



認識發達國家主權債券

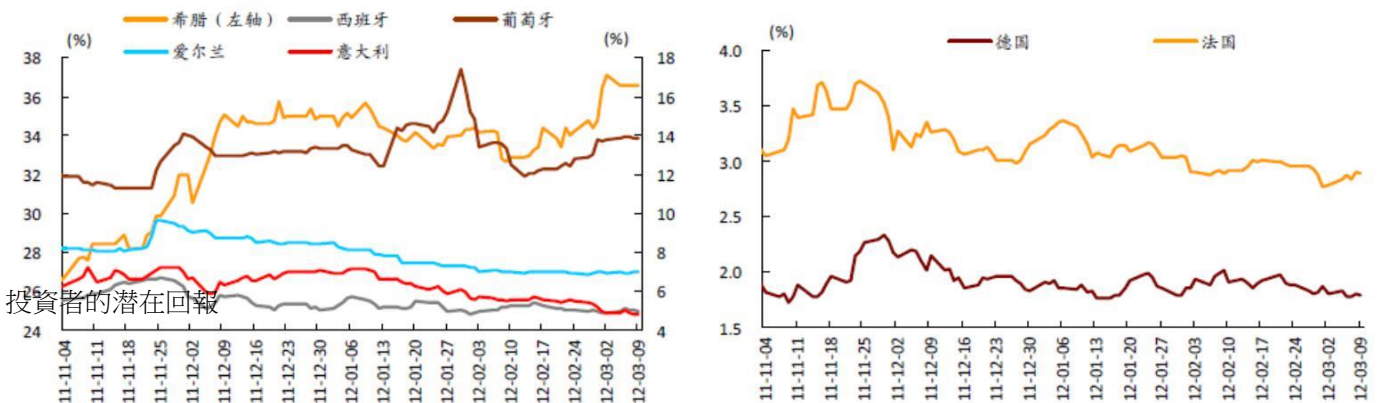
在 2011 年金融風暴發生後，全球資金紛紛逃離風險資產，湧入美債為首的避險資產，讓投資於該類債券的投資者不僅避過了資產大幅貶值之劫難，部分還獲得了高於通脹的正回報。那麼，發達國家主權債券為何具有不可替代的避險功能？在如今全球低息的環境下，該類債券是否還有投資價值？本文中將詳細分析。

發達國家主權債券市場是眾多債市中，規模最大也最具流動性的債券市場，指的是經濟高度穩定的國家政府所發行的債券。雖然此類債券歷來只用於三大或七大工業國的國債，但目前也已涵蓋幾個亞洲發展國家（如香港和新加坡）的政府債券。由於發行債券的國家經濟較為穩定，因此被廣泛認為可幸免於違約風險。傳統觀念認為，在眾多債券中，就只有發達國家主權債券被普遍視為不附帶違約風險。而所謂的“發達國家”必須具備經濟穩定增長，以及穩健的財政和貨幣政策等條件，從而確保其國內的金融市場的安穩發展。由於發達國家通脹率一般較低，本國貨幣匯率亦趨於穩定，所以其國家債券及貨幣皆受到投資者青睞，需求亦相應增加。在布雷頓森林協定（Bretton Woods System）廢除之後，由於常作為儲備貨幣的美元和英鎊等法定貨幣與黃金等實物商品脫鉤，該國政府理論上可以無限制地印刷和發行本國貨幣，從而大幅降低發生債務違約的可能性。在發生金融危機時，由於投資者往往會轉而投資較為安全的資產，亦令發達國家債券受惠於“逃向安全資產”的效應。

因發達國家主權債券常被視為不具違約風險，因此其收益率也往往成為該國無風險資產收益率的基礎。其中，由於美元在全球範圍內的重要性，美國國債的收益率也備受全球各地關注，並用以衡量其他風險較高資產的投資價值。儘管如此，在近期的歐洲債務危機中，屬於發達國家的希臘却險些陷發生債務違約的情況，令投資者開始質疑發達國家主權債券是否真能免於違約風險。

在各類不同債券中，發達國家主權債券的收益率最低；投資回報可來自息票收益率，或是在利率下調時出現的資本升值，但容易受到利率風險、通脹以及匯率波動的影響。

歐豬五國和德法兩國國債收益率對比



資料來源：CICC, Bloomberg



根據美國賴安實驗室國債綜合指數，美國國債在 1979 年底至 2012 年 1 月份期間，共取得 8.4% 的年化複合回報率。然而，從歷史回報率來看發達國家國債，並以此作為未來回報率的指引却并非上策。截止 2012 年 1 月 31 日，美國 10 年期政府國債的回報率僅有 1.797%；相比之下，自 1979 年起，10 年期國債的年均收益率則高達 7.02%。

至於美國國債歷來的強勁收益率，其實可由利率環境的差異解釋：美國基準利率從 1970 年代末的高位，降低至 2012 年 1 月底接近零的水釘，而較長期的美國國債收益率亦下跌。因此，在 1980 年購入 10 年期美國國債的投資者能享有高達 10% 的國債收益率；投資者現在如果認購相同年期的國債就只能獲得低於 2% 的收益率。

一般而言，發達國家主權債券的投資者主要是以債券的息票收益率作為回報來源。在利率走勢有利於債券的情況下（即利率下調令債券價格相應上漲），投資者亦可獲取資本增值。因此，預期利率會下降的投資者，即可在投資時部署較長期的債券以從中獲益。由於發達國家主權債券的違約可能性極低，因此其收益率也是各類債券中最低之一。目前的低息環境亦導致主權債券收益率跌落至比其歷史年均值更低的水釘，因此即使債券收益率進一步下跌，投資者的資本增值空間亦不會太大。

儘管發達國家主權債券大致上可幸免於違約風險，但却容易受到利率調升的影響，特別是較長期的債券所遭受的打擊更大。由於收益率下跌會令債券價格相應上漲，因此美國國債亦在 2007 年至 2009 年的減息周期內因收益率降低而獲益。目前，許多發達國家經濟體的基準利率處在歷史低位的區間，意味著利率在未來上升的可能性較大，並會因而拖累風險較低的政府債券收益率走勢。第二，通脹預期也是債券投資者必須考慮的另一關鍵因素。除了通脹相連債券之外，債券的本金及息票都可能被通脹侵蝕，因此投資者往往會要求更高的名義收益率作為補償。因此，高通脹率對發達國家債券不利，而通縮預期則能讓其受惠。第三個重要的考量因素是貨幣匯率。雖然發達國家的貨幣匯率一般都較為穩定，但近來匯率市場却經常出現足以影響投資回報的大幅波動情況，就連美元和歐元等主要貨幣亦不能倖免。發達國家主權債券的收益率原本就已偏低，因此只要貨幣略微貶值，就可能侵蝕債券回報。

如果個人投資者想投資發達國家債券市場，可投資於債券基金。許多債券基金常會持有一部分的發達國家主權債券（特別是美國國債），以增加基金流動性。因此，有意投資此類債券的投資者，可從下列基金中作出選擇。目前來看，發達國家主權債券的收益率處在歷史低位區間，投資者或會開始尋求其它更具投資價值的債券類別。雖然此類債券的風險較高，但其潛在回報率也比發達國家主權債券更高。

風險聲明：上述資料只屬評論，只供參考用途，投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。各項投資的業績未必其日後表現的指引。投資的價值可跌可升，故投資者未必可取回所有投資金額。匯率變動可導致投資價值上升或下跌。卓智及其所屬的其他成員公司重申，資料所載內容概不可詮釋為收購或出售任何其他交易的推薦意見，而我們對上述資料的準確性並沒有保證。