

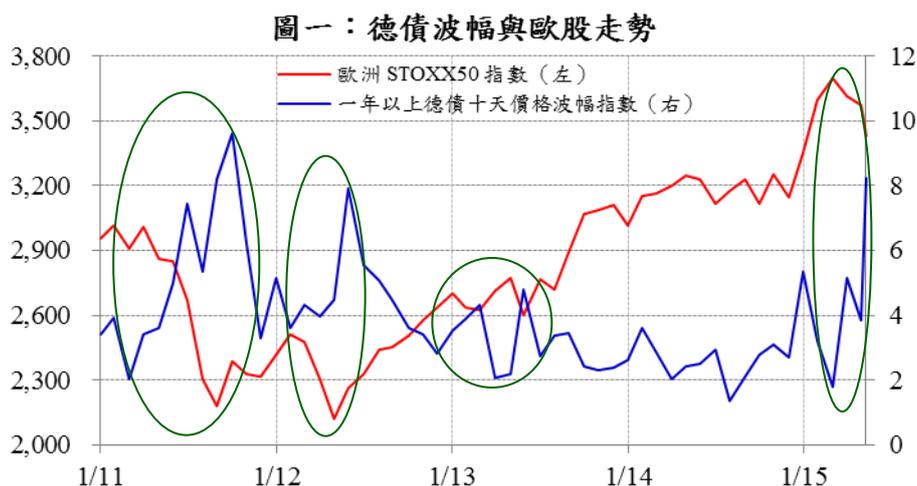
《信報》專欄〈文人經略〉

夏日寒風債市凶 避險天堂枉呈勇

過去一週，環球股市齊跌，一週慘跌百分之三至五不等，僅上證綜指升百分之四成逆市奇葩。半年前油價跌穿 60 美元引發股市大跌，本欄決定抱擁 A 股同步過冬（詳見去年 12 月 18 日本欄）。半年後的今天，歷史以另一方式重演，刮起夏日寒風；定海神針雖然仍是 A 股，但罪魁禍首卻為聲稱避險資產的德國國債。

這一週佔據市場媒體版面的希臘債務談判、美國就業數據與聯儲局加息預期，其實全屬舊聞；行內大部分分析員所關注的，卻是德國債息。本月 1、2、3 日德國十年債息連抽三日，一度與 1 厘這九個月高位相差僅 0.4 個基點，觸發 4、5、6 日環球股市連跌三日，歐股尤其重傷。

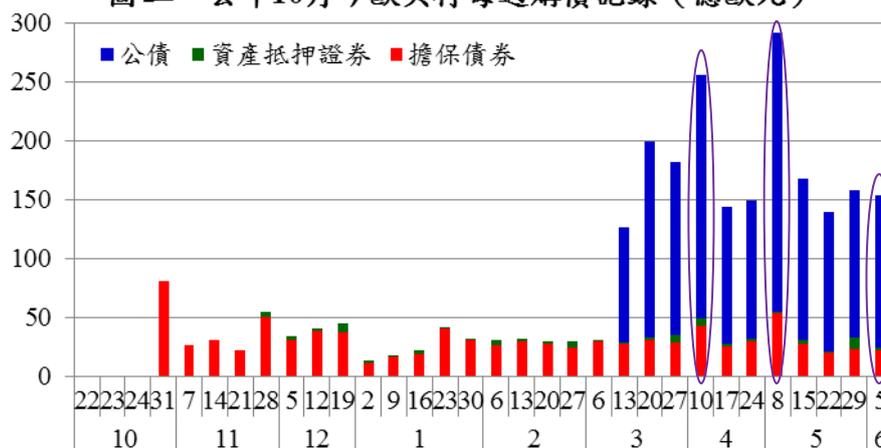
更要命的是，在債息急抽同時，德國一年以上國債十天價格波幅抽升得更急，現已回到 2012 年 6 月西班牙財政危機時的高位。當時德國十年債息在四星期內最多抽高了接近 60 基點，今趟幅度相約，但需時僅四天，可見市況之波動，其實已直逼危機時期。事實上，自從 2011 年 8 月歐債危機至今，德國國債波幅與歐洲股市的負相關度接近 0.5，意味德國債市一旦大幅波動，歐股半數無運行（下圖綠圈）。



這個現象不難理解。德債作為近年歐債危機時期的主要避險工具，是對沖其他風險資產市場波動的資金避難所；可惜，近月在歐央行掃貨以及其他監管因素下，這個原本被視為穩如泰山的市場近期妖氣乍現，逼得歐央行也要加速掃貨（詳見上月 21 日及 28 日本欄），終令歐、美債市的流動性問題浮上水面，進入主流分析員的眼簾。

