

《信報》專欄〈文人經略〉

高息企債好腰力 慎防市場遭橫逆

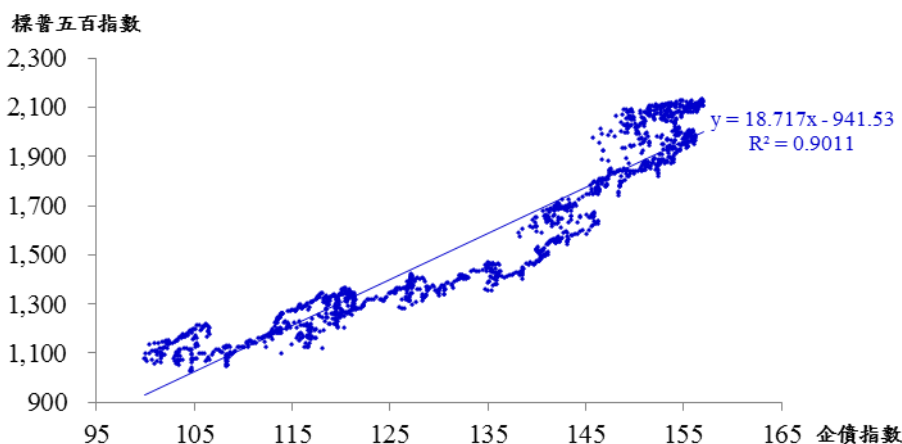
上週提到，油市淡友底氣十足，怕產油國和平共處多過中東局勢張。話口未完，即沙特和土耳其「賊佬試沙煲」，前者出口術揚言與油組及非油組的巴打合作維穩，後者膽粗粗對著俄羅斯打飛機，結果在兩者夾攻下，油價扯高後迅即回軟，反彈顯然有心無力。作為男性分析員，有心無力固然「棹忌」，但即使腰力太好，亦未必是好事。

此話怎講？腰者，yield也，說的是近期市場相當多人關注的 high-yield bond，亦即高收益企業債券的表現。過去年半油價大跌，由彭博編製的高收益能源企業債券指數亦步亦趨，現已跌至2011年第三季8、9月歐債危機時的低位。債券指數大跌，意味債息抽升，是為好「腰」力。

在高收益企業債券指數中，能源行業佔逾成半，加上相關的原材料行業佔逾一成，兩者合共佔比逾四分之一，對整體指數的影響不低。事實上，在油價下跌以及聯儲局的加息預期下，年初至今能源指數跌9.3%，原材料指數跌2.7%，拖累整體指數由最多升4.8%轉為下跌0.6%，明顯跑輸標普五百指數。

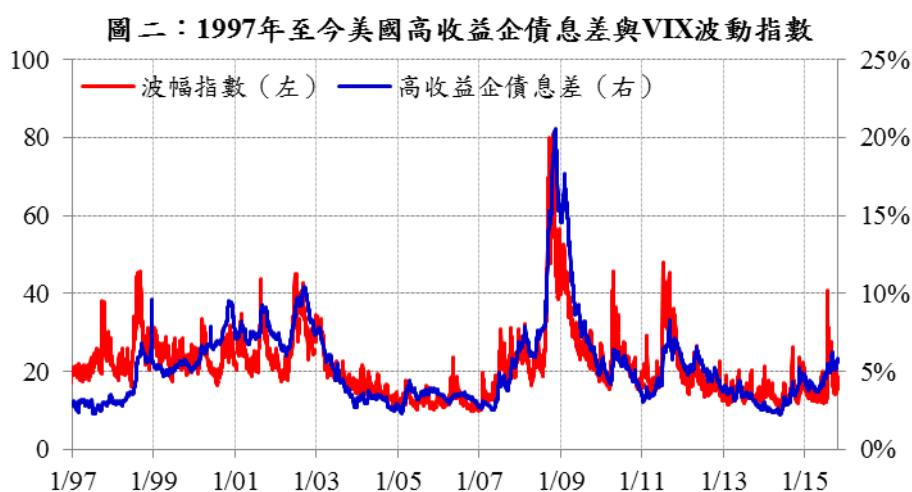
不過，high yield 在企業債中屬高風險高回報，性質與股票接近，因此市場向有鋪 high yield 當股炒的癮；一旦 high yield 表現差，股市可能有下文。圖一所示，自2010年指數面世至今，高收益企業債券指數與標普五百指數的相關性高達九成半，而且前者可解釋後者近九成走勢，意味兩者拍住上落。

