

## 駿利亨德森觀點：

### 殖利率上漲 – 短期飆升或是長期趨勢？

先前政府債券遭逢大量賣壓考驗著央行的耐心，債券市場也對鷹派訊號做出反應。駿利亨德森投資經理人Andrew Mulliner解釋：

#### 關鍵要點

- 經歷今年夏天的反彈-美國 10 年期公債殖利率下滑至 1.2%，我們認為殖利率將在年底前攀升。9 月央行會議釋出鷹派訊號更加快攀升速度。
- 美國可能於今年開始縮減購債並於 2022 年中結束，但不代表屆時即開始升息。英格蘭銀行已經看到貨幣政策緊縮的條件逐一到位，其挑戰在於可能必須在停滯性通膨環境中緊縮貨幣政策。
- 央行風險拿捏，如履薄冰。雖然我們預期造成目前較高的通膨之因素多數將隨著時間趨緩，有些挑戰卻比最初預期持續更久，而且高物價可能一路挺進冬天。

先前全球大量拋售主權債券，同時央行的耐心也受到高通膨的考驗。在 7 月的反彈-美國 10 年期公債殖利率下滑至約 1.2%，我們當時認為核心市場公債殖利率位於合理價值範圍的底部，因此殖利率有可能在年底前升高。結果伴隨 9 月份的美國央行會議，殖利率上漲速度超過預期。先前一些主權債殖利率曲線上各天期債券殖利率持續走升，有些債券（美國的 2 年與 5 年以及英國的 2 年、5 年與 10 年）甚至突破先前的區間，顯見殖利率加速攀升。

#### 聯準會 9 月會議基調偏向鷹派

美國聯準會 (FED) 9 月會議提出全新的經濟預測，調高今、明兩年的通膨預測，利率點陣圖也偏向鷹派。聯邦公開市場委員會 (FOMC) 具投票權的委員中，有半數預期明年底前將會升息一次，且聯邦資金目標利率將於 2023 年底前回升至 1.0% (請參閱圖 1)。

聯準會主席鮑爾也展現相當的信心，相信開始縮減購買美國公債與不動產抵押貸款證券（MBS）後，明年中就能結束購債。但他也明確表示「縮減購債的時機與速度並非是升息時點的訊號」。所以在縮減購債結束到第一次升息之間有一些時間，但現在主要風險已有所轉變；暫時性通膨會持續多久仍存在極大不確定性。

