



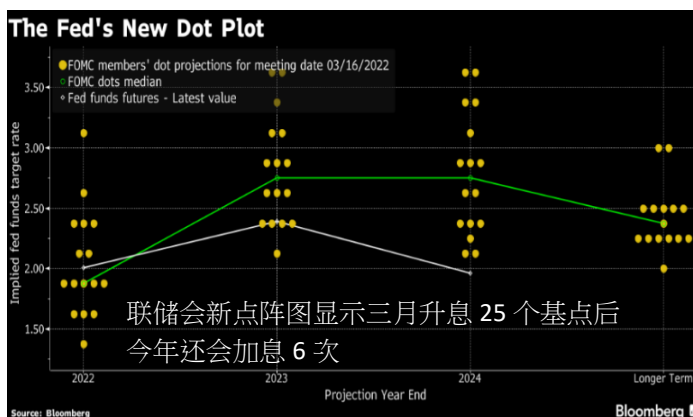
图片来源：Direxion

为市场的新现实做好准备 - 加息周期的交易投资策略

尽管经济增长风险升温，但面对四十年来最高的通胀数据，美联储在今年 3 月 16 日决定升息 25 个基点，这是 2018 年以来美联储的首次加息。美联储主席亦表示必要时可能加快政策收紧速度，今年 5 月议息会议升息 50 个基点机率极高。

在美联储发布的最新点阵图中(见右图)，基准利率到 2022 年底预测中值在 1.9%左右，与交易员的今年共加息 7 次预期一致，但高于美联储之前的预期。最新点阵图显示 2023 年末利率的预测中值为 2.8%，这是美联储给出的最后一个预测年份。近期俄罗斯入侵乌克兰加上中国新的封城措施令全球经济承压，这次的预测可能比以往增添了更多不确定性。

面对来势汹汹的鹰派升息政策，投资人该如何调整投资与交易策略呢？我们希望透过这篇文章可以协助您了解关于升息的过去，以及该如何展望未来。



资料来源：Bloomberg

债券，不只是价格波动加剧，也会有下跌亏损的可能

传统资产配置主要是由股票加上债券组合而成，尤其是最为人熟知的 60/40 组合(即六成股票加四成债券)。但今年以来，这种组合明显失效，因为债息急速上扬令债券价格重挫亦引发全球股市抛售，造成股票与债券价格一起下跌。

升息，表示利率的变动，首当其冲的，便会是债券。

投资债券的其中一个风险，就是利率风险，意即利率与债券价格呈现反向走势，债息上涨则债券价格下跌；到期日越长期的债券对于利率的反应越加剧烈，因此利率上扬对存续期越长的债券冲击越大。

近期债券市场的波动比以往更剧烈，也令 60/40 传统配置无法在债券部位获得稳定报酬，震荡原因主要来自美联储将停止量化宽松减少购入债券，以及市场接收到趋紧的货币政策所做出的反应。

那么在此环境下，投资者该怎么应对波动加剧与资产价格下跌的风险呢？

投资者可同时采用策略性投资与战术交易来应对债市的不确定性和波动：

缩短持有债券期限 + 反向债券 ETFs 对冲短线下跌风险

债券投资者除了可增加配置较短天期的债券以降低组合的利率风险外，在债券价格波动加剧时期(例如，FOMC 利率会议召开当周或美国债息短线飙升期间)也可考虑利用反向债券 ETFs 作为短期战术交易，对冲债券价格下跌风险。

真实范例：亚洲某寿险公司的债券交易策略

一般来说，寿险公司在固定收益上的投资部位远大于股票，而在投资风格上，不管是债券或股票，都偏长线与保守策略，关于杠杆/反向 ETFs 的交易并不常见。但某些亚洲寿险公司在债券价格短线出现大幅震荡和明显下跌期间，却会利用反向债券 ETFs 做避险，这主要是因为监管对寿险公司在衍生性金融工具（如美债期货）的交易上规定严格且程序繁琐，保险公司要通过风控、合规等部门的层层审批后才能交易，容易错失交易时点和机会，不过反向债券 ETFs 却通常被视为股票而非衍生性金融工具，险资的交易员可在二级市场及时买卖以调整债券曝险，对冲债券价格下跌。若以用户分类来看，反向债券 ETFs 多为机构投资者所用。