事實上，歐央行雖然明言「趁地臉」加速掃貨，但近期戰績認真麻麻。過去歐央行喜歡在每個月的第一週盡情搶攻、大手掃貨，然後在第二、三、四週嘆慢版。不過，在6月首週，歐央行所掃國債的規模竟不足130億歐元，遠少於4月首週的206億歐元及5月首週的237億歐元（圖二紫圈），令人意外。要麼歐央行認為形勢大好而準備收水，要麼市場乾塘的速度快於歐央行掃貨的速度；不論任何一個情況，均對德債後市大大不利，波幅料有增無減。

圖二：去年10月今歐央行每週購債記錄（億歐元）



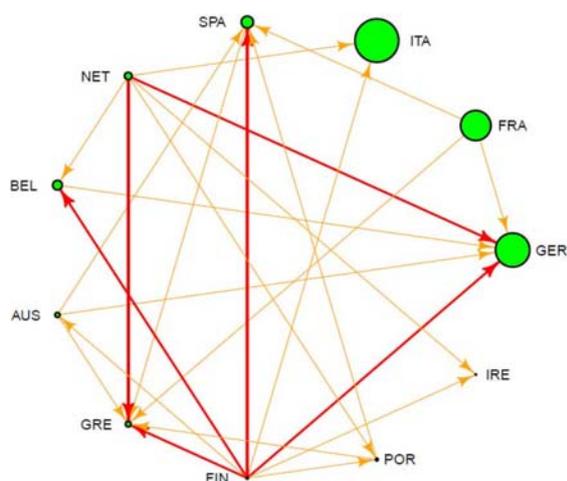
更麻煩的是，歐債波幅是有傳染性的。三位西班牙研究員在今年2月發表的研究顯示（註），根據1999年4月至2014年1月的數據分析，歐元區主權債市場的波動性溢出效應（volatility spillovers）指數高達54%。

在危機前時期（2009年4月或以前），債市波動性的溢出效應較大，債息同升共跌，且多由區內核心國家（如德、法、比、奧、荷等國）引發（圖三）；在危機時期（2009年4月以後），溢出效應明顯下降，且主要由邊緣國家（即歐豬國）引發，皆因歐豬國債息急抽，避險資金持續流入核心國家債市，自然壓低波幅（圖四）。

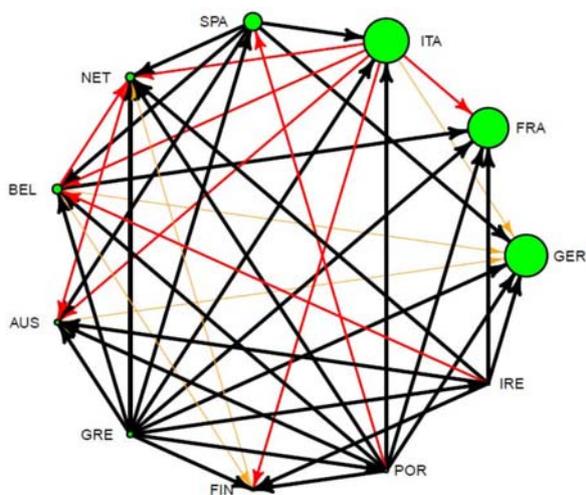
另外，研究亦發現，歐豬國之間債市波動性的溢出效應多由市場情緒帶動，而核心國家之間卻主要受宏觀基本因素影響，無怪乎上週四德拉吉不過稍稍看好區內的通脹情況，便令德、法兩國十年債息在一個半小時內急抽16個基點。

讀者對這種情況不能掉以輕心。現時並非危機時期，按照研究，歐債波動性應主要由德、法等核心國家引發，一旦稍後歐元區公佈的經濟數據理想或歐央行再唱好經濟前景，加上流動性問題，德、法債息再度急抽，可能會引發其他發達國家債市大幅波動。近週法、英兩國國債招標竟然不足額，有貨有人要，可能意味發達國債波動性已經溢出，不可不防。

圖三：危機前時期歐元區主權債市場波動性的溢出效應



圖四：危機時期歐元區主權債市場波動性的溢出效應



值得注意的是，在月初至今短短十天內，德國和美國十年債息走勢技術上已扭轉始自2014年初的大跌勢，意味債市形勢逆轉，在聯儲局收水期間「叻唔切」、結果輸足一年的債市淡友開始轉守為攻，「當時」得令的債市好友如新債王等，贏足一年後終於開始要轉打守勢波。別忘記，未來幾個月市場還要面對聯儲局加息這隻大老虎；夏日寒風可能已在外圍由西向東南刮起，要尋找真正股、匯、債避風港，敢問路在何方？

註：Fernández Rodríguez, Fernando and Gómez-Puig, Marta and Sosvilla Rivero, Simón, “Volatility Spillovers in EMU Sovereigns Bond Markets” DEFI 15-03. February 12, 2015.

何文俊
環球金融市場部