圖一：過去五年美國高收益企債指數與標普五百指數迴歸



除了指數本身外，高收益企業債相對美國十年國債的息差走勢，亦被視為未來市況的水晶球。息差擴闊，要不市場對高收益企業債的風險胃納降低（債息抽升），就是對美國十年國債的避險買盤增加（債息下跌），甚至兩者同時發生。不論是前者、後者，或是兩者，均可能意味金融市場不穩，資金先行避險。

事實上，過去十多年來，由彭博編製的高收益企業債息差與 VIX 波幅指數的走勢幾乎極為一致（圖二），相關度超過八成；在 1998 年的 LTCM 危機、2001 年 911 事件、2002 年大跌市、2008 年金融海嘯、2010 年初及 2011 年中兩輪歐債危機，以至今年 8 月的大跌市中，均準確反映股市波幅的升跌。

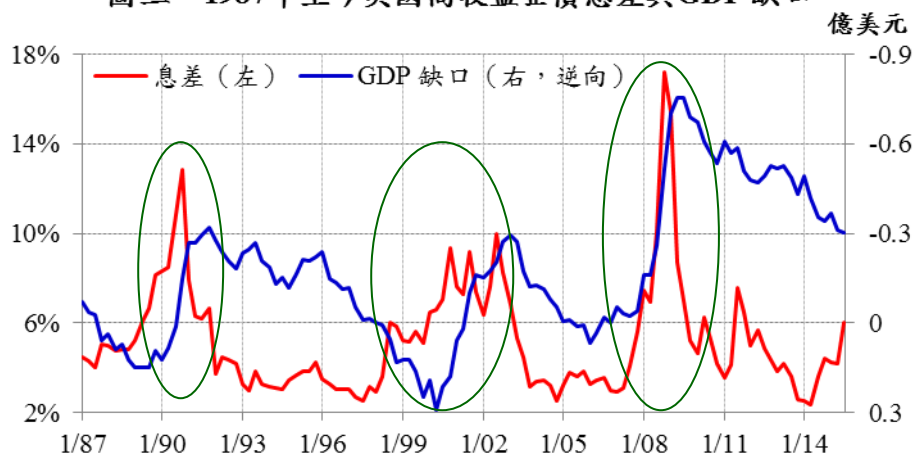


更重要的是，高收益企業債息差在去年 6 月率先見了金融海嘯後的大底，比 VIX 波幅指數提早十天宣告美國量寬下的低波幅時期正式告終；其後息差一浪高於一浪，與市場波幅上升吻合，而且平滑程度及趨勢性比 VIX 波幅指數更高，清晰反映市況。

其實這並不是什麼新發現。早於十五年前，已有紐約大學及紐約聯儲銀行的專家指出，高收益企業債息差所包含的金融市場資訊極廣，其預測能力遠超其他領先市場指標（註）。兩位專家當時分析了 1980 年至 1999 年的投資級別與高收益企業債息差、短期與定期票據息差、經濟增長、M2 貨幣增長，以至聯邦基金利率等數據，發現高收益企業債息差對經濟週期的預測能力最高，而且比其他指標較少受聯儲區貨幣政策所影響。箇中原因，應是高收益企業債息差對企業的違約風險極為敏感，而後者則直接反映整體經濟活動和企業表現的盛衰。

圖三所見，自 1987 年至今，高收益企業債息差走勢的確領先兩季至八季不等，尤以 1989-1991、2000-2002 及 2007-2009 三次經濟向下最為準確（綠圈）。以圖論圖，目前經濟和市況與 2000 年的一趟相似（連恐襲威脅也是，相當巧合）。

圖三：1987年至今美國高收益企債息差與GDP缺口



由是觀之，目前市場不單油市淡友底氣足，連高收益企業債市淡友亦然，果然好「腰」力；假如兩市淡友均「坐啱邊」，touchwood 講句，下個埋位的可能是環球經濟淡友了。

註：Gertler, Mark & Lown, Cara S, 1999. 'The Information in the High-Yield Bond Spread for the Business Cycle: Evidence and Some Implications,' Oxford Review of Economic Policy, Oxford University Press, vol. 15(3), pages 132-50, Autumn

何文俊
環球金融市場部