

10年期美債收益率上周暴跌近30基點至1.34%，市場恐慌Omicron變種株肆虐導致全球經濟再次封鎖。與此同時，美國公布失業率4.2%大幅下降，聯儲局鮑威爾國會聽證會講話，放棄通脹「暫時論」，未來幾個月可能加快Taper（減少購債）進程，同時9月份美聯儲FOMC會議點陣圖顯示2022年美聯儲可能加息1至2次。在Omicron病毒壓制利率和美聯儲鷹派舉動提升利率的矛盾交織下，美債利率和利差走勢如何？

美債利率曲線猜想



▲分析認為，隨着通脹逐步回落，短期美債利差中樞會上移，但利差波動區間也會更大。 法新社

回顧上一輪Taper減少購債周期（2013.04–2014.10）、加息周期前（2014.10–2015.12）、加息周期（2015.12–2018.12）和加息停止到降息周期（2019–至今），2年期和10年期美債利率走勢：

1、Taper期間：Taper對短端利率衝擊偏小，對長期利率影響更大。其間，2年期從0.25%上漲到0.50%，上行約25基點，長端10年期從1.6%上升至3.0%，再小幅回落到2.2%，整體上升約60基點。2013年美債長端利率大幅上升主要源於Taper恐慌原因，這也是美聯儲當時和市場溝通較少。

2、加息周期前：其間由於美聯儲的通縮風險較大，長端利率走勢疲軟，在1.5%–2.5%之間波動，但短期利率持續走高，從0.5%走高至1.0%，美債曲線利差持續從185基點下跌至124基點。加息周期前，短端利率走升幅度會大於長端利率，利率曲線趨平。

3、加息周期中：2015、2016、2017和2018年分別加息1、1、3和4次，加息步伐加快。其間發生了幾件大事，2016年中英國脫歐、2016年底特朗普當選，2017年10月美聯儲開始縮表，2018年3月中美貿易戰爆發。加息周期的前半段往往加息緩慢，後半年加息較快。加息周期中，美債利率曲線趨平，利差水平持續走低。

4、加息周期後：加息停止，經濟增速下滑，中美貿易戰等因素影響美債收益率大幅下行。加息周期後，利率大幅回落。

5、新冠疫情期間：新冠疫情爆發美聯儲快速降息至零，但全球通脹高企，短期利率維持零附近，長期利率隨着通脹交易（Inflation trade）走高，利差持續擴大到150基點。

當前所處的經濟、貨幣政策周期和2013年頗為相似，展望未來2022–2024年是否走出2013–2015年的類似行情？當前環境和2013年有相似也有不同，相同的點是美聯儲開始Taper和預期加息，不同的是當前所處的通脹環境、新冠變種株Omicron對未來的影響卻是2013年沒有的。

筆者曾指出，6月份通脹高企，但失業率仍然維持在5.9%，彼時美聯儲的核心焦點在就業情況，而非通脹。美聯儲在12月以前也一直堅持通脹「暫時論」，等待就業市場恢復，但隨着11月失業率回落至

4.2%，當前美聯儲的核心焦點應該轉移至通脹，而非失業率。而Omicron病毒也為未來增添了較大短期不確定性。

Omicron變種株推演：高傳染及低死亡率

當前美債利率反應了Omicron毒株對於全球經濟和通脹反向作用力。Omicron爆發前，2–10年期美債利差約為100–110基點，爆發後10年期美債利率大幅走低約30基點，利差走低到約75基點，當長期利率和利差對Omicron毒株的負面影響大約反應了30基點。

市場之所以出現較大反應的主要原因是Omicron的傳染變異性極強，從NextStrain統計數據來看，Omicron的變異性顯著高於過去的Delta和Beta，同時從所有病例上報頻次來看，截至2021年11月29日，Omicron病例的發現頻次概率達到68%，快速超過了Delta的頻次概率。Omicron的傳染性和變異性確實極強。

但從WHO的發言人報道，Omicron還未有死亡病例通報。Omicron的感染者症狀也相對較輕。根據南非醫學會方面的信息，已接種過疫苗的Omicron感染者出現的症狀輕微，未接種者有住院情況，患者的感覺為「極度疲倦、身體疼痛、頭疼」。但與Delta及早期的新冠病毒不同，到目前為止還沒有患者反映出現嗅覺或味覺喪失的情況，也沒有出現血氧大幅下降的情況。

