

# 固定收益观点

2022年8月

## 乘浪高处，探寻价值

在当前利率环境下，持有长期债券几乎无法获得任何流动性溢价。相反，我们可聚焦短期，透过信贷违约掉期（Credit Default Swaps, CDS）把握短期利率相对高企的投资机会。

### 背景

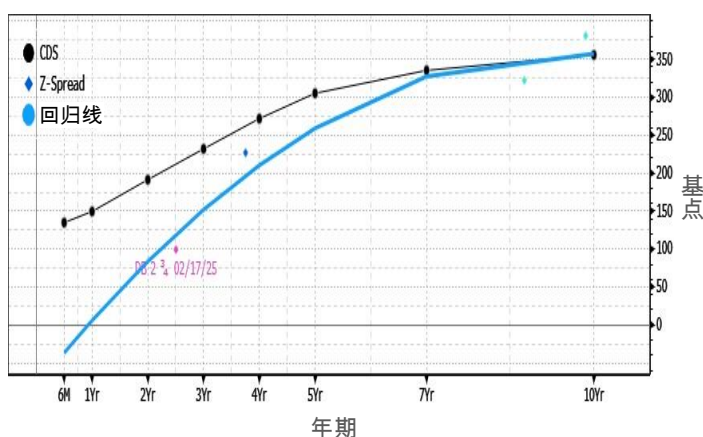
有谓“水涨船高”，但海浪亦有高低缓急之分。在固定收益市场，短期利率对中央银行决策尤其敏感。随着全球各国央行收紧货币政策，短期（亦即收益率曲线前端）利率的升幅远超过长期利率。

在美国国债收益率曲线倒挂、短期利率相对高企的背景下，投资者应如站在浪尖的冲浪者，积极把握此机会以从中获利。

最简单的投资方法，固然是购买短期投资级别债券，但要在市场中找到现存可投资的债券却非易事，特别是在流动性较低的当地货币市场（如新加坡元及澳元）。此外，由于短期债券需求高且供应有限，其价格通常比其价值昂贵，从而导致衍生工具市场出现CDS隐含违约率高于债券市场相应利差的错位现象。换言之，目前衍生工具市场能够以相若风险水平提供更高回报。

