

退休基金協會期刊

2024 年 3 月

殖利率就是命運；債券重回黃金時代

Robert Tipp，特許財金分析師、投資策略長兼全球債券主任

在新冠疫情復甦階段進行投資絕非易事，隨著 2023 年拉開帷幕，市場情勢仍不見明朗。但是身為債券投資者的我們，不應忽視這樣的事實，也就是債券殖利率來到歷史高點，很可能達到幾代以來的最高水平。這是 2022 年股市暴跌中光明的一面：對於債券而言，殖利率或多或少就是命運。在殖利率大幅攀升的推動下，未來十年的債券報酬很可能會 到過去十年的兩倍甚至三倍（圖 1）。

由於從新冠疫情打擊下復甦，股市倒退 20 年，收益率回到 2002 年的水平，為債券在未來幾年的穩健報酬奠定了基礎。目前看來，未來幾週到幾個月內，收益率可能會維持在當前的水平。但是，從長期的基本面來看，隨著經濟增長和通膨見頂回落，收益率可能會有所下降。在這種情況下，當前市場收益率所體現的部分未來報酬率，將以資本增值的形式提前實現。換句話說，我們可能正處於債券策略性的買入點。

圖 1¹：對於固定收益商品來說，就長期來看，殖利率（或多或少）就是命運。1992 至 2012 年的報酬率略高於起始殖利率，這是因為利率普遍下降；而 2012 年至 2022 年的報酬率略低於起始殖利率，則是因為期末利率上升。目前，我們認為短期利率走勢已達微妙平衡點，但長期溫和看漲。根據過去的經驗，廣義債券市場的報酬率很有可能達到過去十年的兩到三倍。(%)

Periods	1992-2002	2002-2012	2012-2022	2022-
Starting yield	6.76	4.38	1.75	4.38
	↓	↓	↓	↓
Aggregate return	7.45	5.29	1.27	?

資料來源：PGIM 固定收益

¹ 圖 1 顯示固定收益的收益率往往是業績的主要決定因素。圖 1 中的收益率與美國綜合指數有關，報酬率是基於指定時間內的指數回報。

回顧過去數十年發現，殖利率經歷了不同的變化模式，如圖 2 所示的低殖利率時期、中殖利率時期、高殖利率時期。藉由審視異常值時期之間轉變的驅動因素，我們可能對現在所處的位置、過去轉變過程以及未來走向有所洞察。

圖 2：釘住殖利率：應該在何處呢？



資料來源：PGIM 固定收益；1875-1961 年，羅伯特 (Robert Shiller)，耶魯大學；1962 年至今，彭博社

什麼是正常？

很長一段時間以來，美國長期國債收益率主要維持在 4% 附近徘徊（圖 2 中的「正常」範圍）。從概念上講，這可能源於名義 GDP 與私部門借貸利率之間的關係，因為國債收益率在這一區間通常能讓債務市場的供需達到自然平衡。

為什麼二戰期間收益率超低？

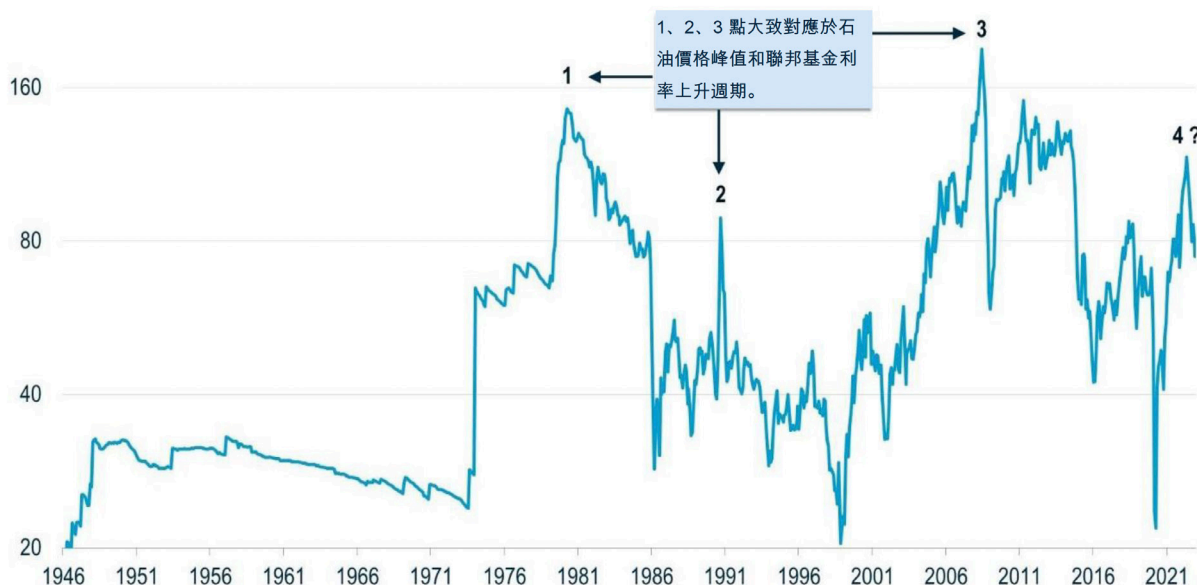
經濟大蕭條時期的低殖利率一直持續到第二次世界大戰，原因在於美聯儲限制了國債殖利率，以促進公債市場的發展（圖 2 中的時期 II）。這項政策一直延續到 20 世紀 50 年代，因為政府擔心如果停止貨幣刺激政策，經濟可能會再次陷入衰退，甚至可能是蕭條。然而，美聯儲却更擔心通膨的壓力。在獲得了更大的自主權力後，美聯儲開始轉向實施更高的利率政策，並在隨後幾年實施了反週期貨幣政策。

