

歐洲游資狂潮才剛開始

國際視野



潘迪藍
GaveKal
Dragonomics
資深經濟師

近幾個星期，我們在歐洲各地旅行。深感震撼的是，歐洲央行新推出的量化寬鬆計劃，引致歐元區核心成員國的國債的孳息率前所未有地出現負數，令大多數投資者覺得投資環境艱難。

這些困難，主要源於投資者急切希望獲得收益，但地方監管機構和風險管理者卻又不願意讓他們承擔較多風險。看來，歐洲的金融機構幾乎沒有準備歐元區的金融危機會結束。它們還好像5年前金融危機剛開始時那樣。

未來幾季，在歐元區危機期間累積、處於休眠狀態的龐大游資，將會一波又一波地流入歐元區和非歐元區市場。歐洲的游資狂潮才剛剛開始。

歐盟核心國國債成「資金避風塘」

多年以來，《巴塞爾協議 III》（Basel III）和《歐盟保險業償付能力監管指引 II》（Solvency II）之間都有巨大的矛盾。其中，後者認為，不論評級或其他考慮，投資在任何歐盟成員國的政府債券，都可以媲美投資於黃金。但另一方面，發債的歐元區國家當中並沒有「最終負責者」。這令到歐元區國家政府出現債務違約不只是理論上有可能，甚至是實際上也有可能。

由於歐洲央行在今個月開始推行購買國債的計劃，至少在未來幾年內，這種矛盾會暫時消失。但金融業

卻發現自己完全措手不及。因為近幾年，風險管理經理、國家監管機構和評級機構已經令到投資者的投資選擇大大縮窄了。

這令到歐盟核心成員國的債券被視為所謂「資金避風塘」，吸引了龐大的游資。現時，這些債券的孳息率已處於負數（特別是短期債券）。但這是不可持續的，尤其是，那些保險公司和退休基金向它們的客戶保證了每年2厘或3厘的最低回報。

歐洲的銀行、保險公司和養老基金究竟如何應對負利率國債這個震盪？它們驚惶失措地尋找孳息率為正數的投資產品，已經引致了一些有趣的活動。

為較高回報 不計較購評級低債券

例如，法國的保險公司據報正在積極競投涉及中小企業貸款的結構性信貸產品，意大利的退休基金則正在要求監管機構授權它們購買更多的美國國債。在未來幾個月，可能還有很多這樣的新聞。

這個遊戲最有趣的其中一幕，可能會出現在荷蘭。因為荷蘭的退休基金和保險公司幾乎持有1.4萬億歐元的債券和股票，其中超過三分之一是歐元區核心成員國政府的債券。

荷蘭退休基金若投資在外圍國家的債券，仍然會被國內的監管機構責難。另一方面，退休基金對於金融產品的信貸評級亦非常敏感，必須投資在AA級或以上的債券。

但是，自從2010年以來，西班牙、意大利及其他經濟較脆弱的國家的信貸評級被調低，意味著歐元區政府的債務之中，現時已經有40%的評級是低於AA級的。

荷蘭及其他國家的退休基金，是否必須等待出名慢幾拍的評級機構，因應歐元區外圍國家的經濟狀況改

善和債券孳息率下跌，而重新提升它們的信貸評級？在這之前，它們會投資在什麼產品？

幾乎可以肯定的是，投資者四處張羅，在歐元區核心成員國的國債之外，尋找孳息率為正數的投資產品，這現象才剛剛開始，還會繼續蔓延。因為以歐洲目前的經濟和貨幣環境來說，西班牙甚或葡萄牙的國債的孳息率，是沒有什麼理由要大幅高於歐元區核心成員國國債的。

四處張羅尋找孳息率為正數的投資產品這個現象，很可能會進一步蔓延到企業債券。後者的息差現時仍然比2007年更大。但投資者亦可能會轉投美國、英國、瑞典、東歐國家和土耳其的國債。此外，派息高的股票亦正在吸引新類型的投資者。後者純粹是看股息高低來買股票。

推動信貸增長 貨幣流通速度回升

歐元區這個游資熱潮才剛剛開始。隨著歐洲央行持續推行購買國債的計劃直至明年9月，以及歐元區的金融機構逐一「開閘」，游資將會一波又一波地流入環球市場。

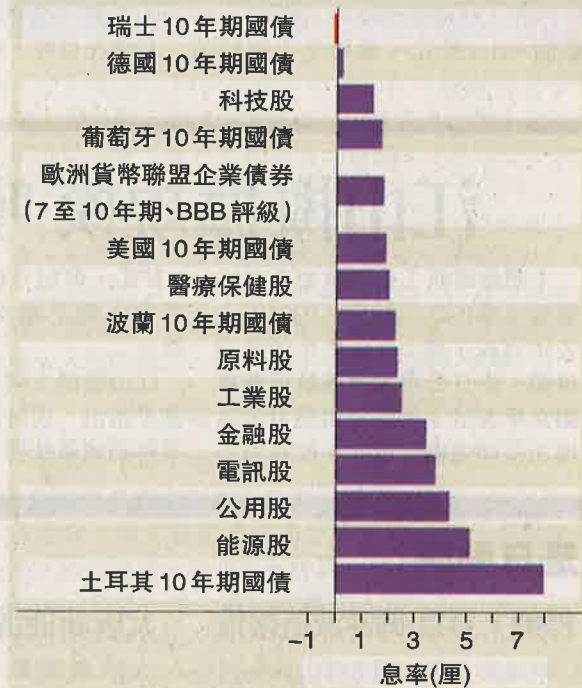
在這種情況下，過分斟酌於屬於那類型投資，例如「周期性股票與防守型股票」，或者「增長股與價值股」，將是不明智的。因為當游資流入時，孳息率高低將會變成主導。

但是，若以此而作出結論，認定歐洲目前的牛市只是由游資撐起，是錯誤的。首先，最近有跡象顯示，部分游資現在正推動信貸增長。

其次，歐元區內部的貨幣流通速度連跌6年之後（這也是造成歐元區內投資疲弱的原因），預料將會因為投資者重整投資組合，而出現回升。

最後，歐洲的經濟周期現在看來是處於穩步向上的

債券孳息率與股息率比較



註：股息率來自「MSCI 歐洲貨幣聯盟」
(MSCI EMU) 指數的成分股

資料來源：彭博資訊、GaveKal Dragonomics

趨勢。上星期，就有一份報告顯示，歐元區去年第四季的就業數字按年上升了0.9%，乃2008年以來的最高水平。