即使在欧元等流动性较高的市场，CDS溢价亦较年期及偿债顺位相若的债券更高。为说明这点，图表1将德意志银行次级债的CDS曲线，与该行相应债券的利差进行比较。

**图表 1. 德意志银行次级债CDS曲线及相应债券之零波动率利差（Z-Spread）比较**



资料来源：彭博，截至2022年8月19日  
过往表现并非现时或未来表现的指标。

### 债券收益率基础

一只债券的收益率由两个部分构成：

- 1) “无风险”利率，其水平基于国债收益率曲线；及
- 2) 信贷利差或信贷风险溢价，可透过CDS市场估算。

信贷违约掉期条款可灵活定制，  
有助投资者达成投资目标。

**何欣妮**

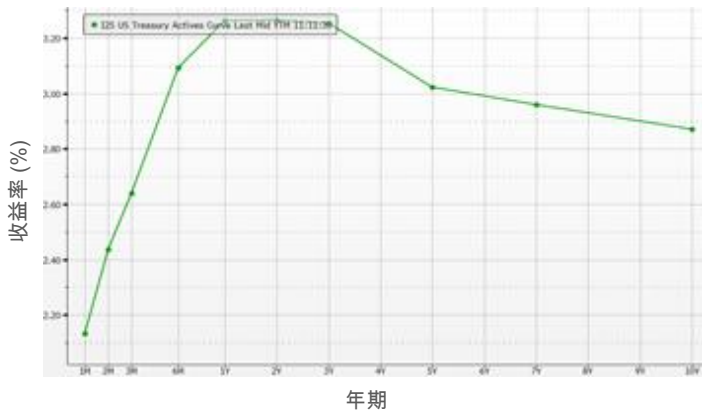
法国巴黎银行财富管理  
新加坡固定收益咨询部



## 当前投资形势

随着美国国债收益率曲线倒挂（见图表2），长期债券较高的信贷利差，正被相对较低的长期国债收益率所抵销。

图表 2. 美国国债收益率曲线

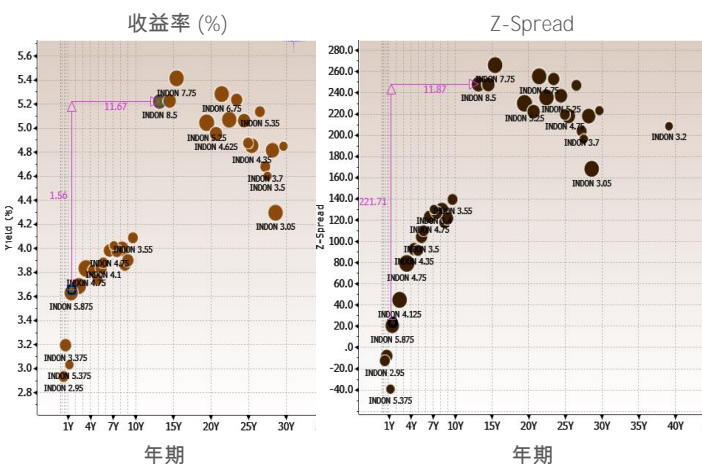


资料来源：彭博，截至2022年8月19日

例如，假设将印尼政府债券作10年展期，每年收益率可提升约1.50%，而单从信贷利差获得的额外收益率则接近每年2.25%（见图表3），反映投资者持有长期债券并未能获得充分的风险溢价补偿。

另一方面，企业一般会在长期利率较低的环境下，寻求延长其债务组合年期。由于短期债券需求高而供应少，要觅得现存可供购买的债券比较困难。

图表 3. 印尼政府债券收益率与信贷利差升幅比较



资料来源：彭博，截至2022年8月19日

## 对投资者的启示

首先，有意提高其收益型投资组合收益率的投资者应注意，目前的企业债券收益率曲线并未能提供良好的年期风险溢价。特别是就长于2-3年的投资而言，我们更倾向采取战术性存续期管理策略，例如浮息投资。

其次，虽然短期债券看似具有吸引力（收益率高于3%），但鉴于债券市场的技术性供求状况，投资者可考虑衍生工具市场中能提供更高收益的选择，这些产品亦可以证券化形式提供。

最后，偏好直接投资于债券的投资者应注意，短期债券的估值吸引力受供应情况所限，交易亦可能需要较长时间执行。

## 结论

短期债券价格高昂，而长期债券则无法提供足够的年期/流动性风险溢价。信贷衍生工具正可填补此空缺，帮助投资者提高投资组合收益率，同时管理存续期风险。

“世界事物犹如蚌中珍珠待你开采，你只需要找对方向。”

# 免责声明

本文件/通讯/资料(统称「文件」)由法国巴黎银行,透过其新加坡分行在新加坡提供,并由法国巴黎银行,透过其香港分行在香港提供。法国巴黎银行是一家在法国成立的公众有限公司(société anonyme),其成员承担有限法律责任。法国巴黎银行,透过其香港分行为受香港金融管理局监管的持牌银行,及《证券及期货条例》(香港法例第571章)所指的注册机构;于香港证券及期货事务监察委员会(「证监会」)注册,获准进行第1、4、6及9类受规管活动(证监会中央编号:AAF564)。法国巴黎银行,透过其新加坡分行(单一机构识别号码/注册编号:S71FC2142G)为受新加坡金融管理局监管的持牌银行。「法国巴黎银行财富管理」乃法国巴黎银行营运之财富管理业务之名称。「法国巴黎银行财富管理」(单一机构识别号码/注册编号:53347235X)是根据Business Names Registration Act 2014在新加坡注册之企业名称。

本文件仅供一般参考,不应用作订立任何特定交易的参考。阁下不应对本文件的资料和意见加以依赖,亦不应用以取替阁下的任何决定或寻求独立专业意见(如不论是财务、法律、会计、税务或其他意见)的需要。本文件不拟作为进行买卖或订立交易的要约或游说。此外,本文件及其内容不拟作为任何类别或形式的广告、诱因或声明。法国巴黎银行保留权利(但并无责任)随时在不发出通知的情况下更改本文件的资料,而且,除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定,否则法国巴黎银行毋须对有关变动所引致的任何后果负责。

本文件所载资料仅拟作讨论用途,若投资者决定进行有关交易,将受制于有关交易的最终条款所约束。它并不代表(1)交易的实际条款,(2)任何现有交易可以解除的实际条款,(3)交易提早终止后应支付金额的计算或估算,或(4)法国巴黎银行在其财务报告账目中给出的交易实际估值。交易的最终条款将载于条款清单、适用条款合同和/或确认书。另请参阅有关文件所载之免责声明,以及本行收费表中有关费用、收费及/或佣金的披露及其他重要资料。