為什麼 20 世紀 70-80 年代的利率如此之高？

20 世紀 70 年代利率不斷上升，大部分原因歸咎於沃爾克（Volcker）之前的美聯儲官員放任通膨失控。20 世紀 80 年代的利率儘管有所下降，但仍保持在較高水平，高利率被認為是美聯儲主席沃爾克（Volcker）和葛林斯班（Greenspan）發動並結束通膨戰爭造成的遺留後果。但是，這期間還有一個問題值得我們關注：20 世紀 70 年代石油價格上漲，以及 20 世紀 80 年代石油價格下跌（圖 3）。舉個可能不那麼貼切的例子，在疫情後的經濟復甦中，供應鏈中斷和俄烏戰爭的發生，對供應帶來巨大衝擊，就像 20 世紀 70 年代石油價格上漲對通膨造成衝擊，兩者有相似之處。同樣地，如果這些供應限制解除，投入成本下降，通膨可能也會下來，就像 20 世紀 80 年代石油價格下跌導致通膨回落一樣。

殖利率就是命運；債券重回黃金時代

圖 3：在疫情後的經濟復甦中，供應鏈中斷和俄烏戰爭的發生，對供應帶來巨大衝擊，就像 20 世紀 70 年代石油價格上漲對通膨造成衝擊，兩者有相似之處。同樣地，如果這些供應限制解除，投入成本下降，通膨可能也會下來，就像 20 世紀 80 年代石油價格下跌導致通膨回落一樣。



資料來源：以實際美元價格計算。PGIM 固定收益與宏觀趨勢

為什麼 2012-2022 年間的利率如此之低？

後全球金融危機時期，屋主和金融機構的財務狀況疲軟，迫使全球央行採取低利率政策。這種寬鬆的貨幣條件一開始與財政刺激政策相結合，推動了經濟增長，給了個人和機構調整自身財務狀況的機會。2012 年美國實行自動 縮財政政策，同期歐洲面臨債務危機，這一波 烈的財政緊縮浪潮，抑制了經濟增長和通貨膨脹。再加上全球化對價格造成的下行壓力，2009 年至 2020 年的通膨率降至令央行擔憂的低水平 1.5%，歐洲約為 1%，均低於央行 2% 的目標（圖 4）。

圖 4：在後全球金融危機（GFC）時期，通膨率持續低於目標，各國家 / 地區央行首長將利率控制在不自然的低水平（%）



資料來源：PGIM 固定收益和彭博社

由於這個通膨缺口，各國家 / 地區央行將其管轄的利率保持在異常低的水平。在某些情況下，各國家 / 地區央行還祭出激進的量化寬鬆計畫和低利率貸款計畫，在兩項強化手段的共同推動下，已開發市場的期限結構維持在不自然的低水平（圖 2 中的時期 IV）。通膨率似乎一直低於目標，各國央行也決心放寬政策直到實現目標為止，在這種情況下，未來相當長一段時間，利率都保持在超低水平。

但後疫情時代，經濟、通貨膨脹和利率都出現了爆炸式增長

新冠疫情帶來危機，有兩個原因導致利率上升。首先是蓬勃成長和通貨膨脹。在刺激措施和重新開放熱情展開的雙重推動下，需求得以提升，然而由於勞動力短缺和供應鏈中斷等各種因素，供應仍然疲軟。利率上升的第二個「促成因素」是 GFC 及其疲軟、債務重重的萊茵哈特與羅格夫（Reinhart and Rogoff）狀況帶來的損害得以修復。² 消費者資產負債表和金融機構的資本部位再次表現強勁，因此，即使各國央行大幅加息同時長期利率上升，經濟仍表現出驚人的韌性。

