

歐債跌近無人地帶

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

自9月初以來，歐洲貨幣聯盟（EMU）的10年期債務加權（debt-weighted）國債孳息率由4.2厘上升至約5.5厘的十年來新高，明顯地與其他「安全」債券市場背道而馳。孳息率大升背後，人們還注意到，意大利國債（BTP）市場近期搖搖不定，市場又重新關注法國的AAA級主權信用評級會否有變，以及自歐債危機兩年前開始以來，在壞消息充斥之下，德國國債的孳息率亦首次不再跌。

事實上，上星期最重要的發展可能是，德國國債的孳息率上升，以及自歐元面世以來，德國債券拍賣獲得最少的認購。在這背景下，過去幾星期，幾乎我每次與客戶開會，人們都以這個問題作為開場白：「我們還要忍受多少痛苦，歐洲央行才會介入，來穩定市場？」

央行入市買債 無助遏息升

像耶穌會的神父，我傾向於用另一個問題來回答這個問題：「你預期歐洲央行會做什麼？」對於這個問題，人們的答案總是：「入市購入意大利和西班牙三分之一的未償還國債！」沿用耶穌會式的口吻，我們會這樣反問：「你的意思是，就像歐洲央行幫助希臘那樣？」不過，儘管歐洲央行入市，希臘國債的孳息率仍然繼續抽升啊！

對於這個問題，人們的答案總是：「希臘和意大利有很大的分別。希臘國債對GDP的比例很大（約1.44倍，高於意大利的1.2倍），又有大規模的逃稅問題，還

有戶位素餐的公務員和公共基建破舊等問題。另一方面，若不計算償還國債利息，意大利的財政預算仍然有『基本盈餘』。」對此，我們的答案通常是：「現在看來，意大利好像正步入經濟衰退，2012年的『基本盈餘』到底還有多大？」

違約風險上升 導致惡性循環

這又回到歐洲的孳息率上升的窘境，我找到了幾個可能的解釋：

1. 現在很明顯，幾乎所有歐洲貨幣聯盟（EMU）的成員國都正再度步入經濟衰退。對於債務負擔和預算赤字已經相當高，並且無法自行發行貨幣的國家來說，這問題相當大。當決策者避免了貨幣貶值的風險時，他們卻增加了債務違約的風險。這正是現時的債券價格反映的現實。

不幸的是，對歐洲來說，這種債務違約風險正在上升，引致債券孳息率進一步上升、經濟增長率進一步下降，以及財政收入下跌，形成惡性循環。這愈來愈是歐洲國家面對的現實。

西班牙10年期國債息率持續抽升



歐債禍患蔓延，西班牙國債息率近日屢見新高。圖為西班牙馬德里交易所內近日顯示該國債息持續攀升，與德國國債息差進一步擴大。（資料圖片）

2. 愈來愈多人擔心，歐洲的決策者快將用盡彈藥。經過十多次歐盟首腦高峰會之後，內訌和互相指摘的情況日趨嚴重。大多數歐洲決策者（至少包括法國總統薩科齊和德國總理默克爾等）都好像已經心力交瘁、身心俱疲，不再熱衷於與他人『閒逛』。

市場憂慮，歐洲央行可能無法提供投資者習慣從美國聯儲局取得的那種安全網。這不只是因為歐洲有各種條約，或者歐洲央行的職員有很大部分來自德國央行，還有可行性的問題。

央行入市 投資者變次級債權人

事實上，正如上文所強調，歐洲央行最近幾季已相當積極（其資產負債表現時已經比美國聯儲局還要大），但這一切都無補於事。這可能是因為歐洲央行在希臘重組債務談判中堅持，它要比其他債券持有者（債權人）享有優先還款權？

若好像歐洲央行所說，它持有的希臘國債需收回十足的本金，而銀行和保險公司

卻只可以收回五成，那就等於說，歐洲央行將它大舉干預的市場中的其他債券持有者都變成了次級債權人。哪一個投資主權債務的債券經理想變成次級債權人呢？

因此，市場對歐洲央行大舉干預意大利債市的反應，就好像對它大舉干預希臘債市的反應那樣——所有希望保全資本的債券經理，都會迅速拋售該國的債券以套現。

3. 債息走向預示歐元的新方向。最近發生的事件已經表明，統一貨幣證實無法適應歐洲已經衰落了現實，因歐洲經濟存在很多結構問題。也許，歐元回落反映改變的契機快出現？

歐元在過去一周非常糟糕。若投資者預期歐元將會更弱，那麼主權債券的風險回報就必須提高，即使是德國債券，也無法例外。畢竟，若投資者覺得，勢必承受外匯損失，他們就會要求更高的回報。

4. 大多數歐洲債券正進入所謂「無人地帶」。債券市場有時會進入一個只對少數投資者有吸引力的情形，這就是所謂「無

人地帶」。這往往發生在債券的二手價低於其面值的90%時，或者債券價格波動太大時。

此時，大多數債券經理都會傾向於尋找較平靜的海岸（即寧願止蝕套現）。但另一方面，新的潛在債券投資者（為專執平貨的兀鷹投資者）通常都不會在此水平入市，他們會等孳息率升至較高的雙位數字。

美元成最佳對沖工具 料續升勢

現時歐洲國債的平均孳息率已迅速升至接近菲律賓和印尼的常見水平。某些歐洲國家的國債已很接近「無人地帶」，但這剛與歐洲現時疲弱的經濟前景背道而馳，歐洲目前需要的融資成本大降，不幸的是，歐元區存在的大規模政策失敗尚未在融資成本上全面反映出來。

在這混亂的環境，以及隨時會出現巨變下，最安全的對沖工具還是美元。我們完全有理由相信，美元最近回升的趨勢會繼續下去。