總結來看，基於目前的數據分析，Omicron的傳染力較強，但症狀較輕，致死率較低。其對市場推演如下：

1、Omicron毒株雖然傳染力極強，但並未有很高致死率，更多向「流感」方向發展，那麼長期利率可能反彈至之前水平1.6%–1.7%，修復市場之前的過度負反應。

2、Omicron毒株繼續大範圍擴散，感染者症狀突然加重，致死率大幅提升，並未引發較大的封鎖措施，引發了大範圍的經濟封鎖，那麼長期利率可能進一步下跌。

總體而言，全球股市下跌、利率急跌更多是對於Omicron毒株未知恐慌，擔憂Omicron影響全球經濟再次大面積封鎖措施。從Delta毒株爆發對全球經濟和資本市場影響的歷史經驗來看，以及當前Omicron的表現出的高傳染低死亡率特徵，預計Omicron的影響比較偏短期噪音。當然也不排除未來Omicron新毒株的特性發生再次變異，對資本市場帶來更大的衝擊。

通脹推演：對短債利率影響更大
隨着11月的失業率大幅下降至4.2%，鮑威爾在12月的國會聽證會刪除了通脹是「臨時性」的表述，通

脹將成為當前美聯儲貨幣政策重點關注的變量。從彭博上52家全球金融機構預測的通脹數據來看，2022年全年平均核心通脹PCE約3.0%，2022年三季度與四季度通脹的預期數據逐步下降至2.7和2.5%。從全球經濟學家預測來看，長期通脹下移，但短期通脹快速下降的概率並不大。

通脹對於利率的影響非常明顯，那麼，短期利率和長期利率對於通脹敏感度如何？當前利率水平和利差水平是否充分反應了當前的高通脹壓力？這裏對核心通脹PCE與2年、10年期利率和利差進行歷史回歸分析。

從上述通脹和利率／利差擬合結果，可觀察出幾個現象：

1、通脹和利率曲線整體水平呈現較為明顯的正向相關性，但短期利率對於通脹的敏感系數（1.4963）高於長端利率的敏感系數（1.2945）。

2、通脹和曲線利差呈現較為明顯的負向相關性（–0.2018）。隨着通脹走高，利差的整體水平反而越低；隨着通脹走低，利差整體水平反而越高。在市場的演化過程中，當通脹持續走高時，美聯儲會採取緊縮的貨幣政策，曲線表現為熊平；當通脹走低時，美聯儲的態度理應變得相對更鴿派，曲線表現為牛陡。

3、隨着通脹率向回歸美聯儲的通脹目標（2%），對應的利差的離散度越大。也即是說，當通脹回落，在不同的貨幣政策周期對於利差的影響更大，即短期利率對通脹的敏感性提高幅度大於長期利率對通脹敏感程度。

4、未來通脹變化更多從供給側的變種株Omicron或者其他變異病例對全球供給側的衝擊影響，包括OPEC（經合組織）等組織對於原油供給變化影響，以及全球經濟復甦過程中，需求端的恢復程度，這都將對通脹形成較大影響。但從當前的情況預測來看，短期通脹較難快速下行，中長期或將回歸合理水平。

美債利率推演：短期利差中樞上移

根據前面Taper歷史復盤和本輪Taper的反應來看，本輪Taper對利率影響偏溫和，同時Omicron變種株和通脹變化都會影響美聯儲加息路徑。從當前可獲得信息和歷史Delta的經驗來看，Omicron的影響可能偏短期波動，利率中長期的趨勢還是看通脹、就業及美聯儲的貨幣政策方向：

展望2022年，隨着通脹逐步回落，短期美債利差中樞會上移，但利差波動區間也會更大。如果美聯儲的加息預期走弱，那麼未來利差進一步走高；如果加息預期增強甚至快速加息，即使通脹回落，實際利差也可能縮窄。