若本文件是交易完成/交易确认书,请仔细检查本文件中所列出的资料,如发现任何差异,请阁下立即与我们联系。本文件的内容取决于我们随后以邮件形式寄出之银行结单中的最终交易详情/资料及/或建议(如有)。本文件包含仅供上述收件人使用之机密资料。若阁下并非收件人,请勿传播、复制或依据本文件采取任何行动。若阁下误收到本文件,请立即通知法国巴黎银行并删除/销毁本文件。

尽管本文件提供的资料和意见可能取自或源自被视为可靠的已发布或未发布的来源,而且在拟备本文件时已采取一切合理审慎的措施,但法国巴黎银行并无就其准确性或完整性作出任何明示或隐含的声明或担保,而且,除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定,否则法国巴黎银行毋须就任何不确资料、误差或遗漏承担责任。本文件所载的所有估计及意见构成法国巴黎银行在截至本文件刊发日期的判断,而所表达的意见可予更改,毋须另行通知。本文所载资料可能包含前瞻性陈述。「认为」、「预期」、「预计」、「预测」、「估计」、

「预估」、「有信心」、「具信心」等字词和其他类似用语亦旨在表明前瞻性陈述。此等前瞻性陈述并非历史事实,而是法国巴黎银行根据当前可用资料所建立的现行信念、假设、预期、估计和预测,并包括已知和未知风险及不确定因素。此等前瞻性陈述并非未来表现的保证,并附带各种风险、不确定因素和其他因素,部份无法控制及难以预估。因此,实际结果可能与此等前瞻性陈述所表达、暗示或预测显著有别。投资者应自行独立判断任何前瞻性陈述,并自行咨询专业意见以理解该等前瞻性陈述。法国巴黎银行概不保证更新有关前瞻性陈述。当投资者考虑关于产品/投资表现的任何理论历史资料时,投资者应注意有关过往表现的任何提述不应被视为未来表现的指标。法国巴黎银行并无就任何投资/交易的预期或预计成效、盈利能力、回报、表现、结果、影响、后果或利益作出任何担保、保证或声明。除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定,否则法国巴黎银行集团公司或实体概不会就使用或依赖本文件或所提供的资料的任何部份而直接或间接引致的任何损失承担任何责任。

结构性交易为复杂的交易,可能涉及的损失风险甚高,包括可能损失所投资的本金。若本文件所述的任何产品是涉及衍生工具的结构产品,除非阁下已完全了解并同意接受所有风险,否则阁下不应对该产品进行投资。若阁下对任何产品/交易有任何疑问,应寻求独立专业意见。

各投资者/认购方在订立任何一项交易前,应充份了解产品/投资的条款、条件及特点,以及订立交易/投资的风险、优点及适用性(包括与发行人相关的任何市场风险),并在作出投资前咨询其本身独立的法律、监管、税务、财务及会计顾问。投资者/认购方应充份了解有关投资的特点,而且具有承担投资损失的财力,和愿意承担所有相关风险。除非另有明确书面协定,否则(1)若法国巴黎银行无向投资者/认购方游说出售或建议任何金融产品,其于任何交易中均非以财务顾问的身份为投资者/认购方行事,以及(2)无论如何,法国巴黎银行于任何交易中均非以受信人的身份为投资者/认购方行事。

在本文件刊发之前或之后,法国巴黎银行及/或它的联系人或关连人士可能或经已为其本身进行有关本文件所述的产品或任何相关产品的交易。在本文件刊发当日,法国巴黎银行、它的联系人或关连人士及其各自的董事及/或代表及/或雇员可能就本文件所述的产品,或以该产品为基础的衍生工具进行坐盘交易,并可能持有长仓或短仓或其他权益,或进行庄家活动,及可能随时在公开市场或其他市场以主事人或代理或市场庄家的身份购入及/或沽售投资。此外,法国巴黎银行及/或它的联系或关连人士在过去十二个月内可能担任投资银行,或可能已向本文件所述的公司或就本文件所述的产品提供重要的意见或投资服务。

本文件属机密性质,并仅拟供法国巴黎银行、它的联营公司、其各自的董事、高级职员及/或雇员和本文件的收件人使用。在未获得法国巴黎银行的事先书面同意前,本文件不可由任何收件人向任何其他人士派发、发布、复制或披露,亦不可在任何文件中引用或提述。





# 联系我们



wealthmanagement.bnpparibas/asia

## 免责声明

香港：本文件由法国巴黎银行，透过其香港分行在香港派发。本文件在香港仅派发予专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法例第571章）附表一第一部）。本文件所述的部份产品或交易在香港可能未经许可，及不可向香港投资者发售。

