

# 美減息步伐未明朗 債券表現趨波動

## 專家：長年期債券較可取 留意兩隻ETF

美股加息周期完結，減息周期即將在下半年展開。基於息口下降利好債券價格上升，不少投資者趕在美國聯儲局首次減息前買入長年期美國國債。然而，專家提醒，美國未來一段時間減息空間或小於市場預期，債券價格潛在向上空間或不似預期，惟只要耐心等待「靚位」入市，仍然有獲利機會；另外，債券價格變幅會高於債息的波幅，需要留意當中的風險。投資者若仍然對美債有興趣，兩隻熱門美國債券ETF產品值得關注。

大公報記者 周寶森

經歷美國聯儲局過去兩年瘋狂加息後，美國息口今年有望見頂回落，所以是今年其中一個投資主題。市場今年初曾經非常樂觀估計，聯儲局今年內將減息多達7次，一度吸引大量資金掃入債券資產。然而，事與願違，美國通脹率居高不下，大大制約降息空間。6月份議息會議後，聯儲局維持聯邦基金目標利率在5.25%至5.50%，而點陣圖顯示今年將減息一次0.25厘，少於3月份預期減息3次合共0.75厘；2025年預期減息4次，略多於3月份預計的3次。

凱基投顧董事長朱晏民指出，過去一段時間，坊間熱議美國啟動減息周期後，息口會有較大下行空間；伴隨美息向下，長期國債息口也會有較大回調幅度。由於息口下跌、債價便會上升，所以不少專家建議買入長期國債。然而，朱晏民提醒，投資者不應對美國減息降幅存在太樂觀預期。他估計，美國或在今年9月、12月份各減息一次，每次減0.25厘。換言之，美國長期國債息口較難大幅回落。

### 10年期債息年底料見4.3厘

建銀國際發表報告討論美國國債。該行估計，美國10年期債券收益率今年底料見4.3厘左右。倘若出現經濟軟著陸，美國今年恐利率不變，10年期國債收益率將處於4.2%至5%。一旦出現硬著陸，導致美國大幅降息，10年期國債收益率將大幅跌低於3厘。相反，美國經濟增長、通脹再度加速，美國今年恢復加息，屆時10年期國債收益率可能會超過5%。因此，投資者入市購買債券資產時，必須警惕潛在持貨風險。



債券價格上升，或不似預期。在向上空

綜合各大行觀點，今年底10年期國債收益率料處於4.2厘水平，以6月21日收報4.257厘，再跌空間非常小。

### 債息升穿4.6厘 入市值得

不過，朱晏民教路債券買賣策略，投資者可以等待10年期國債息口升至4.6厘，才入市購買債券。若果債息跌至4.2厘則可以考慮賣出。在尋求回報的同時，朱晏民稱，投資者也要留意債價波動風險，因為利率每變動1%，長期國債價格變動會大於1%，而實際變動幅度，虧損風險會超過投資者的預算。故此，因應不同年期的債券各有不同，投資者必須仔細研究。

若果投資者有興趣入市，債券ETF應該是不二之選。由於美國息口向下空間有限，所以可以考慮較長年期債券，因為對息口更加敏感。在美股市場，交投較活躍的美國長期國債ETF，包括iShares 20 + Year Treasury Bond ETF (TLT)，及SPDR Portfolio Long Term Treasury ETF (SPTL)。兩隻產品簡介，另文作介紹。



▲息口下降利好債券價格上升，投資者趕在美國聯儲局首次減息前買入長年期美國國債。

### 債券投資四大風險

#### 違約風險

美國國債傳統被視為全球最安全的資產，可是美國政府負債額不斷升高，市場愈來愈關注美國債券的長期風險。

#### 利率風險

利率越低，債券價格就愈高，持有債券，回報越大。相反，利率越高，債券價格越低，持有債券將蒙受資產貶值的損失

#### 匯率風險

美元匯價升值，非美元國家/地區的投資者獲得匯兌收益。相反，則蒙受匯兌損失。由於港元與美元掛鈎，本地投資者的匯兌收益、虧損都不會太大

#### 流動性風險

若果債券平日交投太少，投資者並不容易賣出，也可能以低於市價才能賣出。幸好，美國債券平日交投量較大，這方面的風險較低

### 美國10年國債收益率預測

彭博	今年第4季度料為4.2%；2025年第4季降至3.9%
建銀國際	今年底收益率料為4.3%；若經濟硬著陸將低於3%；若經濟不着陸且加息，屆時將超過5%
渣打	3個月收益率幅度料達4.25%至4.5%，12個月幅度為4%至4.25%

### TLT持20年長債 槓桿效應增利潤

熱門之選 iShares 20 + Year Treasury Bond ETF (TLT) 在上周一（6月24日）錄得吸引27億美元資金流入，是2022年推出以來最大單日資金流入，而年初至今資金淨流入達到44億美元，反映市場對美國減息的樂觀預期。TLT是規模最大的美國長債ETF產品，持有年期20年及以上的長債，組合內債券的平均存續期間（Duration）約16年。截至今年6月21日，基金淨資產值約515.47億美元。年期較長的債券，對利率變化較敏感，換言之，價格波動性較高。TLT的3年期Beta值為0.62，若果是股票類ETF，0.62的Beta值屬於波幅偏低，但對於債券資產就比較高。相比iShares 0-5 Year TIPS Bond ETF (STIP)，同樣3年期Beta值，卻只有0.11。STIP持有0至5年期的抗通脹債券。