² 卡門·萊因哈特和肯尼斯·羅格夫在《這次不一樣：八百年金融危機史》一書中準確地預言了金融危機之後的時期。普林斯頓大學出版社，2009 年。

利率上升了，但只是回到了正常的水平

雖然利率上升了，但回顧一下歷史就會發現，當前的利率只是回到了相對正常的水平，並不是特別高。如今，全球金融危機時代的問題已經過去，利率調整將迎來轉機。隨著經濟從疫情中逐步復甦，利率也有望恢復正常化。因此，儘管利率回到較高的區間（圖 2 中的時期 V），擴張仍在持續，這點並不令人驚訝。

後疫情時代的經濟增長是否會更強勁，利率是否會在較長時間內保持較高水平？

另一個值得考慮的因素是：後疫情時代，如瘟疫流行年間以及 1918 年和 1957 年的流感疫情時期，是否有所不同？從歷史看來，後疫情時代經濟往往會經歷較長時間的強勁增長，有時還會出現較高的通膨率。儘管這只是對當前形勢的一種推測，但在面對利率上升、通貨膨脹和地緣政治的不確定性時，這仍可能對經濟增長的韌性有一定的作用。

利率何去何從：短期前景平衡

目前，利率似乎相當平衡。鑒於當前通膨率較高，經濟增長強勁，且失業率較低，央行傾向於繼續加息。迄今為止的大幅升息，以及種種跡象表明成長與通膨開始放緩，都意味著大部分升息行動已經結束，當前水平的上行風險有限。然而，如果成長放緩或通膨下滑，鑒於通膨起點高和失業率低，利率下降的可能性似乎也有限。

但長期呢？仍傾向看漲

儘管近期存在不確定性，但展望未來幾年，考慮到大多數已開發經濟體的人口及生產力布局，成長與通膨速度將會放緩，這一點似乎顯而易見。因此，儘管在正常範圍內，利率可能會呈下行趨勢。在這種情況下，固定收益的報酬不僅包括當前的收益率水平，還可能包括資本收益。

結論

不同時期的收益率各不相同，而在 2022 年，資產價值迎來一次重大的變化。疫情後的經濟復甦引發市場的重新定價，促使利率從全球金融危機後的非自然低點回到歷史正常水平。在短期和中期內，利率可能會在當前水平附近波動，直到通膨壓力減輕及央行加息週期結束。但從長期來看，幾乎可以肯定的是，已開發經濟體將處於經濟增長、通貨膨脹和債券收益率的高點。雖然利率飆升會帶來增長上的不確定性，對增長敏感型投資構成風險，但對於固定收益類投資來說，增長不足可能反而是一件好事。

綜上所述，長期利率將從新冠疫情期間的低水平出現歷史性成長，上升至幾十年來罕見的高水平，為固定收益帶來 大的推動力。畢竟，對債券而言，殖利率就是命運，而最近的殖利率暴漲讓殖利率重回 20 年前的水平，為債券在未來 10 年的強勁報酬奠定了基礎。

³ “Social and Economic Impacts of the 1918 Influenza Epidemic,” The Digest, No. 5, May 2020, National Bureau of Economic Research.

本資料反映作者截至 2022 年 12 月 20 日的觀點，僅用於參考或教育目的。資料來源（另有說明者除外）：PGIM 固定收益。

殖利率就是命運；債券重回黃金時代

資料來源（另有說明者除外）：PGIM 固定收益，截至 2022 年 12 月 20 日。

僅供專業投資者使用。所有投資都有風險，例如可能損失本金。過去的表現並不代表未來的結果。

PGIM 固定收益主要是透過 PGIM, Inc.（一家依美國修訂版 1940 年投資顧問法註冊之投資顧問公司）及 Prudential Financial, Inc.（簡稱「PFI」）公司運作。註冊為註冊投資顧問公司，並不代表具備或接受過一定程度之技能或培訓。PGIM 固定收益總部位於美國紐澤西州紐瓦克市，並於全球設有下列事業處：(i) 位於倫敦之 PGIM Limited 內之公共固定收益單位；(ii) 位於東京之 PGIM Japan Co., Ltd.（簡稱「PGIM Japan」）；(iv) 位於香港之 PGIM (Hong Kong) Ltd. 內之公共固定收益單位；以及 (iv) 位於新加坡之 PGIM (Singapore) Pte. Ltd.（簡稱「PGIM Singapore」）內之公共固定收益單位。美國之 PFI 與 Prudential plc（於英國註冊成立）或 Prudential Assurance Company（M&G plc 之子公司，於英國註冊成立）並無任何聯屬關係。Prudential、PGIM、其各自標誌及 Rock 符號為 PFI 及其相關實體在全球許多司法管轄區註冊之服務標記。