新加坡：本文件由法国巴黎银行，透过其新加坡分行在新加坡仅派发予认可投资者（定义见新加坡法例第289章《证券及期货法》），并不拟向并非认可投资者的新加坡投资者派发，而且不应向任何该等人士传送。本文件所述的部份产品或交易在新加坡可能未经许可，及不可向新加坡投资者发售。

除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则本文件的资料仅供拟定收件人传阅，不拟作为向本文件的收件人提供的建议或投资意见。本文件的收件人在作出购买或订立任何产品或交易的合约前，应就产品或交易的合适性（经考虑收件人的特定投资目标、财务状况和特别需要），以及有关产品或交易所涉及的风险，咨询其本身的专业顾问的意见。

请注意，本文件可能与法国巴黎银行作为发行人的产品有关，在此情况下，本文件或本文件所载资料可能由法国巴黎银行作为产品发行人的身份编制（「发行人文件」）。当发行人文件由法国巴黎银行，透过其香港分行，或由法国巴黎银行，透过其新加坡分行，以分销商的身份提供给阁下时，亦受制于法国巴黎银行财富管理适用于阁下账户的条款及条件第6.5条所约束。如发行人文件的条款与法国巴黎银行财富管理适用于阁下账户的条款及条件第6.5条之间存在任何不一致，概以后者为准。

请注意：任何投资产品或交易所涉及各方、其投资专业人士和/或其联营公司的整体投资活动或角色，可能会导致各种潜在和实际利益冲突。具体而言，交易对手/发行人/提供商或其相关实体或联营公司可能提供或管理其他投资，其利益可能与阁下在该投资产品或交易中的投资利益有所不同；或当产品交易对手或发行人是法国巴黎银行或其相关实体或联营公司时，法国巴黎银行亦可能是同一产品的分销商、担保人、计算代理人和/或安排人。法国巴黎银行及其联属公司以及与其有联系或有关连的人士（统称「法国巴黎银行集团」）可能以庄家身份或可作为委托人或代理人买卖本文件所述证券或有关衍生产品。法国巴黎银行集团可能于本文件所载的发行人中拥有财务权益，包括于持有其证券的长仓或短仓及/或有关

期权、期货或其他衍生工具。法国巴黎银行集团（包括其高级职员及雇员）可能或已经出任本文件所述任何发行人的高级职员、董事或顾问。法国巴黎银行集团可能于过去12个月内不时为本文件所提述的任何发行人招揽、进行或已进行投资银行、包销或其他服务（包括作为顾问、经办人、包销商或放款人）。法国巴黎银行集团可在法律准许的情况下，于本文件所载的资料刊发之前，依据有关资料或据此进行的研究或分析行事，或使用有关资料或据此进行的研究或分析。法国巴黎银行集团的成员公司可能对于有关结构性产品项下若干责任有利益冲突。例如，其及其联属公司可能为其本身或为其他人士进行相关产品的交易。其或其联属公司可能收取任何相关产品的部分管理或其他费用。法国巴黎银行可向与相关产品有关的实体提供其他服务并获支付酬金。所有此等活动均可能导致有关法国巴黎银行的若干财务权益出现利益冲突。

如本文件涉及房地产，请注意，法国巴黎银行透过其香港分行在香港提供的房地产服务仅限香港以外的物业。具体而言，法国巴黎银行，透过其香港分行并未持有牌照处理位于香港的任何物业。法国巴黎银行，透过其新加坡分行并未持有牌照处理及不提供房地产服务，本文件亦不可这样被诠释。

法国巴黎银行之客户及交易对手有责任确保自身遵守美国第13959号行政命令（EO）（经修订）适用之规定（及后续所有官方指引）。有关该行政命令的全部详情，请阁下参阅以下网页：如需查阅该行政命令全文，请访问 <https://home.treasury.gov/system/files/126/13959.pdf>，如需了解美国财政部外国资产管理办公室（OFAC）就该行政命令发布之最新指引，请访问 <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/recent-actions>。

阁下一经接纳本文件，即同意受以上限制所约束。如中英文版本有任何含糊不清或歧异，概以英文版本为准。在与法国巴黎银行透过其新加坡分行进行的任何交易或安排中，英文版是唯一有效版本，中文版将不予以考虑。

图片源自 © Getty Images。

© BNP Paribas (2022) 版权所有。