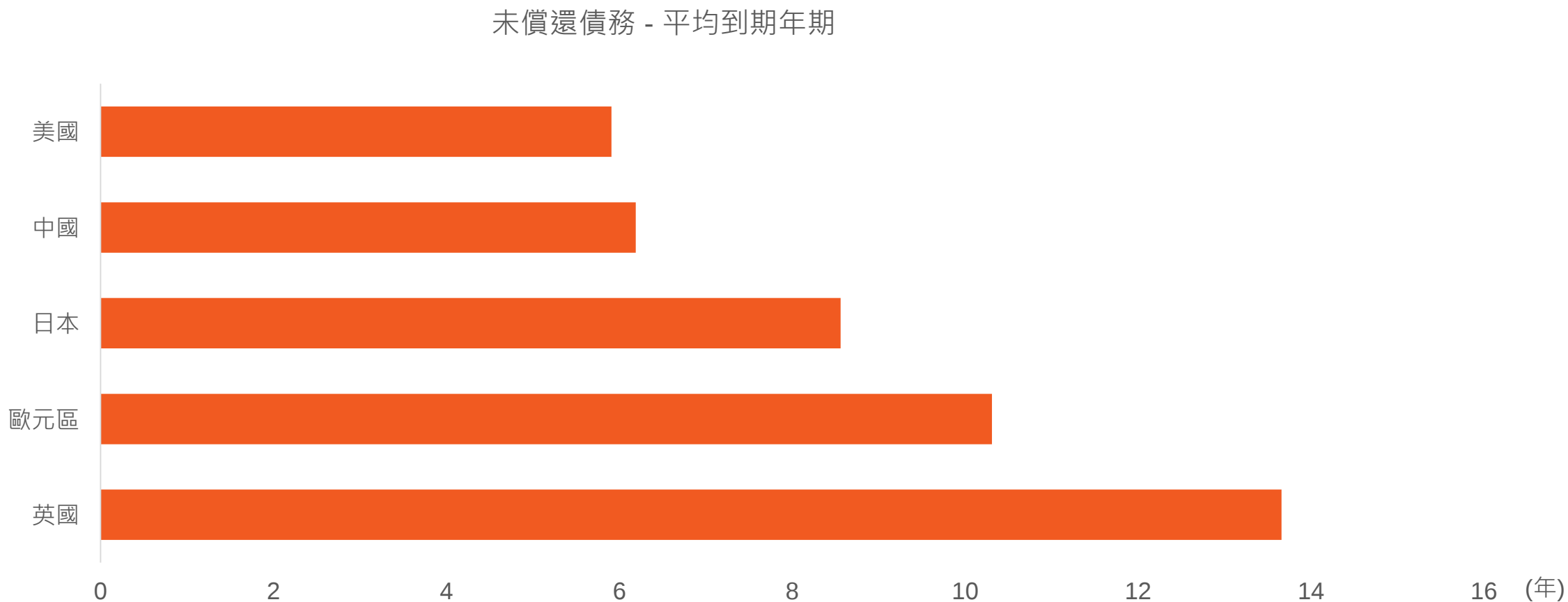
全球主權債券發行



資料來源：OECD

美國國債的到期年期最短，英國最長

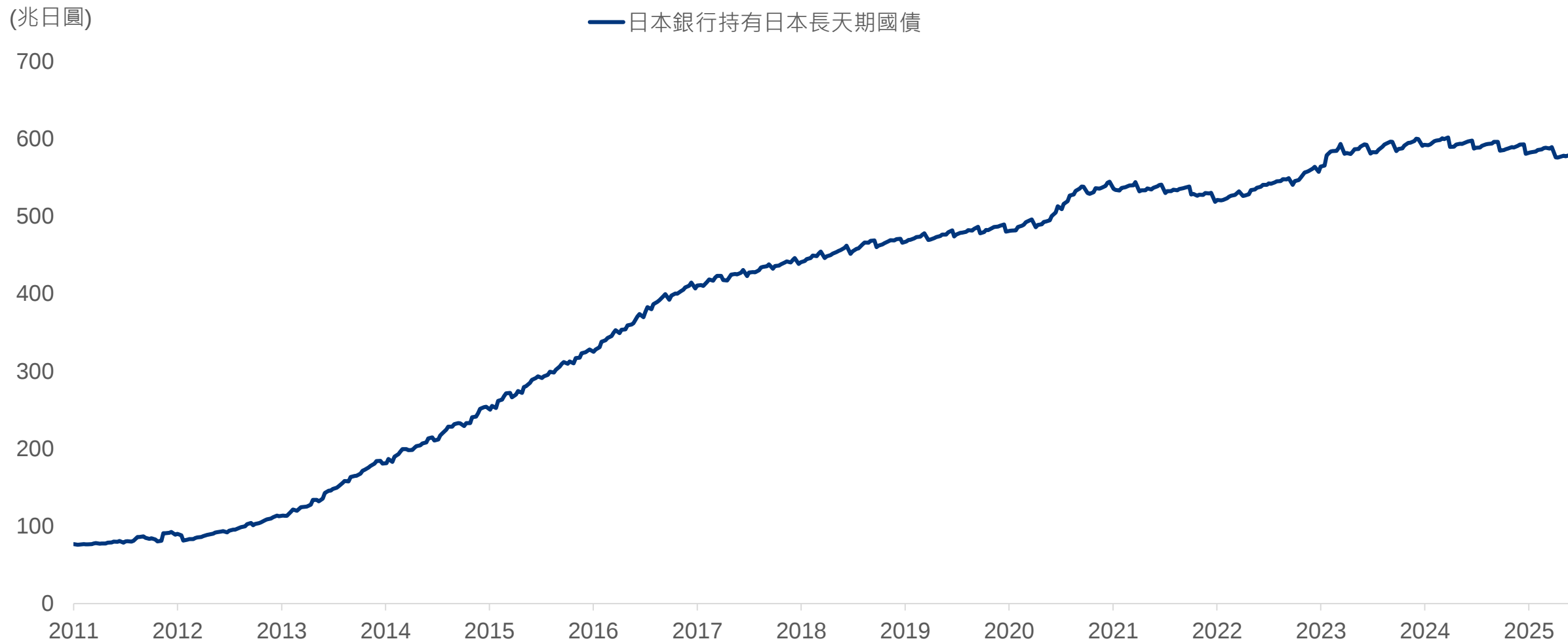
在投資人對長天期國債的不信任下，除非長債息率不斷上調，否則美國也很難把它國債的到期年期拉長



資料來源：Bloomberg

日本銀行於2024取消收益曲線控制(YCC)，但維持買債

排除最近息率飆升是因日銀沒有積極參與購買國債是主要原因



資料來源：Bloomberg

日圓套利交易解除(unwinding)的憂慮是過了頭

長天期國債息率上升的主因是因各國家缺乏一個「減赤字」的可行途徑

市場最大的擔憂是日本國債利率飆升，導致日圓轉強，間接令到日圓套利交易解除(unwinding)。所有依靠借取日圓去購買的外國資產也會遭到強大沽售壓力，各國長債息率一齊上升是一個方便的解說。

國家貨幣的強弱取決於短期利息或政策利率，長天期利率主要是反映市場對經濟的預期、財政的壓力或長期通脹預期的影響。

各國長天期國債息率同時上升的催化劑雖是「美國牽頭的不確定政策」，但根本原因是各國家的沉重財政負擔，同時也缺乏一個「減赤字」的可行途徑。

貶值自家的貨幣是減免國家外債最快捷的方法，但相信每個發債國家也會想到同一個方法，最後誰能有「相對最多的貶值」將會取決於那個國家是最有話語權。如假設這是美國，相信大家也未必有反對。

