



陳珮珊  
亞洲定息產品高級組合經理

隨著全球通脹趨升，為免實際回報被蠶食，投資者皆希望尋求能潛在對沖的工具。在今期投資通訊，亞洲定息產品高級組合經理陳珮珊和亞洲定息產品組合經理孟原闡述他們對市況的主要觀察，並解釋他們認為中國政府債券及人民幣具對沖美國通脹潛力的原因。

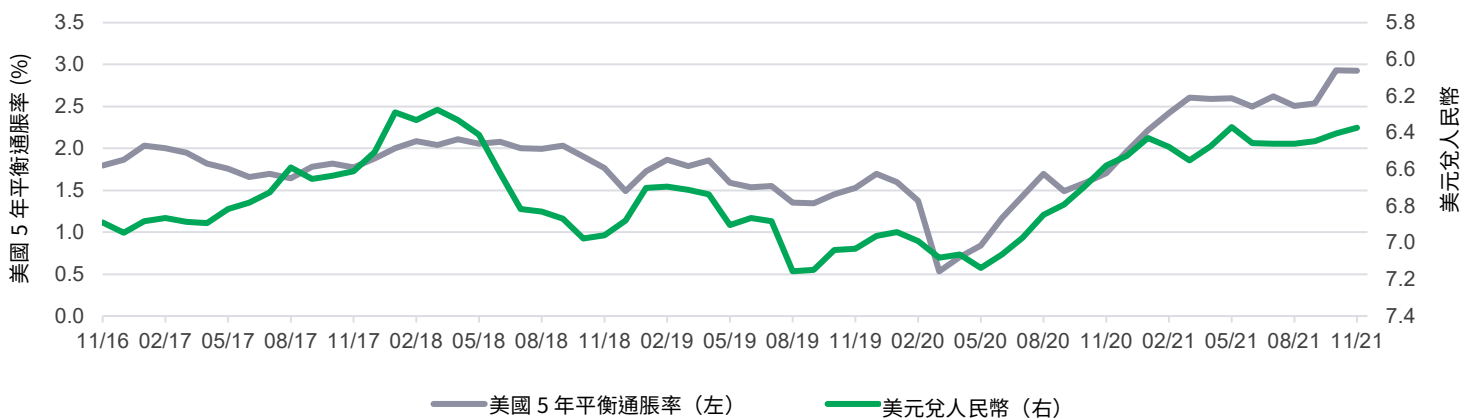
## 中國債券： 具備對沖通脹升溫的潛力

根據傳統智慧，市場相信美國通脹壓力不利人民幣匯價。從過去可見，這是由於美國通脹壓力促使聯儲局收緊貨幣政策，而鑑於投資者憂慮通脹，美國國庫債券孳息率隨之被推高。故此，在美國國庫債券孳息率上升，但中國利率保持平穩的情況下，中國利率的孳息優勢便會相對收窄。孳息優勢是環球投資者投資於中國債券的主要動力之一，有助人民幣升值。因此，

若孳息差距收窄，投資者可能從中國債券撤資，導致人民幣兌美元走弱。

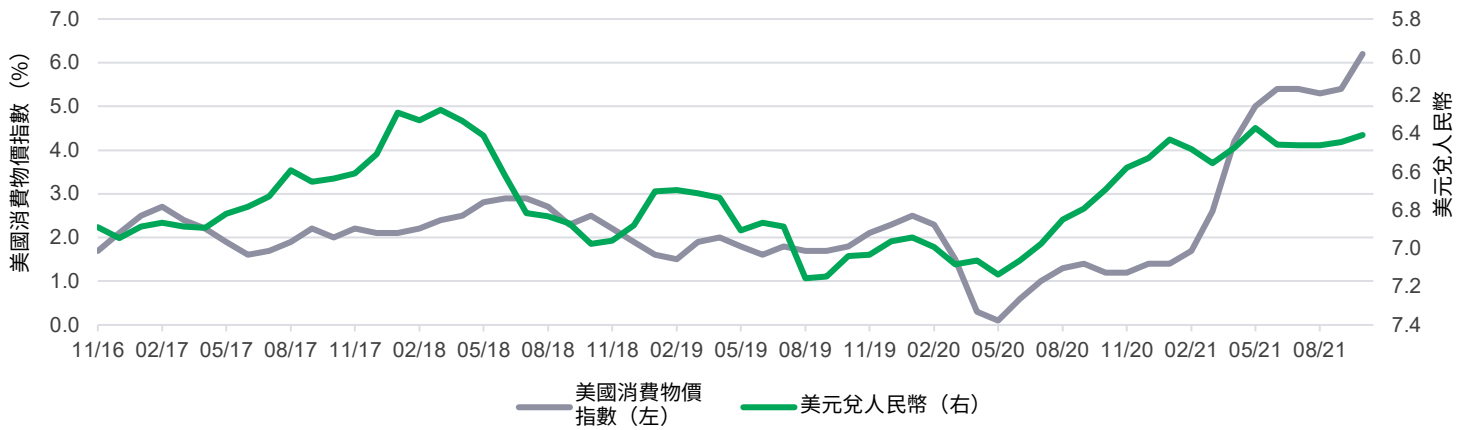
與上述市場預期相反，我們注意到，美國通脹壓力並不一定導致人民幣表現遜色。事實上，以下兩個圖表顯示，從美國 5 年平衡通脹率（量度市場對美國通脹預期的指標）可見，人民幣匯價走勢相當緊貼美國通脹壓力（圖 1）。與此同時，若以事後基礎觀點分析，人民幣匯價亦緊貼官方公布的年度美國消費物價指數（圖 2）。兩個圖表均顯示在所示期間，隨著美國通脹升溫，人民幣兌美元升值。