圖 1 聯準會最新點陣圖與聯邦資金利率隱含水準



資料來源：Bloomberg, 駿利亨德森投資，截至 2021 年 10 月 1 日。

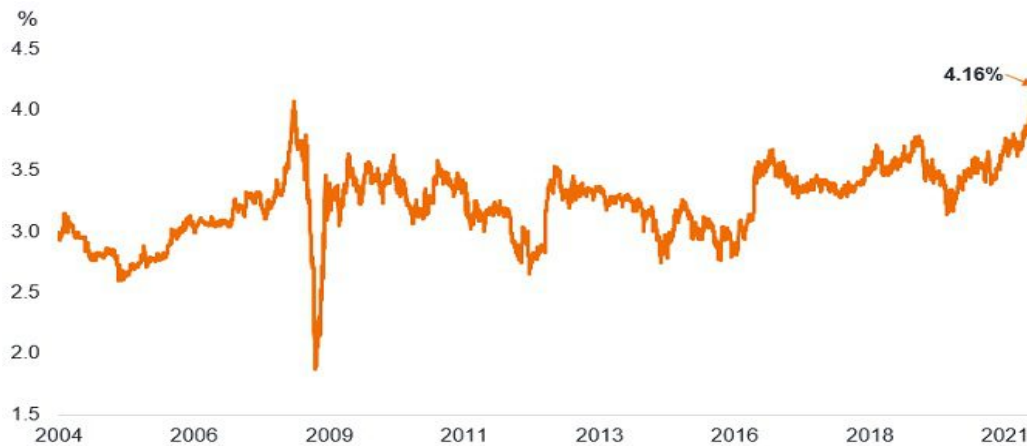
## 聯準會會議隔天英格蘭銀行進一步釋出鷹派訊號

聯準會會議的隔天，英格蘭銀行的會議更是進一步確立鷹派訊號。英國政府公債殖利率自 8 月以來節節高升，殖利率曲線的前端更反映接下來可能進入快速升息循環。英格蘭銀行表示，緊縮貨幣政策的條件逐漸成形，包括從全球與當地成本及物價指標來看，越來越多跡象顯示通膨壓力短時間內不會消失；真實通膨近期可能突破 4%，而且現有政策的立場下，通膨中期目標應該維持在 2% 以上。因此市場預期基準利率（英格蘭銀行基準利率）將在 2022 年中達到 0.5%，並且在 2023 年年中升到 0.75% 之後才會趨緩，最終會在 2030 年前上升至 1.0%。

英格蘭銀行表示利率將是其主要政策工具，而且可以在 QE 結束前逕行升息；這番言論進一步闡明其如何看待量化寬鬆與升息的先後順序。將量化寬鬆與基準利率脫鉤，央行更有責任善用利率來管理升息循環，長期下來亦可縮減（購債）資產負債表規模。英格蘭銀行也確認第一步將是在公債到期後不再回購，而非主動出售持債，會等到基準利率升至 1% 才出脫部位。

雖然預期升息，但由於英國經濟可能陷入停滯性通膨，因此英鎊未見起色。英格蘭銀行開始緊縮政策，準備迎接較弱的經濟成長與供給面的通膨衝擊，其中一個例證就是損益平衡通膨急遽升高（10年期零售物價指數交換現已突破4% - 見圖2）

圖2 英國通膨預期大幅升高(10年期英鎊 RPI 零息通膨交換)



附註：10年期英鎊 RPI 零息通膨交換 – 該交換是以英國零售價格指數（RPI）為基準，通常被專業投資人做為避險工具，且能反映（或是評估）損益平衡通膨率，也就是市場的通膨預期。

資料來源：Bloomberg, 駿利亨德森投資，截至 2021 年 10 月 6 日。

## 央行風險拿捏如履薄冰

與央行的看法相同，我們認為目前許多造成高通膨的因素將逐漸減緩，但也注意到供應斷鏈的時間超乎預期。預計高物價將持續到今年冬天並直至 2022 年，這也讓央行在風險拿捏上如履薄冰。一方面，高物價會拖累經濟成長，因此一段時間之後，不論是需求配合有限供給而下滑，或是供給提升上來，通膨都會逐漸降溫。但另一方面，長時間的高物價會影響民眾對通膨降溫的預期，結果可能導致更長久的通膨環境。

央行官員通常是審慎的，但現有環境明顯促使其轉趨鷹派，而債券市場也正在重新定價以反映此一轉變。

## 重要資訊

觀點截至發布之日。文件僅供資料參考，不應被使用或解釋為投資，法律或稅務建議，或要約出售、要約買賣，或建議買賣或持有任何證券、投資策略、市場產業的建議。任何內容均不得視為直接或間接對任何客戶提供投資管理服務。觀點和範例僅就廣泛主題加以闡述，並非表示交易意圖，且隨時有變動及並不反映公司其他人的觀點。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，無法確保所提供的資訊是完整或及時且亦不保證使用它所獲得的結果。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資，且合理地相信並依賴於第三方的資訊和數據來源。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。資料或資訊可能受法律限制，未經書面許可不得複製或引用，也不得在任何司法管轄區或情況下違法使用。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。

基金經金管會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本公司及銷售機構均備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢 <https://zh-tw.janushenderson.com> /及境外基金資訊觀測站網址 <http://www.fundclear.com.tw/>。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知中，投資人可至前述網站查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。投資基金一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，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。

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。

駿利亨德森為Janus Henderson Group plc或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

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。JHITL1121(2)0322.TW.retail