反向型债券 ETFs 短线对冲风险实例

美债收益率快速上涨时期	1/27/2021-3/18/2021	12/17/2021-1/7/2022	2/2/2022-2/9/2022
ICE 美国 20 年以上公债指数	-12.89%	-5.55%	-2.66%
ICE 美国 7-10 年以上国债指数	-5.07%	-2.83%	-1.29%
美国 10 年期公债收益率	1.01%→1.71%	1.40%→1.76%	1.77%→1.99%
每日 3 倍反向美国公债指数的价格变动%			
每日 3 倍反向 ICE 美国 20 年以上公债指数	+46.54%	+18.00%	+8.33%
每日 3 倍反向 ICE 美国 7-10 年以上公债指数	+16.35%	+8.56%	+3.89%

资料来源：Bloomberg，这些业绩数字未反映日常运营费用和融资费用，属于假设性质，不代表 Direxion ETF 的实际回报。无法保证基金将实现其目标

除了债券价格大幅震荡外，在升息期间，股市的波动也不遑多让。以下我们将回顾历史上升息期间美股的表现，希望能以史为鉴，帮助投资人在美股投资策略上找寻方向。

鹰派加息言论与路径，短期将明显冲击美股表现；
但以史为鉴，美股在加息期间仍有上涨机会。

升息次数



若历史可作参考，美股仍有机会抵御眼下这场自 2000 年代中期以来最激进的加息考验。

在右边的表格中，我们列出了从 1970 年代开始的 8 个加息周期。可以看到，标普 500 指数在其中 7 个周期都录得了正向回报，平均涨幅 23%；另外，2004-2006 年是最近一次加息次数超过 5 次的周期，在这个周期中，标普 500 指数的回报达到 17.74%。

升息周期	起始利率	结束利率	标普 500 指数涨跌幅%
1971-1974	3.75%	13%	-7.52%
1976-1981	5.50%	20%	+68.38%
1983-1984	9.50%	11.50%	+8.05%
1985-1988	6.00%	9.75%	+52.42%
1994-1995	3.25%	6.00%	+4.45%
1999-2000	5.00%	6.50%	+10.48%
2004-2006	1.25%	5.25%	+17.74%
2015-2018	0.00%	2.50%	+28.37%

资料来源：Bloomberg and Ben Carlson, FRED

如果再检视所有超过 4 次加息的周期(见右图)，则会发现标普 500 指数的表现虽然有升有跌，但多呈现上涨格局：在这些周期中，标普 500 的平均回报、中位回报分别为 3.48% 和 2.50%，而取得正向回报的几率则为 66.70%。

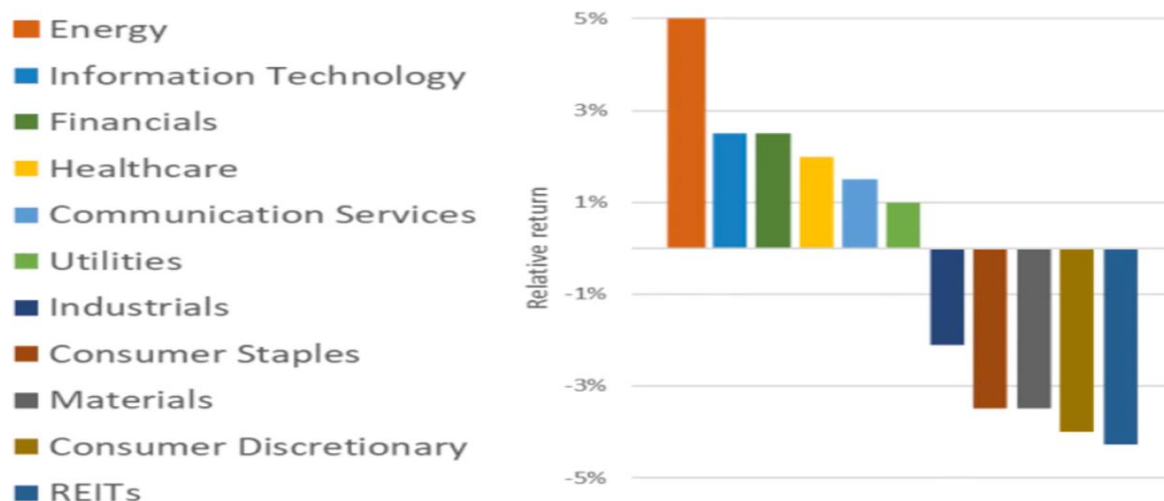
升息周期的美股表现		
年份	升息次数	标普 500 指数
1971	4	10.80%
1972	5	15.80%
1973	16	-17.40%
1974	13	-29.70%
1975	4	31.50%
1977	6	-11.50%
1978	15	1.10%
1979	12	12.30%
1980	27	25.80%
1981	7	-9.70%
1984	4	1.40%
1987	5	2.00%
1988	4	12.40%
1994	6	-1.50%
2004	5	9.00%
2005	8	3.00%
2006	4	13.60%
2018	4	-6.20%
平均数		3.48%
中位数		2.50%
正回报的几率		66.70%

