

高息債恐慌未構成危機



國際視野 潘迪藍
Gavekal Diagnostics
資深經濟師

隨着石油價格暴跌及美國自2006年6月以來首次加息，一些投資者正在逃離高息債券。事實上，當兩隻高息債券基金在個多星期前暫停贖回，市場就預告了，超買的美國企業債券市場平倉時，可以是如此的混亂無序。

有些人憂慮，這些恐慌會演變成一場「地震」，令所有公司的再融資成本都上升。若這種恐慌蔓延，可以令美國的經濟和股市變得低迷。但我們認為，這種風險可能被誇大了。

債市風險可能被誇大

首先，大家應該承認，美國的信貸市場並沒有崩潰。無可否認，由今年4月份開始，孳息率和利差都普遍上升，但除了高收益商品板塊之外，以經濟周期的角度來說，這些變動至今都屬於正常。

雖然自5月份以來，低於投資級別的能源債券的孳息率已經上升了700個點子（100點子等於1厘），那時正是債券市場真正開始出現變化，但高收益債券指數內的其他債券的孳息率卻只是上升了200個點子，其升幅顯著較低。美國各種企業的整體借貸成本更只是上升了75點子至100點子。即是說，市場對於不同產品的風險，仍然區分得很清楚，並未有出現一般性的恐慌。

海嘯後銀行改革 限制危機蔓延

另一項有力的證據是，與過去的恐慌相比，危機蔓延的風險要低得多。銀行業在2008年至2009年的危機之後進行的改革意味着，它們本身已經較少參與做市活動。（自2008年以來，由銀行持有的企業債券的份額已經減少了一半。這意味着它們能夠發揮的槓桿作用已經較小。）

隨着銀行的資產負債表的風險減少，債券市場的震動是不太可能引發它們出現避險反應，以及由此而令美國貨幣供應出現收縮。這並不意味風險蔓延的機會等於零。債券基金的贖回潮可能會令買賣出現差價，而產生新的風險。

贖回期錯配 基金或被迫拋售資產

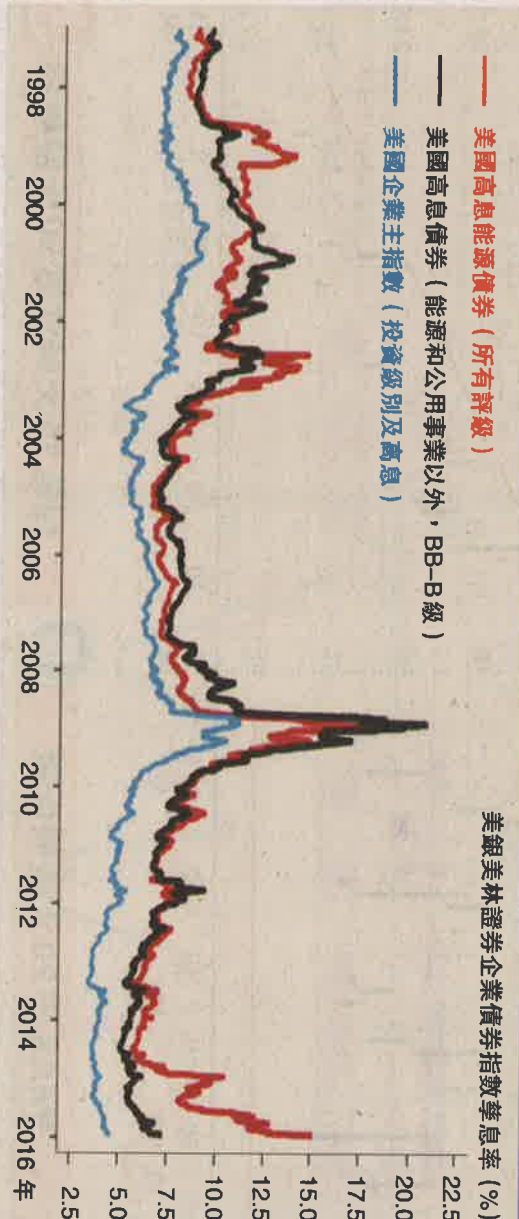
開放型互惠基金雖然沒有銀行的槓桿化問題，但它們有一個相似的問題，那就是先天性的贖回期錯配問題——這些基金通常承諾了每日都可以變現，但卻又擁有一些流動性較差的長期資產。

若投資者紛紛贖回這些基金，可能會令它們被迫拋



隨着美國自2006年以來首次加息，一些投資者正逃離高息債券，有人憂慮這些恐慌會演變成一場「地震」，令美國經濟和股市變得低迷。然而，筆者認為這種風險可能被誇大了，因為美國的信貸市場並沒有崩潰，而且銀行改革後，危機蔓延的風險亦比2008年海嘯低得多。圖為美國紐約證券交易所。（資料圖片）

美國企業債券孳息率變化



售資產。尤其是，它們持有的流動資產（如現金、美國國庫券等），只佔其總資產的5%。由於投資銀行的做市角色大打折扣，買家可能會很難以有秩序的方式找到買家。

借貸成本升200點子 始引發衰退

在這種情形下，基金管理人將會以他們做得到的方式減磅，而不是他們「應該」採用的方式。於是，信貸利差和利率可能會不加區分地上升。這是真實的風險，確實值得監測。事實上，如果美國在2016年面臨經濟衰退，這將會是最有可能的傳播方式。

然而，我們認為，它仍然是一個發生機會較低的風險。我們估計，企業的借貸成本將需要從現在的水平上升大約200個點子（即是由5月份至今的升幅的兩倍），才會引發經濟衰退。這將會令目前的回報率

資金成本之間的利差消失。

槓桿已減 債息不可能大升

但由於槓桿化問題現時已經減輕，以及企業長期債券的孳息率至今都高於貨幣市場基金，我們認為，要企業長債的孳息率出現這麼大的變化，是不太可能的。

誠然，若債券的孳息率在未來幾星期或幾個月再上升100個點子（不論是因為美國國債的孳息率上升，還是因為信貸利差擴闊），我們也不會感到驚訝。但是，我們預期，這將會先吸引美國國內和其他國家的買家人市，而不是先引發經濟衰退。

但話說回來，儘管美國因為聯儲局近9年半以來首次加息就出現經濟衰退的機會很低，但美國仍然可能會在2017年或之後出現經濟衰退。