

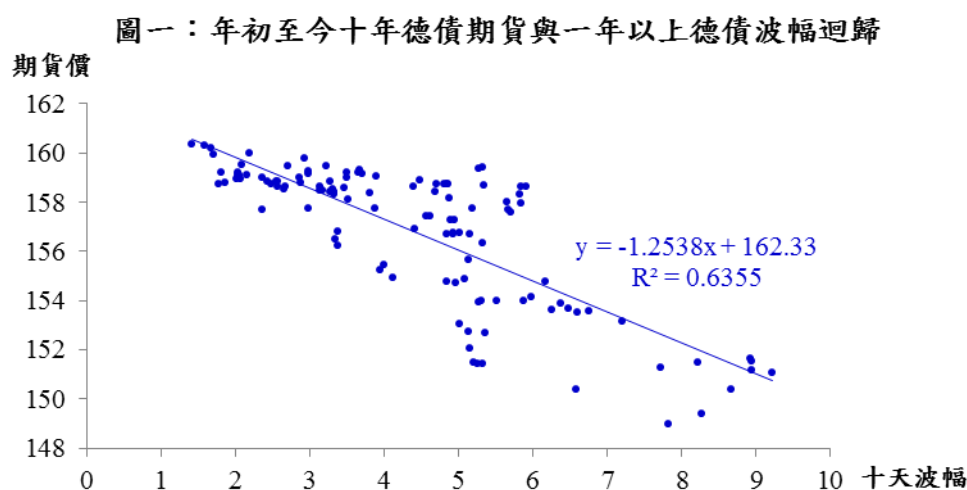
《信報》專欄〈文人經略〉

村長有女初長成 德息抽插波幅升

上週提到，希臘在對歐盟的 unfriendly promise 博奕中，只要撐至最後一刻，應該無得輸。結果，本週初希臘提出新改革方案，似乎認輸，莫非博奕失效？非也，外電報導實情是歐盟委員會在上週六主動伸出橄欖枝，表示願意將現時援助計劃最少延長至今年 9 月，並向希臘科水 60 億歐元，結果希臘翌日上午召開緊急會議，同意袋住先，有望達致所謂雙贏（但另一個博奕可能接踵上場，稍後再談）。

既然希臘歐盟有望雙贏，違約脫歐風險大減，那麼真正跪低的，恐怕另有其人。無錯，週一歐洲甫開市，即見德國十年債息抽上 0.8 厘，廿四小時後進一步抽上 0.9 厘，十天波幅指數亦急抽至一週高位，期貨價則最多唔見兩個 big figure，作為 risk buyer 的德債好友不得不跪低也。

事實上，德債波幅與期貨價的負相關性高達 0.8，且呈統計顯著（圖一）。希臘歐談得攞，德債好友無運行，德股、歐元好友則笑逐顏開。

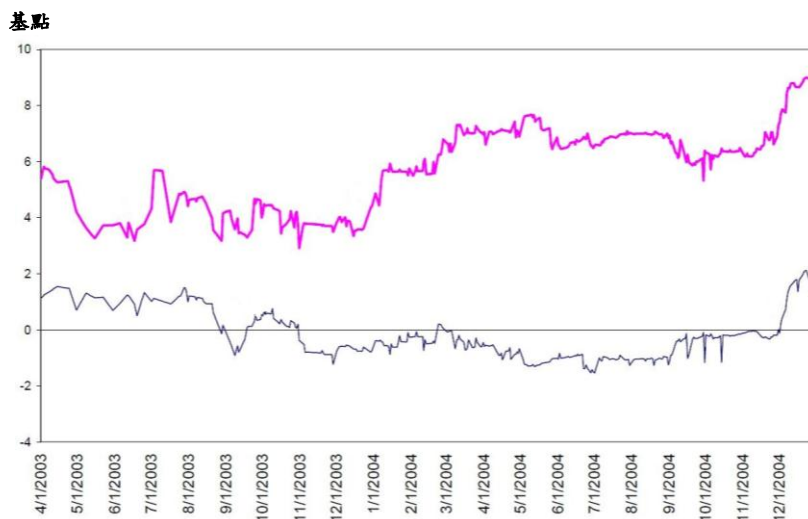


德債好友之重傷，除了因為上週本欄描述的博奕結果外，亦與本欄上月多番提及的債市流動性風險有關。市場流動性不足下，債價、債息急升驟跌，本已不在話下，更大問題是，有研究指出，原來信貸風險較低的主權債，其於市況不明朗時，受流動性之影響更大，因此交易員「死多兩錢重」的風險亦較大。

