

## 《商報》專欄

### 2016 環球債市危機論

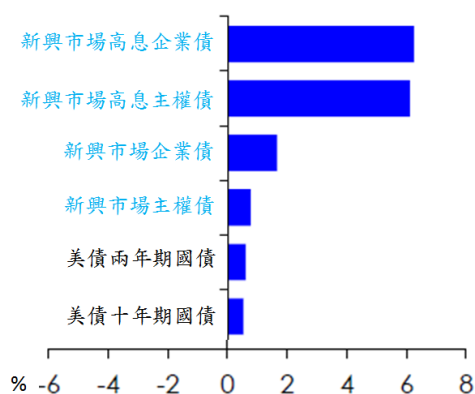
又到年尾，是時候來個小總結，但筆者不想逐隻講。第一，股市疲弱人人皆知。至於匯市，美國加息而其他地方放水，明年美元可續升。樓市？你話呢？故此，一眾資產中，筆者最想寫的是：債市。

債市特別之處，就是一向不為人留意。但全球債市規模是股市一倍多，一旦債市有風吹草動，對環球經濟的影響比起股市急挫可能更大。債市不為人所留意，只是因為香港債市發展一直落後於環球主要經濟體，但並不代表它不重要。

在近年環球低息與資金泛濫下，不少股民都在債市搵食。他們買的是債券基金，除了賺價外還賺息，一年有十多厘回報已是等閒。除非大家買中美股或歐洲股票，否則每年穩袋十多個百分比的回報絕不是易事。然則，原來今年已經出現轉變，起碼債券已不再是穩賺的投資。

根據 The Institute of International Finance (IIF) 於 11 月底的報告顯示，以成熟及新興經濟體劃分下，兩區的主權及高息債表現不堪入目。先看圖一，在眾多類別債券中（見圖二），新興市場的企業及主權債表現算是較特出。截至今年 11 月底，以排頭兩位的新興市場高息企業及主權債為例，兩者分別有多於半成的總回報（價連息回報），驟眼看算是不俗。而且，若年初投資在美國國債上，雖然回報不吸引，但起碼不用蝕錢。

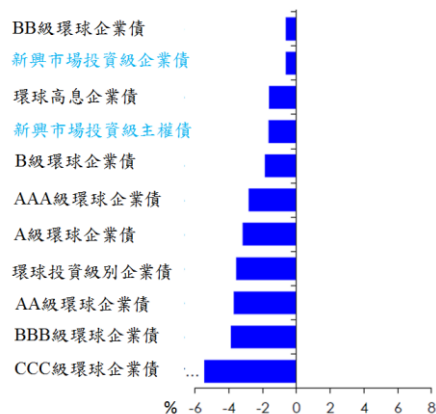
圖一：2015 年環球債券表現（一）



然而，事實並非如此簡單。高息債一般有約六厘至八厘年利息收入，大牛市間加上價格回報，十多個百分比回報實屬等閒。問題就在這裡，扣除利息收入後，表現最好的新興市場企業及主權高息債都只打平手。若息率較低的投資級別債，圖二見到，總回報已跌至負數，如今年新興市場投資級主權債已經錄得 2% 的虧損。由此可見，以往大家

都期望新興市場能給予較高回報，主因經濟潛力勝過歐美等地。但圖一及圖二見到，無錯，回報是有的，但價就跌了。若來年新興市場情況再差一點，價再跌多點，完了。

圖二：2015年環球債券表現（二）

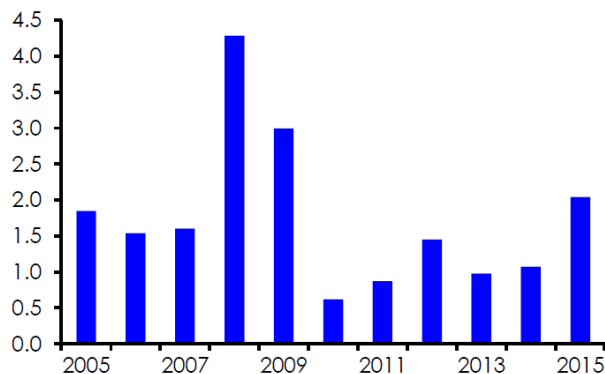


新興市場問題固然麻煩，但筆者較驚訝是環球債的表現，當中優質債表現更慘不忍睹。舉個例，圖二見到，今年AAA級環球企業債錄得約3%的虧損，扣除派息收入約2至3厘，債價更跌近7%至8%，比高息債情況更差。以往曾有個說法指債能避險，投資級別債更是避風港。無他，你會認為李超人的巨企會倒閉嗎？一個海嘯翻過來，股市跌兩至三成不在話下。相反，只要持債券到期，價不會蝕之餘，每年有2至3厘利息收入。故此，投資級別債向來是坊間所說的避風港。

不過不是每個港人都會持債到期。依過往幾年觀察所見，一個海嘯，債價跌一至兩成不等，到時港人會不會沽貨走人？會。大家常言發達國家經濟好，企業盈利不俗，違約風險低。但圖三見到，以美國高息債為例，IIF的報告指出截至11月底，美國垃圾級別企業的降級對升級比例已經上升至近海嘯後水平，反映垃圾級別企業的盈利情況正逐步轉差。

連美國都出現這現象，而新興市場會比美國好嗎？說笑吧。2016年還是小心為上。

圖三：美國垃圾級別企業的降級與升級比例



圖片來源：The Institute of International Finance

劉振業 環球金融市場部