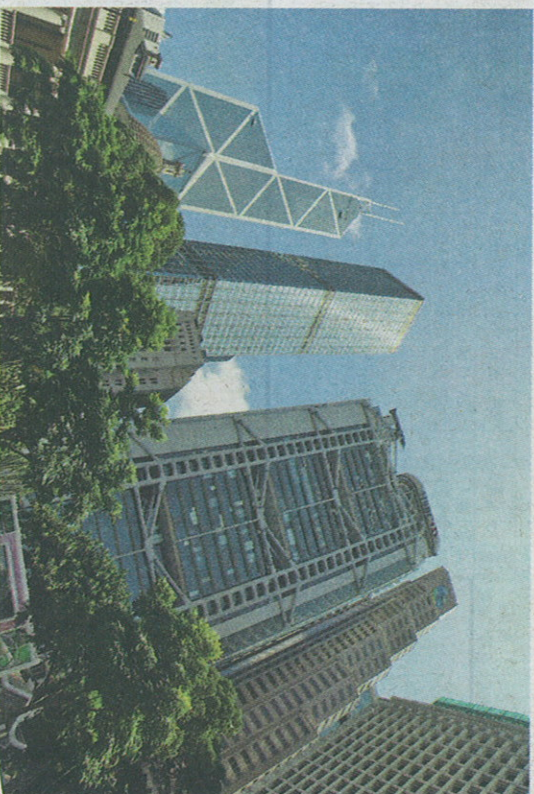
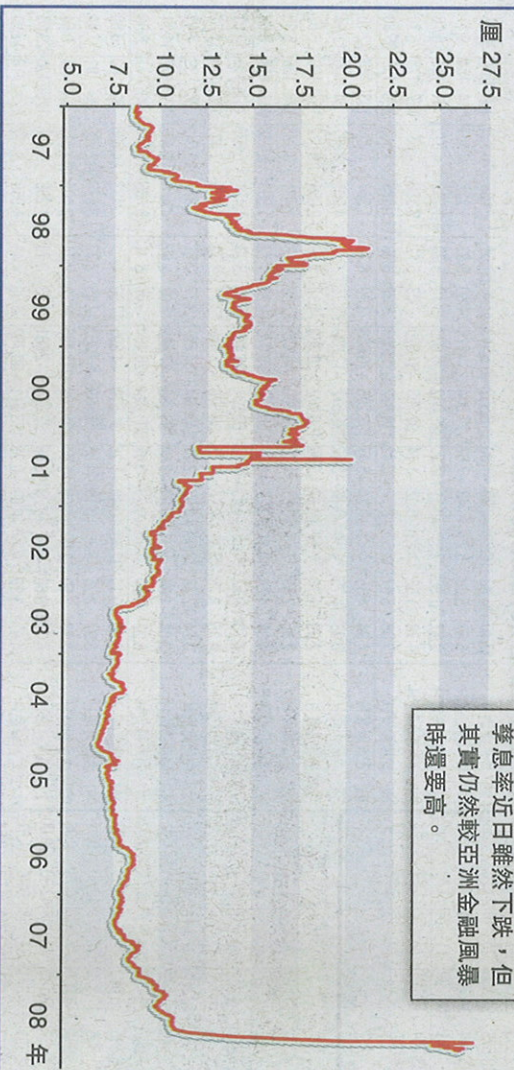


企業頻回購

亞債市快復元

美林亞洲企業美元高息債券孳息



雖然銀行收緊貸款，但很明顯，不少亞企發現融資時，未有遇到很大的問題。否則，不論其債券多麼便宜，它們也不會提早回購。（資料圖片）

國際視野

Pierre Gave
GaveKai 亞洲區研究部主管

過去1個月，任何到過澳門的人都可以親眼看到信貸緊縮的影響——大批未完工的建築地盤變得恐怖死寂。但不是所有人在澳門變得身無分文——博彩公司銀河娛樂（0027）上周五就提出回購3.5億美元的債券，如果債券持有人接受回購，銀河娛樂將以低於票面值的一半買回大部分債券！