這些資料僅作參考資料或教育用途。本資訊並非擬供用作投資工具，亦非就資產管理或投資提供的建議。PGIM 向您提供這些資料並不表示其擔任您的受託人。PGIM 固定收益主要為合格機構、金融中介和機構投資者提供服務。投資者如需瞭解有關其特定投資需求的資訊，應聯繫其金融專業人士。

這些資料代表了作者對本文所引用的經濟狀況、資產類別、證券、發行人或金融工具的看法、意見和建議。未經 PGIM 固定收益事先書面同意，不得授權將相關資訊發佈給除原始資訊接收者以外的任何人及其顧問，不得複製本檔的全部或部分內容，也不得洩露其中的任何內容。本文件中的某些資訊是從 PGIM 固定收益認為截至發佈日期可靠的來源所獲取；然而，PGIM 固定收益無法保證此類資訊的準確性、完整性，也無法保證此類資訊不會遭到變更。此處包含的資訊截至發佈之日（或此處提及的更早日期）為最新資訊，如有變更，恕不另行通知。PGIM 固定收益沒有義務更新任何或所有此類資訊；我們也不對其完整性或準確性做出任何明示或暗示的保證或陳述。這些資料無意作為購買或出售任何證券或其他金融工具或任何投資管理服務的要約或招攬。這些資料不構成投資建議，也不應作為任何投資決策的依據。PGIM 及其關聯公司可能會做出與本文建議或觀點不一致的投資決策，包括用於 PGIM 或其關聯公司的專有帳戶。

在英國，資訊係由 PGIM Limited 發行，其註冊辦事處為：Grand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, London, WC2N 5HR。PGIM Limited 獲英國金融行為管理局（簡稱「FCA」）授權並受其監管（公司參考編號 193418）。在歐洲經濟區（簡稱「EEA」），資訊係由 PGIM Netherlands B.V. 發行，該實體獲 Autoriteit Financiële Markten（簡稱「AFM」）授權，以歐洲執照營運。在歐洲經濟區某些國家 / 地區，資訊係由 PGIM Limited 在獲許可之情況下，依英國脫歐後 PGIM Limited 透過臨時授權安排得到之規定、豁免或授權來提供。這些資料是

由 PGIM Limited 及 / 或 PGIM Netherlands B.V. 提供予 FCA 規則所定義專業客戶等級之人員，以及 / 或《Directive 2014/65/EU》(MiFID II) 相關當地落實標準所定義專業客戶等級之人員。在亞太地區某些國家 / 地區，資訊係由 PGIM (Singapore) Pte. Ltd. 提供，其為在新加坡金融管理局註冊並獲其授權之新加坡投資公司。在日本，資訊係由 PGIM Japan Co. Ltd. 提供，其為在日本金融廳註冊之投資管理顧問公司。在韓國，資訊係由 PGIM, Inc. 提供，其獲授權直接向韓國投資者提供全權委託投資管理服務。在香港，資訊係由 PGIM (Hong Kong)Limited 提供，其為受香港證監會監管之實體，會向《證券及期貨條例》（第 571 章）附表 1 第 1 部第 1 條 (a) 至 (i) 段所定義之專業投資者

提供服務。在澳洲，此資訊係由 PGIM (Australia) Pty Ltd (簡稱「PGIM Australia」) 提供，作為供《Corporations Act 2001》所定義「大額投資」(Wholesale) 客戶參考之一般資訊。PGIM Australia 代表 PGIM Limited，後者獲得豁免，在金融服務領域無需持有澳洲《Corporations Act 2001》所規定之澳洲金融服務執照。PGIM Limited 獲得豁免，是因為其在英國法律下受 FCA 監管（註冊編號：193418），適用《ASIC Class Order 03/1099》。英國法律並非澳洲法律。在加拿大，根據《National Instrument 31-103》之跨國顧問公司豁免註冊條款，PGIM, Inc. 要告知您：(1) PGIM, Inc. 並未在加拿大註冊，而是在依《National Instrument 31-103》顧問公司註冊規定下獲豁免註冊之情況下，提供您顧問服務；(2) PGIM, Inc. 之戶籍司法管轄區為美國紐澤西州；(3) 對 PGIM, Inc. 強制執行法律權利可能有困難，因為其為加拿大境外居民，其所有或絕大部分資產可能在加拿大境外；(4) PGIM, Inc. 在加拿大適用省分之訴訟文書送達代理人之名稱與地址如下：在魁北克省：Borden Ladner Gervais LLP，1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4；在卑詩省：Borden Ladner Gervais LLP，1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2；在安大略省：Borden Ladner Gervais LLP，22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3；在在在斯柯舍省：Cox & Palmer, Q.C.，1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O.Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5；在亞伯達省：Borden Ladner Gervais LLP，530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3。

© 2022 PFI 及其關聯實體。2022-8212