

Janus Henderson

INVESTORS

駿利亨德森投資

市場衛星定位報告

# 固定收益展望

# 目錄

3

聯邦基金利率進入「負」利率時代：  
聯準會無意，目前也沒必要  
*Global Bonds – Nick Maroutsos*



# 聯邦基金利率進入「負」時代： 聯準會無意，目前也沒必要



## 全球債券

駿利亨德森全球債券投資團隊共同主管Nick Maroutsos表示：  
「無論利率是正是負，債券投資組合都得更加努力，才能實現投資目標。」

資料來源：Getty Images

### 關鍵要點

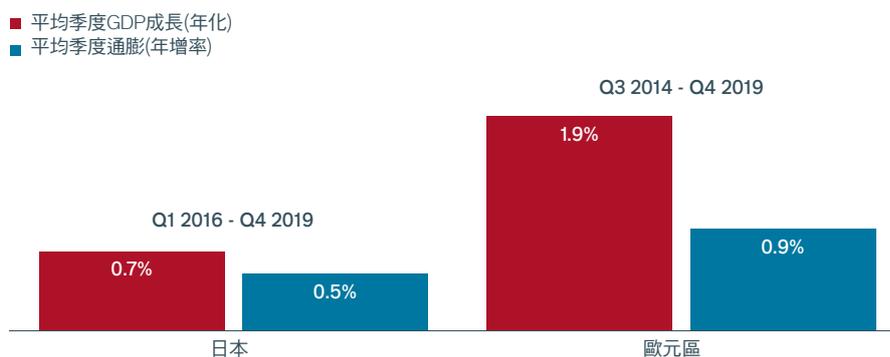
- ← 我們認為聯準會將窮盡一切可用的政策工具，最後才會考慮動用負利率政策。
- ← 聯準會藉由降息與資產收購計畫壓低債券殖利率，並對債券的風險報酬特性帶來負面的影響。
- ← 我們認為天期較短的投资級公司債，是目前少數仍可提供穩定收益、保護資本、且低波動性的債券。

隨著美國的貨幣政策進一步邁入未知的領域，越來越多的人認為聯準會終究得動用負利率政策。5月初，聯邦基金利率期貨的價格一度顯示隔夜拆借利率可能將在2021年初進入負利率。同時間，新冠肺炎疫情令美國大部分的經濟活動停擺，導致就業、消費、與製造業等統計數字顯著惡化，更加深各界對於負利率政策的期盼。

儘管如此，我們認為美國沒有立即採取負利率政策的必要。正如同聯準會主席鮑爾所說，聯準會在動用負利率政策之前，還有許許多多的政策工具可使用。鮑爾與其他官員在歐洲與日本的身上看到，負利率政策並非救經濟的萬靈丹，無法刺激經濟成長或是通膨回溫。此外，實質利率一許多人制訂投資決策的依據一從今年初就已進入負利率。由於降息對於經濟活動的刺激效果要過一段時間才能浮現，因此聯準會可能希望先評估後續公佈的經濟數字，再決定是否進一步推出全新的貨幣政策。

### 圖表1：負利率≠救經濟的萬靈丹：歐洲與日本是最佳例證

歐洲與日本採取負利率政策至今，遲遲無法刺激經濟成長與通膨回溫。



資料來源：彭博，截至2020年5月15日。

# 聯邦基金利率進入「負」利率時代：聯準會無意，目前也沒必要(續)

## 聯準會可用的政策出乎意料地龐大

過去這幾個月一路看下來，聯準會主席鮑爾似乎是言出必行之人。今年以來，聯準會的資產負債表已擴張66%，收購的資產包括政府債、房貸抵押證券、投資級債券、甚至是特定的高收益債券。我們深信聯準會還有其他的政策工具能夠支持經濟表現。

除了擴大資產收購的規模之外，聯準會亦可收購更多種類的資產，藉此支持受到疫情重創以及在公開市場不易、甚至無法發債融資的產業。此外，聯準會亦可選擇動用殖利率曲線調控政策，將特定區間的殖利率曲線控制在一定的範圍之內。倘若聯準會真的動用殖利率曲線調控政策，我們預期短天期殖利率將成為調控的目標，藉此為企業維持有利的融資環境，因為多數企業傾向發行3到5年期的公司債。

## 財政刺激政策奏效-至少目前是如此

全球金融危機過後至今，大多數的時候聯準會官員一再呼籲不能只靠貨幣政策獨撐大局，財政政策必須一同分攤重擔。由於疫情導致美國經濟活動停擺，美國國會通過大量的財政刺激法案，因此目前看來美國行政部門確實有盡到本分；然而，我們認為未來會有更多的刺激政策上路。不同於過去幾個月的急迫性，接下來美國可能會放慢推出財政刺激政策的步調，但是疫情會延續多久以及企業與消費者行為是否會出現永久性的改變，目前都還是未知數，因此我們認為美國政府終將推出更多的刺激措施，支持體質脆弱的企業與產業。