资料来源：Bloomberg and LPL Research

由升息期间行业表现的差异达到趋吉避凶的投资目的

既然在过往激进的加息周期中，标普 500 指数大部分期间都取得了正向回报，那么我们有必要探讨一下在今次的加息环境下，哪些行业有望表现突出，帮助投资人趋吉避凶。

下图显示的是 1994 年到 2021 年底的五次加息周期中，首次加息后 12 个月内美国主要行业的平均表现。从历史数据显示，在首次加息后一年内，能源，科技，金融与健康照护板块表现突出，而房地产信托（REITs），非必需消费品，原材料等板块则表现不佳。我们可以参考这些数据来布局本次加息周期的股市投资方向。



资料来源: Charles Schwab, Ned Davis Research. 在过去五个加息周期 (从 1994 年 2 月 4 日、1997 年 3 月 25 日、1999 年 6 月 30 日、2004 年 6 月 30 日和 2015 年 12 月 16 日)。房地产 (“REITs”) 由 FTSE NAREIT 总回报指数代表，因为房地产直到 2016 年才成为一个单独的全球行业分类标准 (GICS®) 部门。数据截至 2022 年 1 月 3 日。过去的表现并不能保证将来的结果。

升息有利金融行业。

这是最显而易见的，因为银行受益于货币成本与出借资金利率之间的利差，所以长期利率与金融板块的表现之间存在密切关系。

美债收益率上涨	1/27/2021-3/18/2021	12/17/2021-1/7/2022
罗素 1000 金融产业指数	+18.75%	+6.71%
标普地区性银行指数	+28.34%	+13.79%
美国 10 年期国债收益率	1.01%→1.71%	1.40%→1.76%
做多金融股或地区性银行		
每日 3 倍做多罗素 1000 金融产业指数	+66.10%	+20.39%
每日 3 倍做多标普地区性银行指数	+101.70%	+44.45%
每日 3 倍放空罗素 1000 金融产业指数	-43.12%	-19.19%

资料来源: Bloomberg

升息不一定对科技股不利，但可能会造成大幅波动，因此要审慎选股，降低过度集中大型科技股的风险。

科技股估值相对较高，倾鹰派的加息周期恐对成长型科技股产生较大冲击，建议慎选体质良好的科技股，并利用交易工具对冲短线大幅下跌或波动的风险，如等权重指数策略便有望在加息周期中降低过度集中大型科技股的风险。

美债收益率上涨	2/12/2021-3/8/2021	12/31/2021-1/7/2022
标普科技产业指数	-9.27%	-4.61%
道琼斯网络产业指数	-15.11%	-6.61%
美国 10 年期国债收益率	1.20%→1.59%	1.51%→1.76%
短线放空科技股或网路类股		
每日 3 倍放空标普科技产业指数	+29.18%	+14.59%
每日 3 倍放空道琼斯网络产业指数	+56.11%	+21.44%

资料来源: Bloomberg

举例：纳斯达克 100 指数 vs 纳斯达克 100 等权重指数

纳斯达克 100 指数使用传统的市值权重配置，在成分股中所谓“尖牙股”(FAANG)的大型科技股占比近 50%；而纳斯达克 100 等权重指数则将所有成分股等权重(平均分配)配置，这样就能让追踪纳斯达克 100 等权重指数的产品(如指数基金、ETF)有机会增加对除“尖牙股”以外的成分股投资，从而降低过度集中大型科技股的风险，提升中小型公司对投资组合的业绩贡献。

经济周期进入后期阶段将有利于防御性行业，如医疗保健。

进入经济周期的后期阶段，一些传统的防御性行业将得到支持，如医疗保健、通信服务和公用事业等。不过，与此同时，非必需消费品、原材料和工业等周期性行业则会面临压力。

经济周期与投资时钟

Phase	Growth	Inflation	Best Asset Class	Best Equity Sectors
Reflation	Slow	Low	Bonds	Defensive
Recovery	Fast	Low	Stocks	Cyclical
Overheat	Fast	High	Commodity	Cyclical
Stagflation	Slow	High	Cash	Defensive

资料来源: Royal London

加息期间要小心高收益 REITs。

房地产投资信托(REITs)是一种特别的资产：它们既受益于经济增长所带来的租金和房地产价格上涨，但由于本身借贷量大，因此也受到利率上升的负面影响。在加息期间，投资者必须谨慎对待这种投资产品，尤其是高收益 REITs，可以适当考虑运用反向 REITs ETF 进行战术对冲。