圖 1：隨著美國通脹預期（美國 5 年平衡通脹率）趨升，人民幣兌美元升值



彭博資訊，截至 2021 年 11 月 30 日。

圖 2：隨著美國通脹（官方公布的年度消費物價指數）趨升，人民幣兌美元升值



彭博資訊，截至 2021 年 10 月 31 日。

仔細考量後，我們有理由相信中國在岸債券（及人民幣）是提供正孳息率、且有助對沖通脹壓力的工具，原因如下：

### 1. 美國通脹強勁，反映當地經濟政策的整體擴張立場

為應對全球疫情大流行，美國聯儲局一直採取溫和立場，儘管逐漸減少買債，但仍在 2022 年首季繼續擴大資產負債表規模。即使市場價格反映 2022 年將加息 0.75%，但消費物價指數高於 5%，美國的實質利率仍繼續處於負水平。

### 2. 美國通脹可能並非暫時性質

我們相信美國通脹升溫並非暫時性質，不止於反映供應面對短暫衝擊。相反，通脹升溫可能是當地的需求及貨品消費轉強所致。美國消費及進口上升，為中國的貿易順差帶來正面貢獻，繼而有利人民幣匯價。

### 3. 美國通脹高於中國

鑑於目前美國通脹高於中國，因此與美元比較，人民幣的價值（以實質基礎計）可能已接近公平

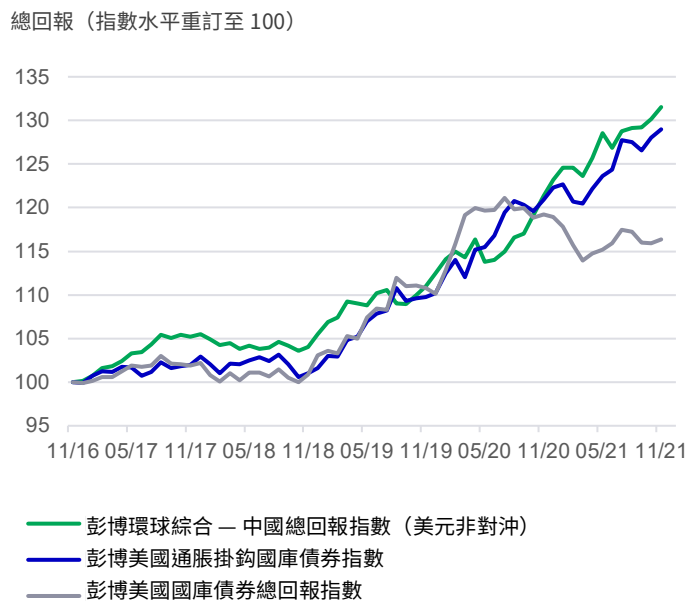
價值。以實質有效匯率計算，由於通脹趨升，美元更有可能估值過高。實質有效匯率量度某國貨幣在經通脹調整後，相對其主要貿易夥伴的價值。

### 4. 市場處於「承險」狀態

在平衡通脹率上升及實質孳息率偏低至負水平的環境，市場通常處於「承險」狀態，即在這樣的市況下，環球投資者較可能沽售美國國庫債券，轉持較高風險的資產。就此而言，預期人民幣資產配置可能增加。

鑑於通脹在過去 12 個月升溫，美國通脹掛鈎國庫債券在期內表現領先一般美國國庫債券。同樣，中國債券（非對沖）表現強勁，同期表現與美國通脹掛鈎國庫債券一致，為我們的理據提供支持，換言之，中國債券可為投資者對沖美國通脹。

圖 3：中國債券（非對沖）對比美國通脹掛鈎國庫債券的 5 年期回報



彭博資訊，截至 2021 年 11 月 30 日。

## 總結

上文闡述我們對市況的一些主要見解，並解釋我們認為中國政府債券及人民幣具對沖美國通脹潛力的原因。中國債券的名義和實質孳息率較高，加上與其他資產的相關性較低，擁有分散投資優勢，因此已成為一個具吸引力的資產類別。此外，中國債券是提供正孳息率且有助對沖環球通脹升溫的工具，進一步提高其吸引力。現時，考慮把中國債券納入環球投資組合，以成為一項重要配置的理據更強勁。

## 免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

547402