寬信用市場預期升溫

12月政治局會議透露出穩增長訴求，「寬貨幣+寬財政+房地產邊際寬鬆」的政策組合基本確立。降準政策落地後，預計人行仍將基於「市場利率圍繞政策利率運行」的框架，精準調控短期資金面。筆者堅持2.8%是本輪利率底部的判斷，後續隨着政策的進一步落地，寬信用預期逐步升溫可能導致利率出現回調風險。

中央政治局會議新的提法是「着力穩定宏觀經濟大盤」，顯示出穩增長訴求較強。貨幣政策要「靈活適度」、財政政策要「提升效能」、「支持商品房市場更好滿足購房者的合理住房需求，促進房地產健康發展和良性循環」。

具體而言，對於宏觀政策，政治局會議沒有再次強調「跨周期調節」，而是更為直接地要求「宏觀政策要穩健有效」，其中財政政策要「提升效能」——筆者認為將體現在年初的基建投資方面；貨幣政策要「靈活適度」——而降準政策的快速落地也體現了「靈活適度」的特點，全面降準0.5個百分點+最優惠存款準備金率將釋放1.2萬億元（人民幣，下同）長期資金，其中一部分將用於置換MLF（中期借貸便利）。

更為關鍵的是對房地產的表態，相比2021年7月政治局會議刪除了「房住不炒」、「穩地價、穩房價、穩預期」的表述，而相比2020年12月政治局會議，同樣沒有「房住不炒」表述，但此次政治局會議增加了「支持商品房市場更好滿足購房者的合理住房需求，促進房地產健康發展和良性循環」的表述，可能與近期房地產政策邊際寬鬆有關。隨着更多穩增長政策的出台，寬信用的進程或有所加速。

降準落地顯示了貨幣政策具有寬鬆空間，但筆者認為降準的目的在於寬信用，銀行間流動性水平仍然不會脫離今年以來人行已經構建起來的「市場利率圍繞政策利率運行」的短端資金利率框架。我們梳理了今年以來人行的公開市場操作和流動性投放情況，發現人行通過擺布公開市場操作維持資金利率平穩運行的決心較強，隨着年底降準落地，

在「不搞大水漫灌」的要求下，預計後續人行公開市場操作力度可能會偏低。

今年以來人行操作的精準性愈發明顯，從年初的「數量」逆回購投放，到長期持續的100億元逆回購滾續，再到月底加大逆回購操作量，並且提高逆回購操作量的時間逐步提前。今年上半年銀行間流動性較為充裕，因此人行小額操作即可熨平流動性波動。2021年下半年人行公開市場操作規模提升以彌補擴大的流動性缺口，呵護資金面平穩。

樓市政策邊際調整

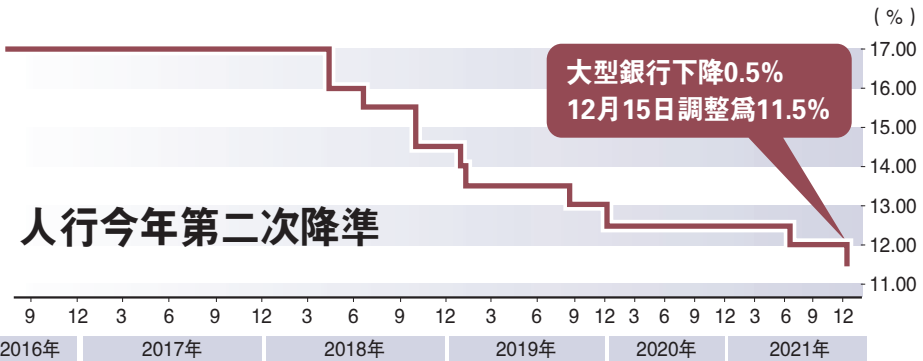
11月人行公開市場操作：不為高槓桿所裹挾。下半年人行公開市場操作呈現月度規模逐漸提升，月內擴大規模的節點逐步提前的特徵。11月初人行提前加大逆回購操作規模，而月末僅維持1000億元逆回購滾續操作。人行擴大規模的時點前移體現了彌補合理的流動性缺口的意圖，而月末投放規模有限則體現人行不會因市場高槓桿導致的非合理的流動性需求而加大流動性投放、堅定維持市場利率雙向平穩波動的態度。

