

## 《信報》專欄〈文人經略〉

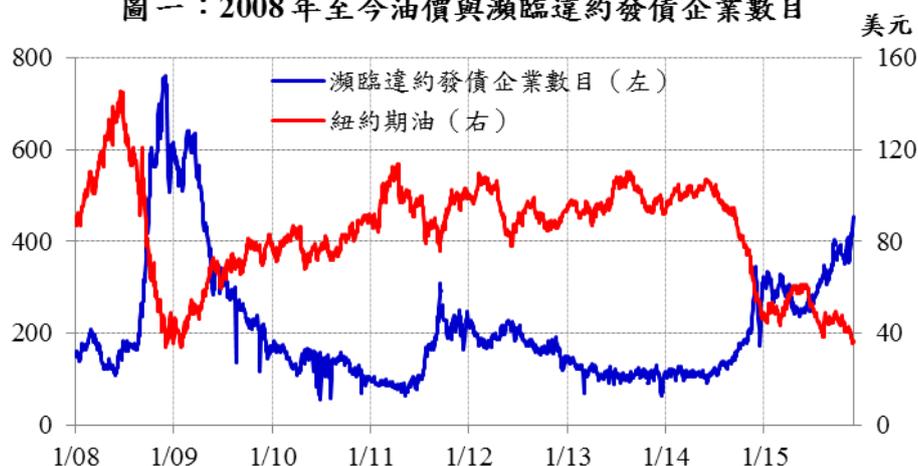
### 神油一掙腰力強 明年市況手尾長

上週提到，淡友有賭未為輸，fight back 可期。結果，布蘭特和紐約神油一掙落去，垃圾債雄風再現，「腰」力盡顯（詳見11月26日本欄〈高息企債好腰力 慎防市場遭橫逆〉），引發新興股市淡友大逆襲，短短一週將季內升幅全數報銷兼跌凸，好友連續三季坐艇；成熟股市稍好，但季內升幅亦唔見一半，10月5日後才跟風入市者亦相繼坐艇。投資者心清數熟，觀債問股固然功課做足；筆者不學無術，撚手小菜當非揩油莫屬。

揩得油多，深感40美元的紐約期油價恍如今年港股的神奇數字。8月20日本欄首次品題後，油價跌穿40美元當日即見恒指跌穿22,000點關；上週初油價再穿40美元，恒指亦於兩日後跟隨跌穿22,000點關，實在巧合得很。

更巧合者，乃油價對垃圾債市的影響。由2008年金融海嘯至今，紐約期油走勢與瀕臨違約債券（Distressed Bonds）發行人數目呈現高度負相關（圖一，兩者相關係數為-0.73），意味油價愈高，瀕臨違約的發債企業愈少，反之亦然。

圖一：2008年至今油價與瀕臨違約發債企業數目

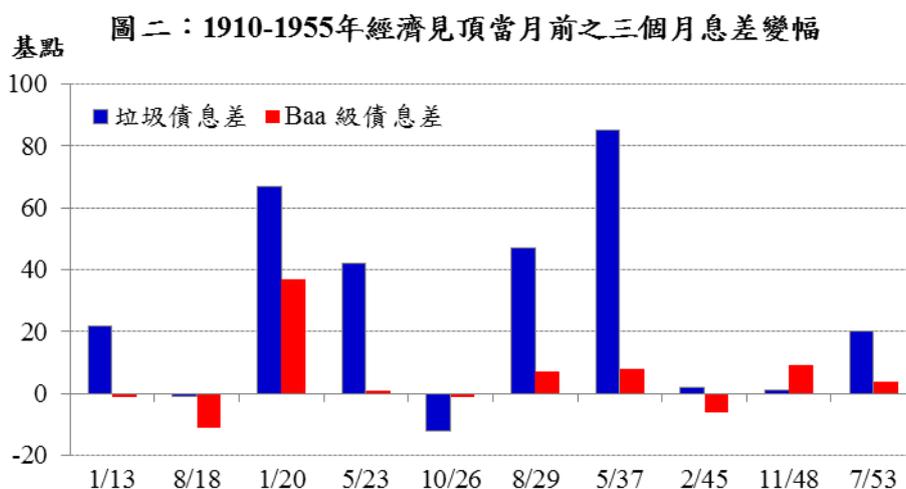


值得注意的是，細看金融海嘯一役，原來早於雷曼兄弟爆煲前一季，瀕臨違約的發債企業數目已見底回升，而油價亦於相若時間見頂回落；爆煲後全球央行放水救市、市場驚魂未定之際，兩者卻同時於2008年12月中悄然轉向，預示市況最壞時刻已過。換言之，油價大跌、瀕臨違約發債企業數目抽升，可能預視未來金融市場有壞事發生，反之亦然。

