

《商報》專欄

歐洲加碼放水 環球債轉向在即

踏入12月，環球市場上有兩件大事，一是聯儲局或將由以往寬鬆貨幣週期進入緊縮政策階段，二是歐洲央行的加碼量寬。耶倫加息似乎無懸念，但歐洲央行的QE規模仍有得傾。歐洲央行今次要QE，筆者認為與巴黎恐襲有一定關係。德拉吉可能以不怕一萬、最怕萬一的心態來決定整個QE規模。但話說回來，歐洲經濟本已在復蘇路上，QE多少不一定有明顯效果，但對區內資產價格而言，起碼短期內肯定是天大好消息。

依往時歐洲央行放水皆對股市有刺激作用，但對比股市，筆者更在意債市。環球債市上，筆者已多次明言亞洲股匯均已在近年高位轉向，但債市依然強勢。萬一來年聯儲局繼續加息的話，又或者歐洲央行不放而反要收水，爆煲的可能不是股市，而是債市。

近年歐洲經濟復蘇，加上歐洲央行亦大力放水，令歐洲企業債異常火熱。但要小心了，今年歐債表現開始有點收斂。以資金流計算，圖一明顯見到由去年初至年底都保持每月近25至35億歐元的資金流入歐洲高息債。但今年呢？只得4月有約37億元的資金流入，其餘時間都只在較低水平，更不要講6、7月齊普拉斯之亂的時候。

圖一：歐洲高息資金流及總回報



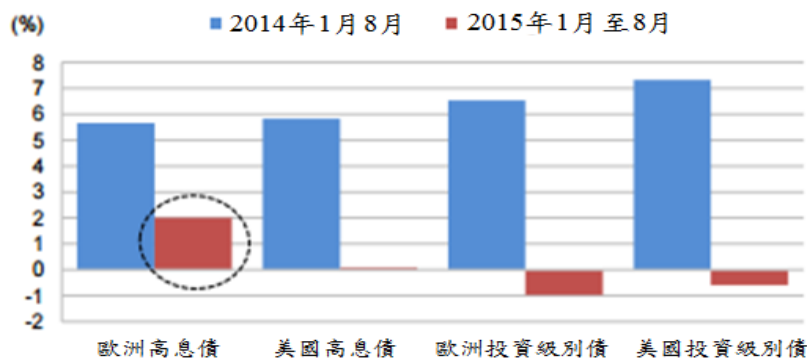
圖片來源：惠譽

大家可能會爭拗，若歐洲經濟持續穩定向上，加上央行放水，資金應會再次回流歐洲。沒錯，筆者十分同意，若果今次歐洲央行大幅放水，資金確會見水開眼，加上筆者一直強調歐洲經濟復蘇速度不俗下，世上暫難找到經濟有增長之餘而央行又落力放水的地方，資金不去歐洲還可去什麼地方？

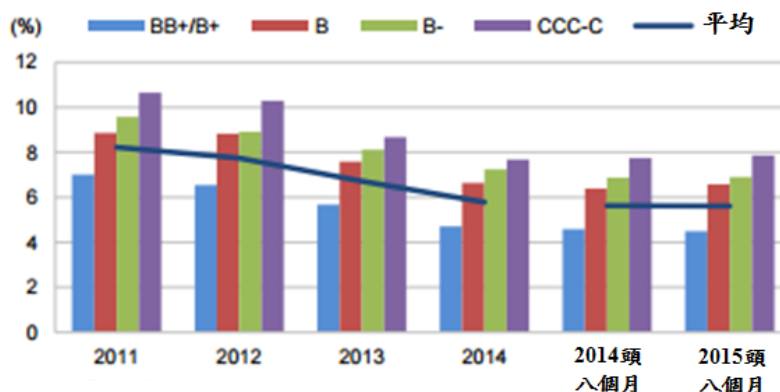
不過最令筆者擔心的是，圖二見到，截至今年8月底，歐洲高息債的總回報只約2厘，遠低於去年同期近6厘。沒錯，今年年中炒希臘差點退歐下，歐債表現不佳不足為奇。但大家有否留意，以歐洲高息債債息平均約6至8厘計算，基本上今年價格已跌，

現時仍有約2厘的總回報只因為息夠高才有錢賺。更何況，資金流走的情況不是今年才發生，去年歐洲高息債的總回報約6至7厘，但在高息債的票面息都有約6至8厘下，可見一眾資金早在去年已經不再留戀高息債資產。

圖二：歐洲與美國債總回報比較



圖三：歐洲企業債票息情況



圖片來源：惠譽

其實資金逃離環球債市已經明顯不過，歐洲因齊普之亂或令情況有點複雜，但圖三見到今年美國投資級別債及高息債表現甚差，當中今年美國高息債總回報更由正變負，情況比歐洲更差。美國加息加上歐洲經濟持續復蘇，債市大調整或許已經開始。

近年市場有兩大主題，一是買債，二是買歐洲資產。前者上，往年一眾大國大力QE下資金仍然留戀債市。加上企業積極地趁低息發債，債市十分興旺。至於後者，上文已言，於一眾大國中，經濟既有不錯表現而央行又落力放水，歐洲只此一家。不過，筆者想提醒大家歐洲債可能面臨轉角市，皆因美國逐步收水與歐洲經濟的良好復蘇步伐或對歐洲央行於來年的放水態度可能出現轉變。更重要的是，資金轉向已有跡可尋。今次歐洲央行可義無反顧地大力放水，但來年呢？不一定了。大家近年買落不少的歐洲債以至美債及亞洲債等，2016年要多加注意。

劉振業
環球金融市場部