金矿股较黄金更适合短线交易。

随着投资人对战争、通胀和全球经济前景的担忧加剧，黄金的避险吸引力再现，金价在今年首季创下近两年来的季度涨幅。在地缘政治危机没有解决之前，即使美联储不断释放鹰派信号，黄金买盘相信仍有支撑。不过，在短线交易上，投资人或交易员亦会选择黄金矿业相关标的为工具，如金矿行业杠反 ETFs 等，因为金矿行业与金价高度相关，但价格波动更大。

	2/22/2021- 3/8/2021	3/30/2021- 4/22/2021	1/28/2022- 3/4/2022
黄金价格	-6.97%	+5.85%	+10.00%
NYSE Arca 金矿产业指数	-7.91%	+13.87%	+26.27%
每日二倍做多 NYSE Arca 金矿产业指数	-16.47%	+28.72%	+60.25%
每日二倍放空 NYSE Arca 金矿产业指数	+17.16%	-24.38%	-41.11%
MVIS 全球小型金矿产业指数	-10.12%	+14.65%	+24.29%
每日二倍做多 MVIS 全球小型金矿产业指数	-21.58%	+30.18%	+53.97%
每日二倍放空 MVIS 全球小型金矿产业指数	+23.98%	-26.56%	-39.42%

资料来源: Bloomberg

投资者可采用更具战术性的交易，灵活应对市场的不确定性和波动性。

在美国的金融史上，一年加息超过 5 次的现象发生过多次，而在不同的时空背景下，市场反应也不尽相同，但有一点是一致的且可预期的，那就是市场的波动性会无可避免地加剧。在此，我们建议投资人掌握以下投资方向和交易策略重点，趋吉避凶。

策略重点：美联储升息路径趋鹰 + 缩短债券存续期 + 选股看趋势

紧缩恐慌期间

- 反向美国国债ETF作为短期战术交易和对冲
- 反向股票ETF以对冲整体市场或特定板块的潜在下跌风险：科技，互联网等高估值行业以及对利率高敏感的资产类别（例如高收益房地产投资信托基金）

资料来源：Direxion

回调的买入机会

- 较高的通胀和利率有利于金融行业
- 在科技类股上轻装上阵 - 选择性很重要
- 防御性行业 vs. 增长 – 医疗保健行业
- 短期通胀对冲-黄金/黄金矿业
- 整体采用多元化的投资组合

撰稿人：

Grace Chiu /邱琳玲, Direxion 亚太区销售与业务发展 董事总经理

chiug@asia.direxioninvestments.com



本文章只供作为参考资料，并不构成招售（或者请求招买）文中提及的证券或者提出参与任何特定交易策略之要约。在某些司法管辖区并不能购买或出售文中所描述的投资。所描述的投资未经香港证券及期货事务监察委员会核准，日后也不会提交其核准。

本文章乃由 Direxion Asia Limited（与其关联公司统称 "DAL"）预备，只供给给专业投资者（按适用规例所定义），而并非提供予不是专业投资者的人士。

本文章并不提供也不声称提供投资建议。预备本文章时，并未考虑到每一收取本档人士的特定财务情况和投资目标。本文提及的证券并非适合所有投资者。投资者不应倚赖本文作出任何投资决定。投资者必须根据本身的财务状况和投资目标，在评估每次发行或每项策略，而且咨询本身的税务、法律和其认为需要咨询的其他顾问的意见之后，才作出本身的投资决定。投资于本文提及的证券之前，必须详细参考相关发行文件。

本文章所载的数据乃基于或者来自 DAL 或 DAL 合理地相信可靠的来源。DAL 未有独立验证或核实本文件中提供的资料。DAL 并不表示该等数据准确、完整，也不表示能够达致任何回报。过往的业绩并不能保证或显示未来的回报或业绩。DAL 明确表示不会就本文件承担任何责任，包括不会就本文件中的任何说明、谬误或遗漏作出任何明示和暗示的声明和保证。文中各种意见和数据均有可能不经通知而随时变动。在预备本文件时，可能有作出某些未有披露的假设。该等假设若发生变动，将可能对本档所载数据产生重大影响。对于本文提及的任何金融消息来源所表示的估计数据、市场平均预估、以及本档中提及的其他资料，DAL 一概不表达任何意见或看法。

Direxion Asia Limited 持有香港证券及期货事务监察委员会发给的证券交易及就证券提供意见之受规管活动牌照（中央编号 BAZ386）。

©2022 Direxion Asia Limited 版权所有