再看圖一，今回瀕臨違約發債企業數目見底急升始自去年6月中，時間上與油價見頂急跌非常吻合；今年第二季的迴光返照，第三、四季的再度轉壞，情況亦然。目前兩者已雙雙重返金融海嘯時的水平，而且走勢未見止住，接著會發生什麼事？筆者膽小，不敢想像。

不敢想像，倒敢抄襲。最近一年，幾位華爾街巨擘包括達里奧（Ray Dalio）和岡拉克（Jeffrey Gundlach）均不約而同發出警告，指聯儲局倘於當前情況下加息，恐怕會重蹈1937年代收緊政策的覆轍。事有湊巧，今年9月，四位美、韓經濟史學者正好對1910年至1955年間的美國垃圾債市場作出分析，透過一條自行構建的垃圾債指數，發現垃圾債債息的確有預測經濟向下的能力（註一）。

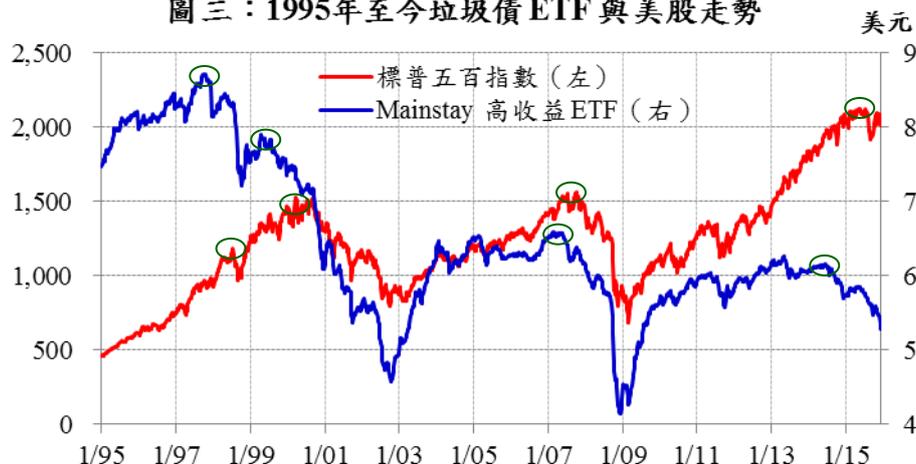
研究顯示，在經濟週期見頂當月前之三個月內，垃圾債對AAA級債息的息差在八成情況下會顯著抽升，而Baa級債息差的抽升則相對溫和（圖二），反映前者對經濟行將轉壞的啟示作用較高。最突出的情況正是大眾矚目的1937年，當時垃圾債息差在2月至4月期間急升逾80個基點，預示聯儲局稍後將犯上政策錯誤。



有趣的是，在1930年10月首輪銀行危機爆發前，垃圾債息差已開始抽升，意味並非手持垃圾債的銀行作恐懼性拋售，反而可能是其他機構投資者早著先鞭、先沽為快。事實上，有歷史文獻證明（註二），在金融危機爆發初期，銀行往往會先行拋售優質較高的債券（可能基於市場流動性的因素），直至較後時間，才會轉向買入國債以避險。

垃圾債走勢除了能為經濟示警外，對股市亦有展望作用。圖二所見，過去二十年來，垃圾債交易所買賣基金的多次大跌的時間均領先大市半年至一年不等。1997年10月的一次表面看來領先大市近三年，但實際上預示了1998年7月LTCM出事導致股市大跌，只不過由於當時聯儲局積極介入救市，連減三次息，因而觸發垃圾債指數死貓彈，亦吹起科網泡沫，令股市磨多兩年爛蔗。

圖三：1995年至今垃圾債ETF與美股走勢



由此推論，一旦垃圾債市場發出「大限」將至訊號，要扭轉形勢，唯有聯儲局主動放水救市。近月市場持續有聲音認為聯儲局明年可能要重回減息甚至推出QE4，與此思路相若。

2000年3月標普五百指數見頂，以垃圾債指數於1999年4月死貓彈告終計，後者亦正好領先大市一年。今輪垃圾債指數於去年6月開始下跌，標普五百指數則於今年7月見頂，相距剛好約一年，何其巧合？

筆者下週起放年假，明年1月初再同市場「死過」。

註一：Peter F. Basile, Sung Won Kang, John Landon-Lane, and Hugh Rockoff, 'Towards a History of the Junk Bond Market, 1910-1955,' NBER Working Paper No. 21559, September 2015.

註二：Garlock, Fred L, 'Country Banking in Wisconsin during the Depression,' U.S. Department of Agriculture: Technical Bulletin No. 777, July 1941.

何文俊  
環球金融市場部