長天期債券的利率雖然已升上去，但我們也要扣除貨幣有機會貶值的空間才算作實質收益。

對此，我們覺得日本短中期債券相對吸引

市場估計日本的財政赤字是不斷改善

日本的結構性財政赤字仍是問題，但短期趨勢向好

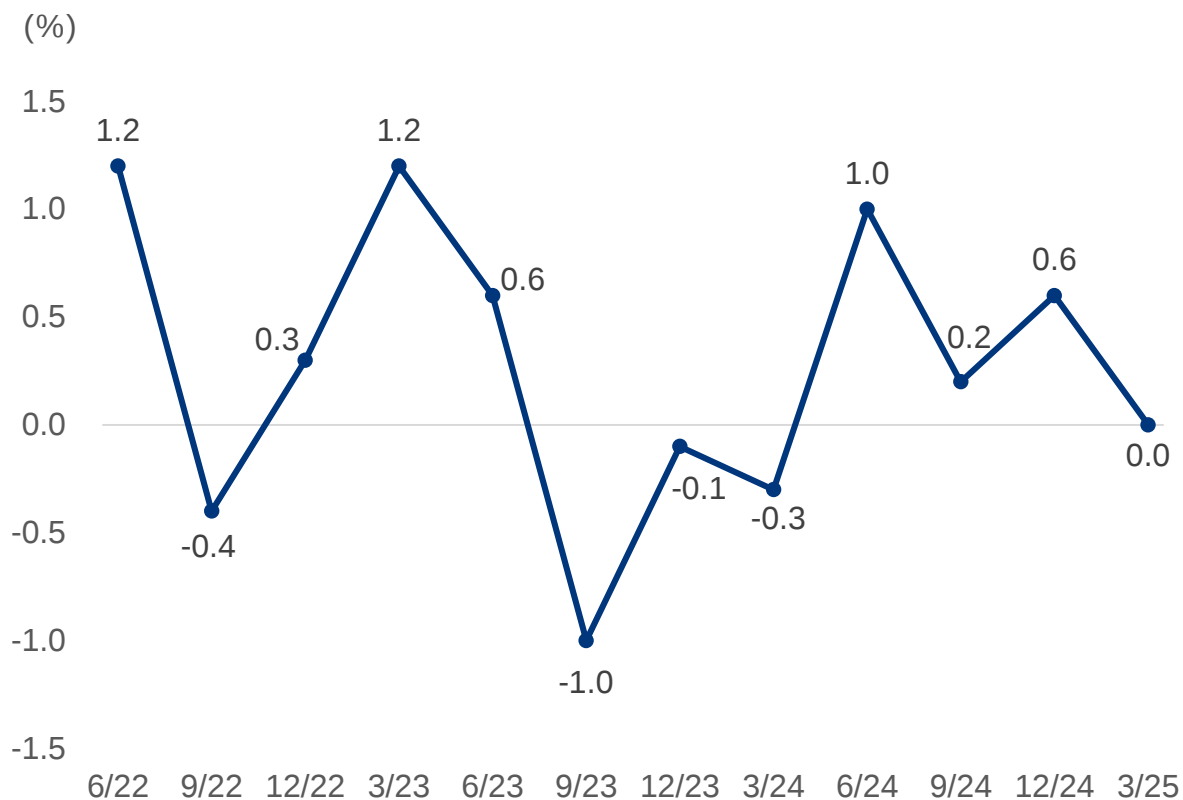


資料來源：Bloomberg

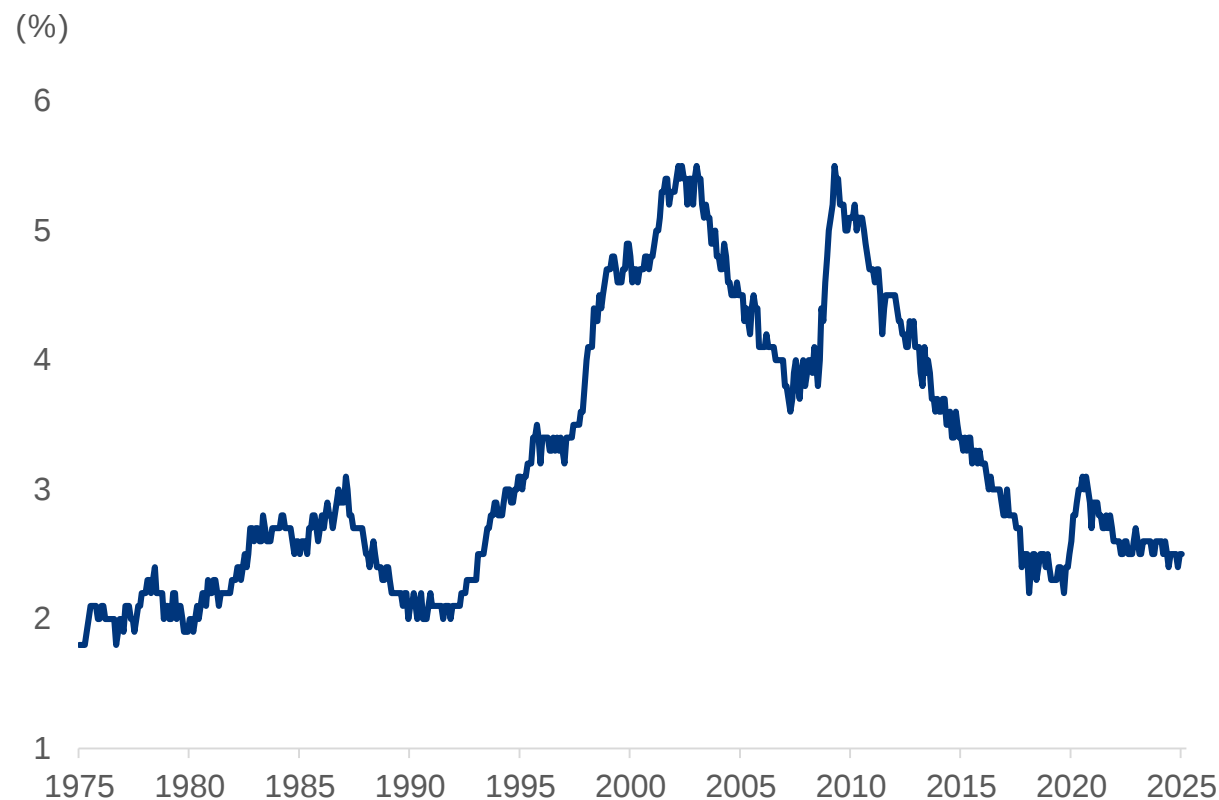
日本的失業率處於90年代後的低位

雖然日本有人口老化的問題，財政壓力也大，但短期政策利率應有上升空間，對日圓有支持作用。

日本GDP季增率



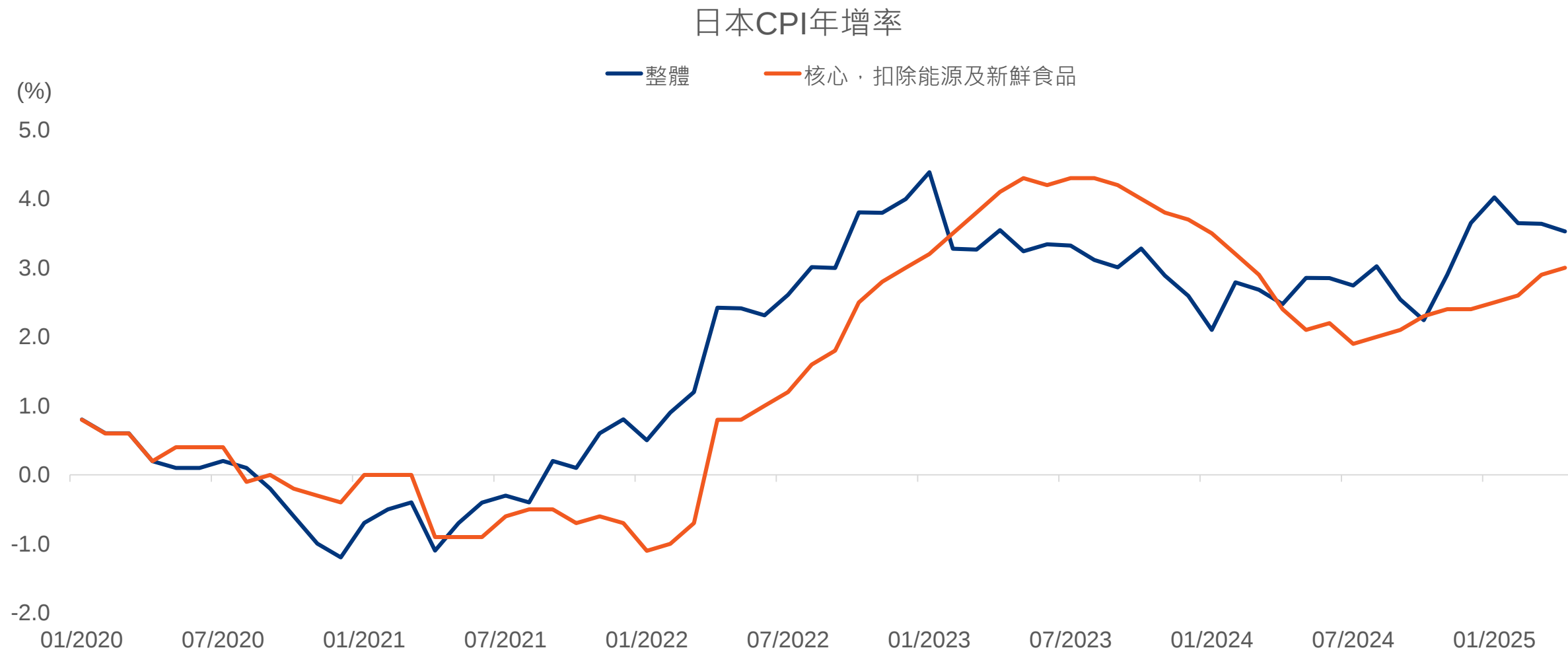
日本失業率



資料來源：Bloomberg