研究員收集了 2003 年 4 月至 2004 年 12 月間十大歐元區國家的主權債、公債、資產抵押債券和有擔保債券的報價和交易數據，得出的結論相當有趣：雖然債市投資者同樣重視信貸風險和流動性，但國債息差（相對歐元 LIBOR 利率）主要取決於前者，而後者對信貸風險較低的主權債及在市況不明朗時的影響較大。

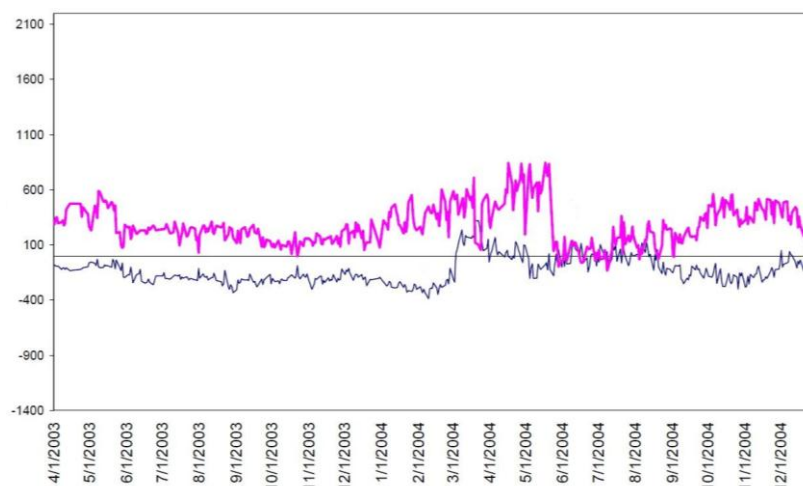
圖二和圖三分別顯示了德、意十年國債的信貸質素差距和流動性差距。研究員以惠譽旗下 *Lombard Risk* 的信貸違約掉期報價釐定相關國家的三年、五年、七年和十年期國債信貸質素，單位為基點 (bps)；並以交易價差、平均報價深度（即最佳買賣價所報倉位的平均百萬歐元金額）、買賣限價盤的累計深度（即買賣兩邊限價盤合共三個最佳價格所報的兩邊平均交易金額總和），以及由平均報價深度除以買賣價差百分比，綜合計算出相關國債的流動性，即市場質量指數 (mqi)。總體來說，意大利國債的信貸風險和市場流動性均高於德國國債。

圖二：德（藍線）、意（紫線）十年國債信貸差



圖三：德（藍線）、意（紫線）十年國債流動性差

市場質量指數



迴歸分析結果顯示，德國國債的息差主要來自其低流動性，而意大利國債的息差則主要來自其信貸風險（表一）。

表一：不同市況下，信貸風險與流動性對德、意十年國債息差的影響（基點加減）

	市場流動性低		美股波幅指數高		歐股波幅指數高		利率波幅高	
	信貸風險	流動性	信貸風險	流動性	信貸風險	流動性	信貸風險	流動性
德債	-0.11	0.36	-0.11	0.29	-0.11	0.30	-0.11	0.42
意債	4.97	-0.79	5.03	-0.64	5.01	-0.65	5.16	-0.92

除此之外，研究更發現，當大額資金進出債市時，它們幾乎單單取於流動性，因而很大程度上影響了國債息差的變化。換言之，雖然債券估值一般取決於信貸質素，但當市況波動、資金狂竄時，投資者與交易員的均趨向「flight to liquidity」，而不是「flight to quality」。

這正是目前不少債市交易員和市場人士憂心忡忡的原因，而最新加入表示關注的有美國財政部及監管當局。如果聯儲局官員無誇張，今年稍後開始加息時必然會引發市場波動的話，「flight to liquidity」極可能再一次重演；屆時，市場上信貸風險和流通性均低但近幾年卻最受追捧的頂級國債，會否搖身一變，成為亭亭玉立的沙頭角村長個女——李愛？值得期待。

註：Alessandro Beber & Michael W. Brandt & Kenneth A. Kavajecz, 2009. "Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market," Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, vol. 22(3), pages 925-957, March.

何文俊
 環球金融市場部