

金融機構遭逼倉 引發拋售潮



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵：louis@gavekal.com

自從今年初開始，市場就出現一股我沒有預料到的「斬倉」潮（forced selling）。而且，這個「斬倉」潮是來自多類的金融機構，並不只限於面對大額贖回的互惠基金經理。

保險公司被迫沽貨 免增儲備

事後回望，很明顯，現時的危機跟保險公司有密切關係。這是因為：（1）保險公司要以市價計價（Mark to Market）計算投資組合（包括股票和債券）的價值；（2）當組合的價值下跌時，須交出更多的儲備。兩者有互相矛盾之處，因為儲備也要按市價計值，很多機構就因所持的企業債券價格下跌而把債券賣掉，免得要增儲備。這些制度其實很愚蠢，保險公司從來就打算持有債券至到期，那何須要每天按市價計值呢？

更加雪上加霜的是，第二輪的「斬倉潮」最近已打擊到信貸市場。引發這輪「斬倉潮」的，是和很多投資銀行現時的艱難處境有關。

近年，由於它們的傳統業務（貸款給企業）表現欠佳，有部分業者找到一種有利可圖的新業務，就是當對沖基金行業的「主要經紀行」。

。簡而言之，就是提供巨額信貸給對沖基金。

投行缺儲備 逼對沖基金斬倉

當業務好景時，信貸急速膨脹。以對沖基金來說，槓桿比例高達5倍並不稀奇，有時甚至可以高達10倍。但是，這些貸款需要投資銀行作出極高的儲備比率。因此，若提供這類貸款的銀行已達到監管要求的下限（即沒有額外儲備），它將別無選擇，只能收緊向客戶放款的槓桿比率。這時，對沖基金就被迫在不太流通的市場上也要拋售資產，以還款給銀行。

不幸地，這個由收緊信貸引發的拋售潮，引發信貸市場一片混亂。當然，拋售潮也意味着一些有趣的機會出現。例如，上星期，獲稅務豁免的AAA評級的「市政債券」的孳息率，就開始高過相應的美國政府債券，因為稅務上的得益，這些市政債的息率理應低過國庫券債。

但是，信貸市場的混亂，明顯會引發更大的動盪。我認為，環球股市現時正被兩大因素拖低。第一，是上述現象引發的空前信貸短缺。第二，是油價急升。不幸地，兩者現時都無減弱的迹象。

歐洲政府無意聯美救市

過去幾個月，我曾說過，如果到了2月底，市場仍無法找到方法解決現時的危機，各國政府就沒有什麼選擇，只好轉而採取一些非常規的行動。現時已經快到3月中，但各國政府並沒有什麼特別行動，市場明顯正表達其不樂觀。一美股已跌至18個月來的低位，兩年期的美國國庫券的孳息率僅為1.5厘，亞洲股市上周表現是今年來最差者……

很明顯，各國政府並不打算介入。說得難聽一點，有些政府或監管機構甚至希望在股市低迷時，再踩它一腳。上星期，供應全球40%石油的石油輸出國組織（OPEC）就決定不會增



▲日本政府只要發行多些日圓鈔票，就可以阻止日圓升值。這將會鼓勵日圓「利差交易」重新出現，令日本儲蓄者的龐大資本輸出至其他國家。（資料圖片）

►上星期，供應全球40%石油的石油輸出國組織決定不增產，很明顯，OPEC不想重複1997年的錯誤。當時，它在經濟放緩中決定增產，結果18個月之後，油價跌至10美元一桶。（資料圖片）

產。（很明顯，OPEC不想重複1997年的錯誤。當時，它在經濟放緩中決定增產，結果18個月後，油價跌至10美元一桶。）歐洲央行行長特里謝在上周四的記者會中，亦堅守其立場，表明不削減利率。

因此，在應付這空前的信貸短缺時，聯儲局及美國財政部其實是相當孤立的。現時，大部分歐美投資者和消費者都同時在股票、樓宇和企業債券的投資輸錢。這可能會成為一個大幅提高儲蓄率的轉捩點，令經濟體系內資金流轉速度更慢。大家應該記得，在1997和1998年間，幾乎投資在每一種資產上都令人蝕錢，之



後大家就將那些老本放在牀底。

假如西方國家政府不出手介入，而油價又不下跌的話，就要從其他方面找辦法。我現時就想到兩個辦法，可以作為催化劑，協助金融市場回穩。

盼靠日本及企業自救

第一個催化劑來自日圓。日圓近來升值不少，這會削弱日本的出口競爭力。但日本政府只要發行多些日圓鈔票，就可以阻止日圓升值。這將會鼓勵日圓「利差交易」重新出現，令日本儲蓄者的龐大資本輸出至其他國家。

第二個催化劑來自企業。有些現金流健康的企業正開始以折讓價方式從市場購回它們的債券。這可以成為一個很好的盈利增長方式。若能以0.8美元購回票面值1美元的債券，那0.2美元便會成為今年的盈利。

第二個催化劑需時較久，因為企業通常需要董事會通過，才能推出大規模的債券回購計劃。但類似改變可能已經開始。例如，保時捷上周就宣布，計劃動用100億歐元回購債券。如果其他公司也像保時捷般，企業貸款業務就會重新活躍起來，而在債市好轉後，股市也會起飛。