精準操作下，預計12月資金面依然維持平穩。人行穩資金面的目標要求為雙向而非單向。12月流動性缺口較小，加之降準落地，人行也沒有加大公開市場流動性投放的必要。12月初人行持續進行100億元規模的逆回購操作，並未像11月將大規模投放節點前置，進一步印證了人行維穩資金面和精細化管理銀行間流動性環境的態度。

從總理提出「適時降準」到降準政策落地，市場充分交易了寬貨幣預期，而隨着政治局會議對穩增長目標的確認及對宏觀政策、房地產表述的變化，筆者認為後續將形成貨幣財政雙鬆和房地產政策邊際調整的政策組合，需要警惕寬信用預期升溫。

此外，此次降準將釋放約1.2萬億元長期資金，但料人行仍將基於「市場利率圍繞政策利率運行」的框架，精準調控短期資金面，不會支撐資金利率長期大幅偏離政策利率。

就債市而言，筆者堅持2.8%是本輪利率底部的判斷，政策層面釋放出更強的穩增長信號，而隨着基本面也釋放回暖信號，後續隨着政策的進一步落地，寬信用預期逐步升溫可能導致利率出現回調風險。



檢討年初的「十大忠告」

過去連續十四年，筆者必在年初發表《我對樓市的十大忠告》配合了「龍市理論」，不少人稱我為「最準評論員」，而我自己

在分享的同時更會去落實投資，也都得到很好的回報。此外，每年12月，筆者都會為年初的市場預測做一次檢討。

今年1月發表的《2021年我對樓市的十大忠告》裏面，其中「西去東來」和「西方圍堵中國成長期常態」的趨勢的確持續發展。西方國家不甘心面對中國的後來居上，當然中國也不會示弱，亦不會主動將局面惡化，時間對中國有利。重要的是，縱使政治和外交上摩擦猛烈，但在民間，無論資金及生意，仍紛紛從西方不斷流入內地及香港市場。

「香港金融中心更大步向前」和「進一步水淹香江」這兩點是筆者今年買鋪位時候的重要信念，亦因此掌握到市場的谷底。事實上，港股市場的成交量比兩年前還要多了一倍，而香港的M3（泛指資金總供應量）也仍在增加趨勢中。近期金管局不停增發外匯基金票據及債券，在銀行結餘基礎上吸納過多資金，香港資金其實日益充盈。

至於「財富效應成主力」，筆者在預測中強調「由於『錢鏖效應』進入新階段，業主社群實力強橫亦是多年放盤量日益減少的原因，而來年換樓客或業主客才是市場的主導。」評估是完全準

確的，之後樓市反映愈大面積單位愈有力上升且主導了市場。

「樓市繼續以龍市向前鞏固向上」，這也是完全正確的。中原指數今年再次破頂，現在是由「龍市一期」主導市場的，我們弄清楚這個階段的特性是對投資相當有利的。「租金滯後卻仍在上升趨勢」，去年這個時候樓市評論員中似乎只有筆者堅持租金是上升的，其他大都認為租金會下跌，結果差餉物業估價署的數據反映全港今年3月至9月的租金指數出現了連續七期上升。

「對有準備的人來說，現在是良機」，年初筆者強調「商舖租金平了不少，現在亦容易請人，息口超平」，自己在今年買了三個鋪位，亦成功租給好的租客。不單是筆者掌握了投資良機，新的租客亦成功地「摸底」得到較好的位置和比以前平得多的租金。

「貧富懸殊矛盾並未解決」，筆者多年來提出的香港貧富懸殊問題，也一直在中央政府的關注中。

「疫情難擋大灣區起動」，因為疫情的耽誤仍未能通關的關係，我們仍未能進入「人流高流通年代」。不過，縱使未能夠通關亦阻止不到大灣區起飛的，單是廣東省的GDP已經高過韓國一個國家，這反映到中國不單沒有被疫情影響到經濟，而且還大步向前。在未通關情形之下，內地經濟強勢，而香港的GDP財政司亦預料全年增幅可達6.4%，未來一年的格局是去除泡沫之後的百廢待興，大家不要被悲情影響到眼前的美好良機。