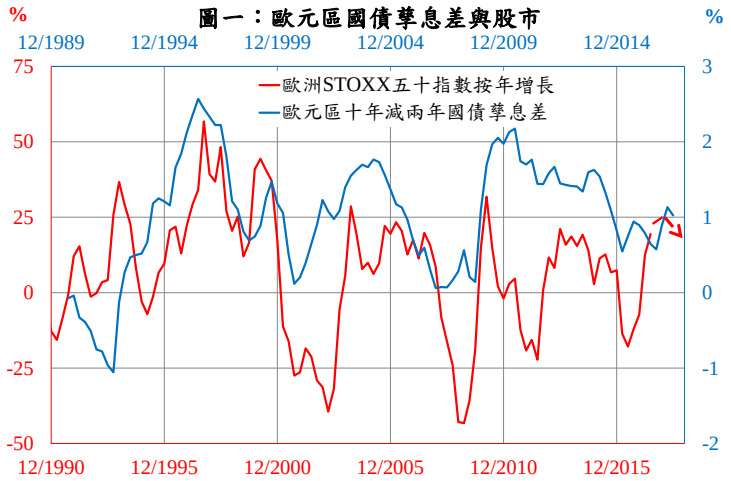
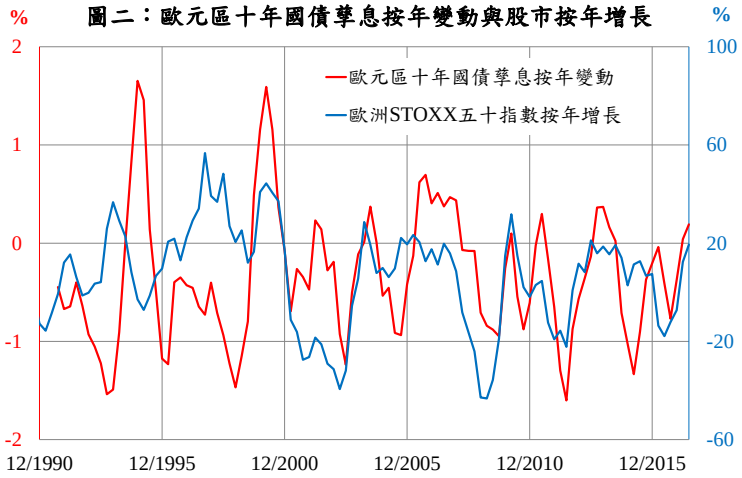
《商報》專欄

歐債應未反映收水預期

一年一度 Jackson Hole 會議今日召開，據過往記錄，央行官員若出席及講話均會藉機向市場透露政策取向。今次會議焦點落在歐洲央行德拉吉上，但近日有傳其在會上將避談收水，或會令市場失望。與其猜測其言論，倒不如先看看歐元區資本市場前景如何。其實全球投資氣氛自本月中美國與北韓關係惡化下已轉為 risk-off，股市調整，不過歐股在眾主要股市中表現最為穩固，後市還有進一步上升空間麼？



先看反映較多經濟信息的長短息差，短息反映貨幣政策，長息反映市場對通脹的預期，而兩者息差正反映市場對整體經濟的預期。因此，圖一可見歐元區十年減兩年國債孳息差走勢與歐洲 STOXX 五十按年增長走勢一致，息差走勢更領先股市按年增長一年，這是由於央行先制定利率，然後持續購入國債，這會進一步影響國債孳息變動，繼而影響企業借貸成本的變動。如紅色虛線顯示，預計歐洲股市短線還有進一步上升空間，但升勢在未來半年見頂，然後回落。

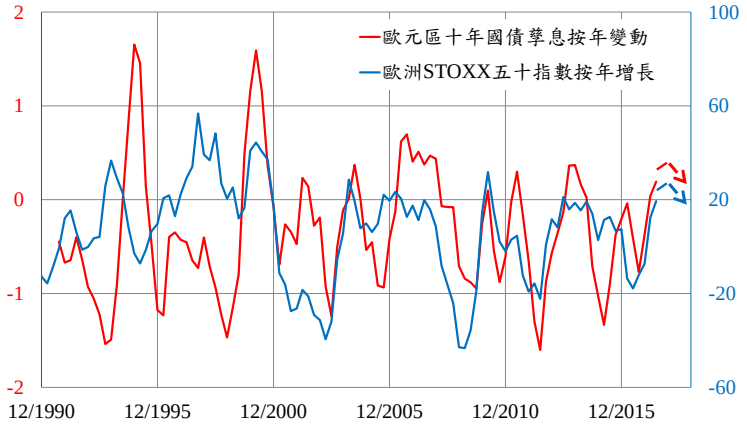


注意：本報告已力求所提供的資料為可靠及中肯，惟對內容之完整、準確及有效性不作任何保證。本報告亦不構成任何投資或買賣建議，讀者應對本報告進行獨立評估及判斷，並建議在進行有關投資或買賣時徵詢專業人士的意見。

由此可見，債市與股市均反映市場目前對歐洲經濟前景的隱憂。當經濟向好時，投資者偏好風險而投向股市；相反，若然經濟前景未明，投資者為了避險而轉向債市，在債價跟債息反比下，債息因而被推低。因此圖二顯示，歐洲 STOXX 五十指數按年增長與歐元區十年國債孳息按年變動整體同升同跌，兩者有明顯正比關係。

綜合兩圖，從圖一推斷股市還有小幅增長空間然後將見放緩，而圖二顯示股市與十年孳息按年變動同步，因此估計未來一年債息走勢將見先升後回。那麼增長幅度有多大呢？按上述兩組關係，能先標出歐洲 STOXX 五十指數短期按年增長約見兩成左右然後回落，因而推斷歐元區十年國債孳息在未來一年按年升幅約在 0.1%以內甚至回落，如圖三虛線所標示。

圖三：歐元區十年國債孳息按年變動與股市按年增長



值得留意的是，歐洲央行有意在秋季逐步退出買債計劃，債息理應上揚，然而以上得出長期國債孳息將見先升後回，意味著兩種可能性——一是市場還沒完全反映對該行收水的預期，二是預計逐步退出買債計劃的規模較小，對歐元區整體債市衝擊不大，不過筆者認為前者可能性更大。

其實近四年歐債孳息比同年期美債孳息更低，美國停了買債計劃，但歐元區繼續，質素高的歐洲國債接近買光，投資者更無懼高位入市，因為最終歐洲央行接貨。若然該行停止買債計劃，意味著債市每月少了六百億歐元新錢流入，債息理應飆升。另外值得留意的風險是，歐元區成立至今仍未能發展出一套穩定的機制來處理經濟分配不均的問題，因此較弱的國家只能透過不斷買債去刺激經濟。因此，如果歐洲央行停止每月六百億歐元的購債計劃，買債成本提高，相信較弱的歐元區經濟體的國債和企業債券將先受到衝擊。

袁沛儀
環球金融市場部

注意：本報告已力求所提供的資料為可靠及中肯，惟對內容之完整、準確及有效性不作任何保證。本報告亦不構成任何投資或買賣建議，讀者應對本報告進行獨立評估及判斷，並建議在進行有關投資或買賣時徵詢專業人士的意見。