通脹是令我們覺得日本是少數有機會加息的國家

相對美國減息的預期，日圓應維持相對穩定甚或會對美金轉強的趨勢



資料來源：Bloomberg

大趨勢一

長債變短債，孳息率曲線將變陡，銀行是最大得益者，但公司的資本開支將減慢

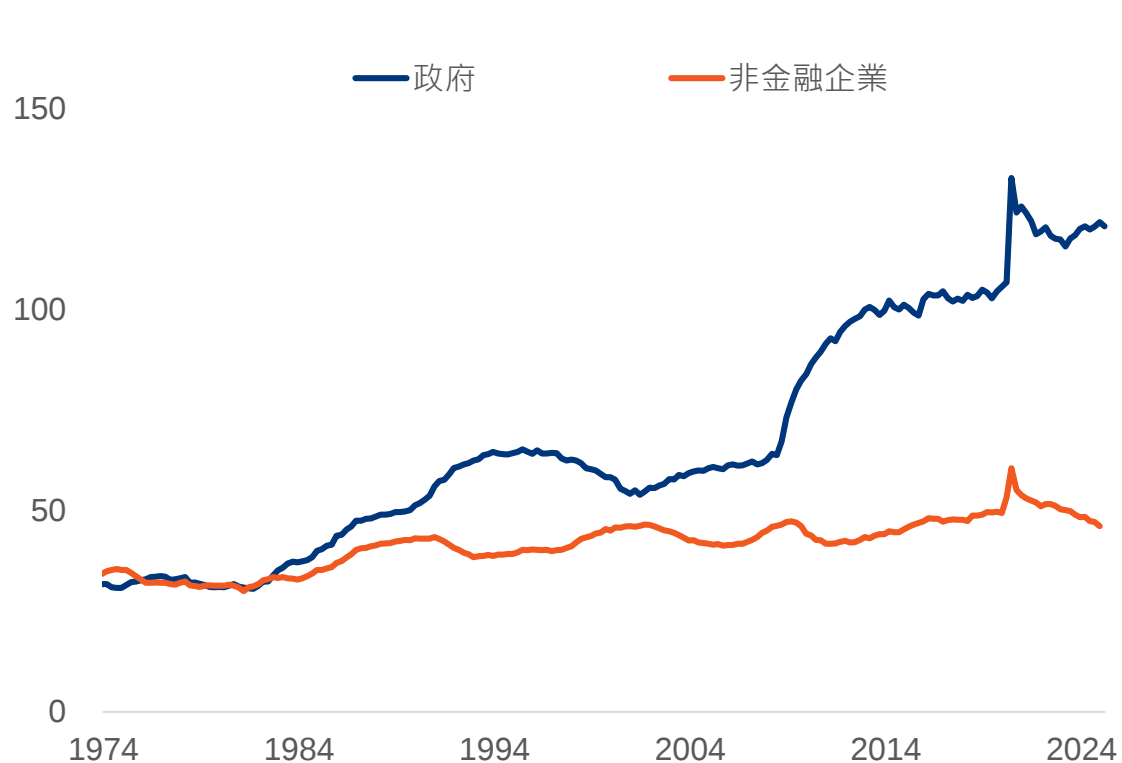
- 孳息率曲線趨陡通常表示預期經濟活動增強和通脹上升。這是因為，如果投資者預期未來經濟成長加快且通脹可能上升，他們就會要求長期債券孳息率更高。從歷史上看，孳息率曲線趨陡通常與GDP強勁成長時期相關。例如，10年期國債孳息率與3個月期或2年期國債孳息率之間的息差與未來經濟成長呈正相關，通常預示著18至36個月的經濟擴張。
- 問題是現在孳息率曲線趨陡主要是反映市場對長期財務的不確定性和通脹上行的預期，談不上對經濟有強勁的預期。這是一個對滯脹(stagflation)的反映。
- 隨著孳息率曲線趨陡(尤其是長期利率上升導致)，企業發行新的長期債務(例如債券或資本投資貸款)時面臨更高的成本。由於融資成本上升，這可能會阻礙一些公司擴張或進行大規模投資。這對公司的資本開支應有負面的影響。
- 長期國債孳息率上升直接影響消費者借貸成本，尤其是固定利率房貸、汽車貸款和其他長期信貸產品。隨著利率上升，新貸款的每月付款變得更加昂貴，這可能會降低消費者的負擔能力，並抑制大額消費需求。
- 銀行通常透過以短期利率借款(例如吸收存款)並以長期利率放款(例如抵押貸款、商業貸款)來獲利。當孳息率曲線變陡(即長期利率和短期利率之間的息差擴大)時，銀行的淨息差(NIM)會上升，從而直接提升獲利能力。