## 低利環境對債券投資人的考驗

最新一輪的量化寬鬆政策與低利環境對固定收益投資人帶來嚴峻的考驗。聯準會收購政府債與其他資產的規模不設限，雖然有助於債券投資人實現保護資本的目標，但是承擔較高的風險卻不一定能換來較高水準的收益率，這樣的趨勢於後金融危機時期延續下去。舉例來說，2007年12月往前推10年的期間，當時殖利率上升122個基點，會讓彭博巴克萊美國綜合債券指數賠光整年度的收益。如今，債券殖利率極低，但是存續期間卻一樣高，因此現在殖利率只需上升24個基點，便會吃掉整年度的收益。

若是投資級公司債，殖利率上升33個基點便可抵銷整年度的報酬<sup>1</sup>。儘管中期公司債的情況稍微好一些，殖利率必須上升49個基點<sup>2</sup>，但是1到3年期的公司債則擁有較大緩衝空間，殖利率需上升82個基點才會抵銷整年度的報酬<sup>3</sup>。

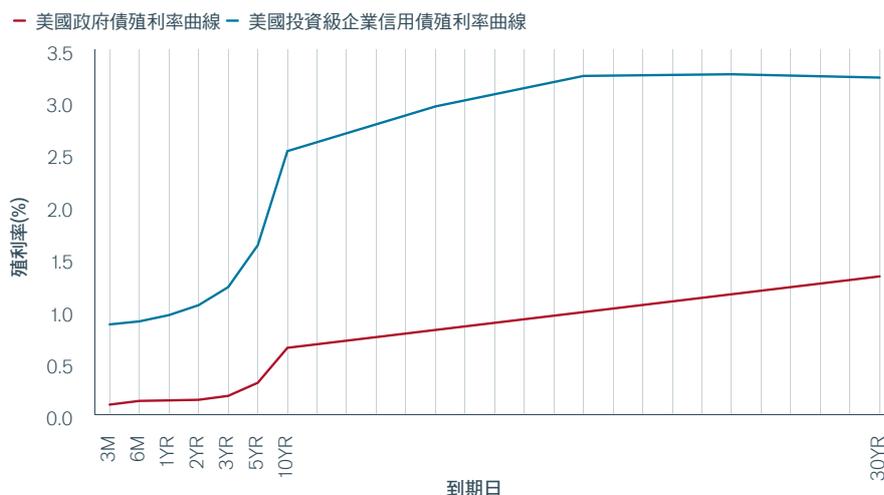
## 條條大路通短債

有鑑於此，我們認為投資天期較長的債券雖可帶來多一些的報酬，但是增加的報酬率卻無法彌補額外承擔的風險。的確，我們不認為在低成長、低通膨、以及聯準會壓低利率的環境下，會看到天期較長的債券出現賣壓，但是天期較短的債券擁有較低的波動性與較高的流動性，且報酬率與長天期債券相差無幾，因此對於想要擁有傳統債券報酬特性的投資人而言，天期較短的債券確實不失為值得考慮的投資標的。

# 聯邦基金利率進入「負」利率時代：聯準會無意，目前也沒必要(續)

圖表2：美國政府債與投資級公司債殖利率曲線

天期較短的債券幾乎擁有與長天期債券相當的殖利率，且因為聯準會支持投資級信用債市場，公司債的殖利率仍高於美國政府債。



資料來源：彭博，截至2020年5月15日。

儘管聚焦布局短天期債券不會讓投資人犧牲太多的潛在報酬，但是殖利率—尤其是政府債—確實相當低。對此，投資人可以聚焦投資級公司債，因為此類資產現已獲得來自聯準會的直接支持。儘管有些人認為投資級公司債的殖利率曲線就是「新的政府債殖利率曲線」，但是我們不這麼認為，因為投資級公司債擁有較高的期間溢酬與風險溢酬，我們認為在目前充滿變數的環境下，天期較短的公司債是風險報酬特性最具吸引力的標的。

## 聯邦基金利率進入「負」利率時代：聯準會無意，目前也沒必要

1. 以彭博巴克萊美國公司債指數為代表。彭博巴克萊美國公司債指數代表美元計價固定利率的投資級應稅公司債市場。
2. 以彭博巴克萊美國中天期公司債指數為代表。彭博巴克萊美國中天期公司債指數代表美元計價固定利率的投資級應稅公司債市場，債券天期介於1年至9.9999年。
3. 以彭博巴克萊美國1-3年期公司債指數為代表。彭博巴克萊美國1-3年期公司債指數代表美元計價固定利率的1-3年期投資級應稅公司債市場。

**投資級公司債：**由債務違約風險相對較低的企業發行之債券。此類債券的信用品質越高，相對應的信用評等也就越高；另一方面，高收益債券的債務違約風險相對較高。

**高收益公司債：**信用評等在投資級以下之債券，有時亦稱為非投資級債券。此類債券的債務違約風險較高，因此債券的票息亦較高，以彌補額外的投資風險。

彭博巴克萊美國綜合債券指數代表美元計價固定利率的投資級應稅債券市場。

存續期間：代表債券對於利率變化的敏感程度。存續期間越長，對於利率變化的敏感度越高，反之亦然。

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110台北市信義路五段7號台北101大樓45樓A-1室。電話：(02) 8101-1001。107金管投顧新字第023號。

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利證券亨德森投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。

任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。

基金投資一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，本基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。

本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。

駿利亨德森及Knowledge. Shared為Janus Henderson Group plc或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

JHITL0720(5)1220.TW.retail