銀河娛樂並不是唯一一家這樣做的公司。中國重型設備生產商中國龍工控股（3339）亦提出回購2.7億美元的可換股債券，至今投資者已交回大約價值4100萬美元的可換股債券，回購給龍工的價錢是低至六五折。

中國高速傳動（0658）正提出回購19億人民幣（約2.75億美元）的可換股債券——至今，該公司已回購及取消了大約價值6200萬美元的可換股債券，但回購價只是票面值的32%至42%。

上星期，以新加坡為基地的商品供應商 Olam International 亦表示，計劃回購1.5億美元的可換股債券，這批債券僅僅發行了6個月。較早前已經回購債券的亞洲

企業，還包括和黃（0013）及太平洋航運（2343）等。這類回購活動愈多，亞洲的債市就愈快回復正常，這對區內的借貸者來說，是好消息。事實上，當企業貸款的利率仍然高企時，我們已經看到以美元為主的債券孳息率在近日下跌。但是，孳息率相對基本因素來說，仍然是偏高。

亞企不可能成群破產

事實上，大部分亞洲企業債券的孳息已經比亞洲金融風暴時還要高（圖）。然而，有別於1997年至1998年的是，現時的亞洲發債者的財務是大致健康的，並沒有令人憂慮的結構性問題。雖然某些公司的處境可能相對較為艱難（如內地的地產發展商），但亞洲企業絕不會成群結隊地破產。

同樣的情形，亦出現在亞洲的國家主權債項上。以印尼為例，外國持有的印尼政府債券，已經由8月時的117億美元，大降至最近的71億美元。對印尼來說，美元上升短期當然是負面消息，但印尼盾近期的匯價仍然保持相當穩定，介乎1美元兌12100至12400。

更重要的是，印尼的整體情況並不是好像美國人拋售其國債那麼令人恐懼。估計印尼今年的經常帳盈餘相當於其GDP的1.9%；其預算赤字則相當於其GDP的1.8%，與西方國家今年的預算赤字相比，後者其實不算什麼。最近，我們更看到印尼的主權評級和貨幣開始回升，相信這個趨勢可能還會持續。

亞債問題出於買方市場

印尼並非唯一出現好現象的國家。當投資者估計印度儲備銀行（RBI）會向市場注入更多資金時，印度政府債券的價格亦正在回升。

我相信，在一個嚴重欠缺資金流通的危機中，亞洲債市

發生的東西，是相當典型的。古語有云，在一個惡性循環的信貸緊縮危機中，唯一上升的就是相關系數。

想像一下，有兩種資產在這次廣泛的拋售潮中被波及。第1種是基本因素有問題的資產，其跌價是合理的。第2種資產被出售，則是因為擁有者有資金周轉問題，而被迫將之出售。但現時這兩種資產看來沒有什麼分別，因為所有東西的價值都在下跌，不論該資產的真正資產如何。

說回亞洲的債券，我堅信，那地售潮突顯的問題不在發債者身上，而是在債券的持有者身上。那是因為債券的持有者資金周轉不靈，需要「減磅」。但由於市場早已欠缺流通性，於是乎更加消化不下這些拋售的債券。

換言之，發行債券的亞洲企業其實沒有問題，問題多數出在購買債券者身上。當市場一旦穩定下來，投資者就會改觀。多家亞洲企業近來忙於回購債券，正好作為一道催化劑，令區內的債市更快回復正常。

但是，那些企業為什麼要動用寶貴的流動現金，急於回購其債券呢？畢竟，我們還是在一個信貸緊縮的浪潮中。回購債券的活動可能正反映，相關的亞洲企業比它們的外國同行更加有信心。

回購正因融資不艱難

區內的銀行不會破產，事實上，它們仍然有盈利，也不需要政府的緊急財政援助，也沒有互相爭奪存款來提高資本儲備金。不錯，亞洲的銀行對貸款正採取愈來愈小心的態度，例如匯豐就剛剛提高了它在香港的按揭利率。但很明顯，愈來愈多亞洲公司發現，當它們需要融資時，將不會有什麼問題。否則，不論其債券多麼便宜，它們也不會提早回購。

這等於對亞洲的信貸系統投了信任一票，是一個極為健康的信號。投資者只需簡單跟隨亞洲企業的舉動。亞洲債券就是值得投資的地方。