大趨勢二

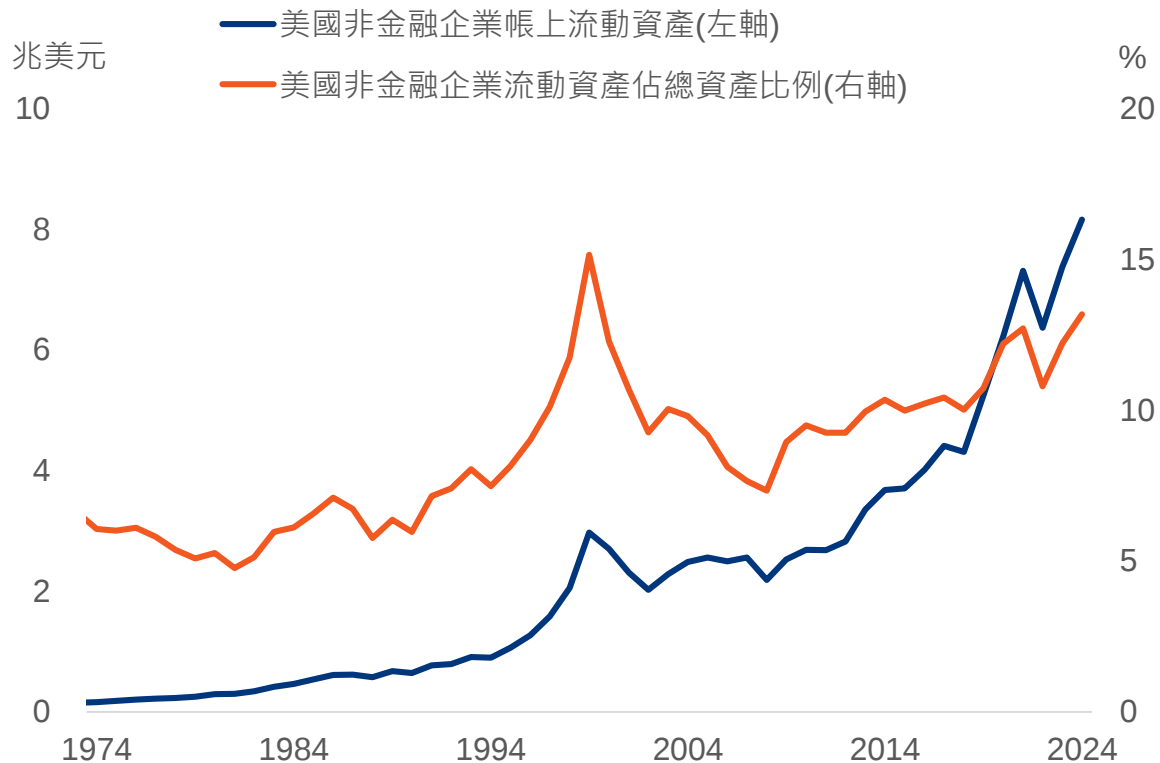
國債變IG私債，政府支出移轉至企業滿手現金，留意企業債投資機會

美國政府債務持續擴張，然企業卻呈反向走勢

負債佔GDP比例，%



美國企業手上持續掌握流動性資金



資料來源：Bloomberg

大趨勢三

貨幣強弱取決於政策利率和經濟動力多於長年期國債息率

美元兌日圓



歐元兌美元



英鎊兌美元



美元兌人民幣



資料來源：Bloomberg

免責聲明和重要說明

本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失（如適用）。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。