具體來說，TLT於今年3月至5月的價格變動，分別為升0.78%、跌6.46%、升2.89%。STIP於同期的價格變動為升0.57%、跌0.17%、升1.02%。因此，投資者持有TLT，可能是期望捕捉利率升跌，對這隻ETF產品所產生的槓桿效應，放大利潤空間。

至於債息分派方面，TLT過去四次合共分派1.223697美元，以TLT在6月21日收報93.96美元計，分派息率僅1.3%。



▲美國長期國債債息，今年或難以大幅回落。

### 部分美國長期國債ETF回報

產品/年期	12個月	36個月	60個月	120個月
iShares 20+ Year Treasury Bond ETF (TLT)	-7.65%	-9.00%	-3.44%	+1.00%
SPDR Portfolio Long Term Treasury ETF (SPTL)	-7.14%	-9.97%	-4.36%	+0.35%
Vanguard Long-Term Treasury ETF (VGLT)	-7.23%	-9.78%	-4.41%	+0.37%
iShares 10-20 Year Treasury Bond ETF (TLH)	-4.28%	-6.63%	-2.74%	+0.49%

註：截至3月31日止回報表現

### SPTL收費低 分派息率偏低

回報稍遜 SPDR Portfolio Long Term Treasury ETF (SPTL) 主要投資於10年期及以上的美國國債，但組合內債券的平均存續期間（Duration）約15年，僅稍低於Shares 20+ Year Treasury Bond ETF (TLT) 的16年。不過，兩隻ETF管理的淨資產規模卻有很大差別，TLT超過500億美元，SPTL則剛邁入100億美元關口。同樣差別較大的是管理費，TLT總開支為0.15%，SPTL則低至0.03%。

SPTL收費低，是否物超所值？從回報表現比較，截至今年3月底止的12個月、36個月、60個月、120個月，SPTL回報分別為-7.14%、-9.97%、-4.36%、+0.35%；TLT同期回報為-7.65%、-9%、-3.44%、+1%。債息分派方面，SPTL過去四次合共分派0.345151美元，以SPTL在6月21日收報27.79美元計，分派息率僅1.24厘，略低於TLT的1.3厘。

以上所見，除12個月回報外，SPTL的中長期表現跑輸TLT，分派息率也沒有優勢，或因這個緣故，資金選擇TLT，而非湧向SPTL。



▲投資者若對美債有興趣，兩隻熱門美國債券ETF產品值得關注。

### 高息股愈升愈有 安全性無可取代

滄海桑田 上周五是上半年最後一個交易日，以高息央、國企為主的中特估板塊，受到擬削減港股通股息稅傳聞的帶動，再次發威，其中三大電訊商、電力、內銀股龍頭，更創下或接近年內新高，大部分高息股半年升幅達二成以上，中特估板塊成為上半年的大贏家，大幅領先恒指。

展望下半年，等到美息走勢明朗後，可逐步聚焦科技股龍頭，包括AI算力、芯片製造等。不過，美國通脹居高不下和總統選舉，仍會時不時困擾港股，若買入高息股是以收息為初心，大可繼續持有。因以安全性計，其他板塊難望項背。

除了高息股上半年跑贏指數，港股表現也強於A股。究其原因，主要是受到增量資金和回購的帶動，令港股市場流動性要優於A股。

### 上半年3646億北水買港股

截至6月27日，北向資金累計淨流入A股為336億元人民幣，而南向資金（北水）淨流入港股市場3646億港元，是北向的十倍。

回購方面，今年以來截至上周二（25日），已有181家港股公司回購股票，累計回購金額達1180億港元。其中回購股份金額最多的均為互聯網平台龍頭，前四名分別為483億、124億、27億和19.5億港元。至於A股，同期則

有360家上市公司宣布增持計劃，以擬增持的金額上限計算，涉資約200億元人民幣。

對於內地經濟現時的困難，興業證券著名的策略分析師張德東的看法值得重視。他認為，中國正處於新舊動能切換的陣痛期，總需求擴張相對乏力，因此應專注於那些競爭格局已改善的領域，並尋找其中的龍頭作為投資標的。從派息的角度來看，港股中央國企的股息率比A股更高，無論是三大運營商還是四大銀行，或是公用事業公司。

另一方面，對中資股影響深遠的三中全會，已公告下月中舉行。經過前一陣的炒預期後，市場已調低了對會議推出新一輪刺激政策的期望，把焦點轉

移到中長期的政策上，如稅改。外資大行大摩稱，三中全會將繼續沿着過去四五年所提出的中國式現代化前行，包括支持高質量發展、解決高端技術「卡脖子」問題、推動產業鏈自給自足以及保障能源、食品和科技安全等。

由於這些政策與短期內刺激內房市場和消費關係不大，所以近期內房股、內需股表現低迷，很多公司的股價又回到年初底部。

### 蘋果概念股表現亮麗

此外，最近美股AI板塊出現大幅波動，資金換馬追落後成為亮點。現時美股TMT板塊成交量，對沖基金佔比最大，約六成，而主動管理的長線基金不

到四成。過去兩年的股王英偉達，今年初以來漲幅已超過一倍，基金有誘因沽貨鎖定利潤，然後去買一些估值相對低、股價也比較落後同類股票，比如蘋果。A股和港股市場，跟蘋果關係比較密切，包括提供光學、鏡頭、代工等，六月的表現亮麗。

受蘋果推出AI手機的刺激，消費電子板塊估值已回升至20倍PE左右，修復行情相信已經告一段落。接下來，要看下半年iPhone推出後，能否出現換機潮，關乎業績兌現及股價能不能再上。AI產業應用愈來愈接近現實，而AI手機被寄予厚望。若屆時帶來換機潮，全球手機銷量三年有望回到14.7億部的高峰。