

《信報》專欄〈文人經略〉

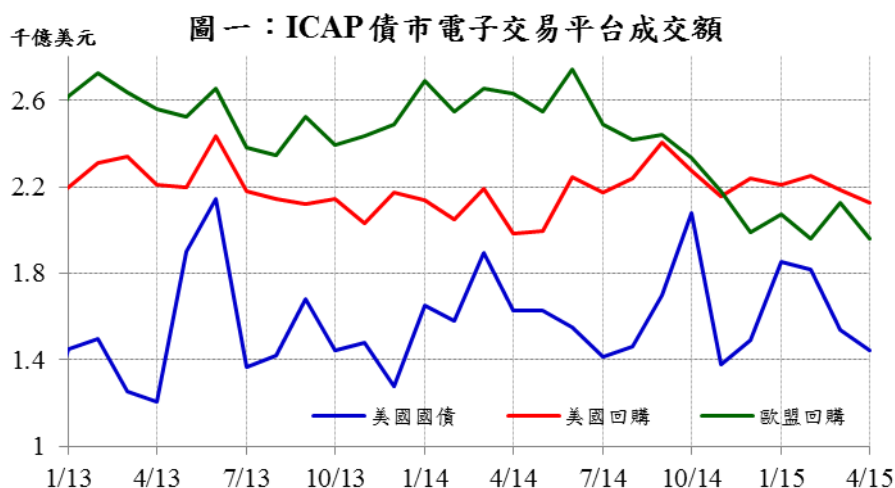
歐美債市妖氣近 歐洲央行「趁地臉」

上週提到，歐、美債息狂隊，導致利率風險極高，失卻買債避險的原意，因而觸發債息掉頭狂抽，可能觸發一場世紀之戰，不可小覷。話口未完，本週二即見歐洲央行執委 Coeure 投下一枚震撼彈，事先張揚歐洲央行將於今年7、8月債市流動性乾塘前，「趁地臉」在今、明兩月加速掃貨 QE。此言一出，即累德國十年債息在半小時內急跌逾8基點，歐元亦一小時內跌去150點。果真債市「有乜依郁」，不知哪裡有得「揸住碌竹」！

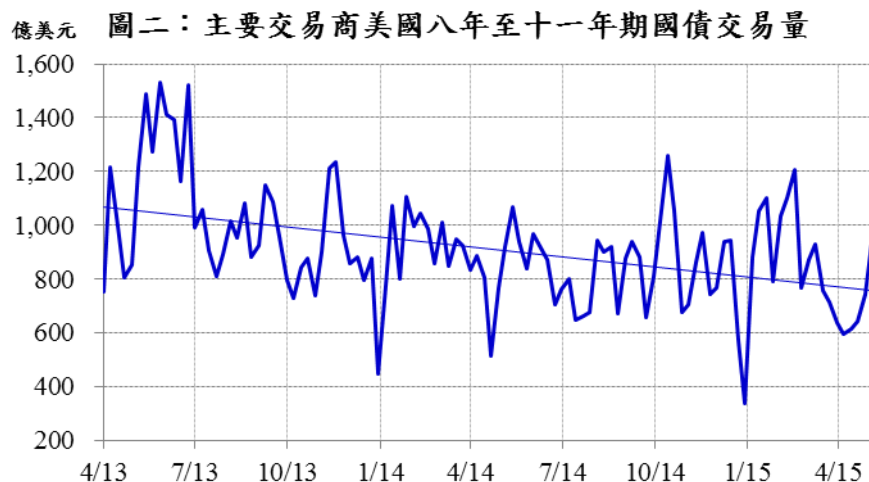
話說呢位歐洲央行執委，在短短兩個月前歐洲央行剛剛開波買國債時，才向市場大拍胸口，揚言不怕有貨買，豈料兩個月後已死死氣要趁地淋。事實上，近期多位華爾街重量級人物均已紛紛發聲，警告環球債市流動性不足可能帶來風險，Coeure 慢了幾拍。

根據外電報導，在過去三週歐美債息急升之下，全球債市共失血超過4,500億美元。同時，由於交易量顯著減少，小規模的交易量足以引發市場大幅波動。歐洲央行大舉量寬，加上聯儲局遲遲不加息，促使投資／投機者大量湧入債市，不過，莊家的市場參與度卻在明顯下降。

以交易員常用的 ICAP 電子交易平台為例，上月的交易量顯著低於美國實施 QE3 以來連續兩年的平均水平（圖一）；當中美國國債及回購（藍線與紅線）交易量固然回到接近兩年低位，而歐盟回購交易量（綠線）自去年中歐央行減息及負息動作後，更持續向下，現已大幅破底。值得注意的是，去年全年歐、美債息雖然急跌，但整體成交量僅屬持平，未見市況認真熾熱；踏入2015年，更見交易量整體向下，反映債市市場深度未有明顯受惠於債價強勢。



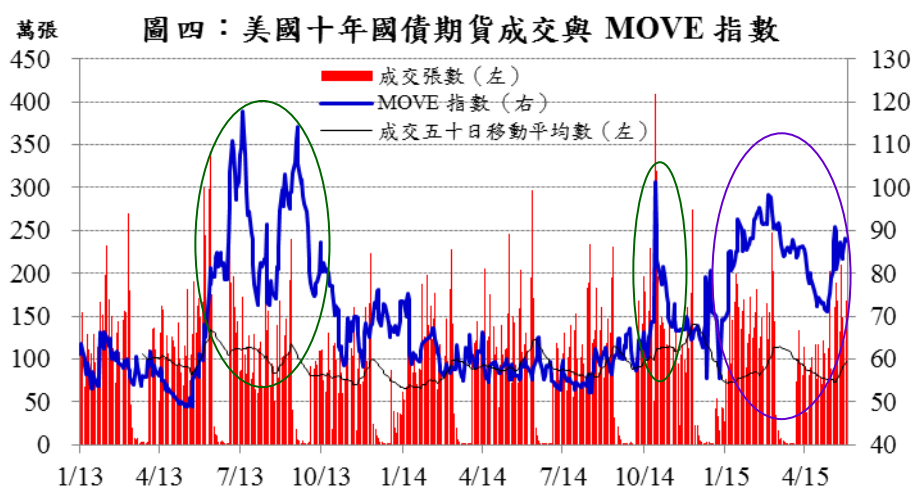
另外，美國國債市場一度被認為是最具深度的市場，因流動性充裕，足以抵抗短期資金異動的衝擊。不過，根據紐約儲備銀行的數據，過去兩年主要交易商在美國八年至十一年期國債上的交易量，呈現明顯的下降趨勢。



一年期以上的投資級別企業債方面，雖然交易量的下降趨勢並不明顯，但依然輕微向下，而且名義金額比國債小得多，市場規模較小。再者，過去兩年美國債價、股市雙翼齊飛，債當股炒現象常見，優勢的投資級別企業債尤其渴市，但原來整體交易量未見大升；一旦聯儲局啟動加息導致市況逆轉，市場深度是否足以應付突如其來的賣盤，不無疑問，這亦是不少華爾街人士的主要憂慮。



以最流動的美國十年國債為例，踏入 2015 年，其期貨合約成交量明顯處於近兩年的較低水平，但反映兩年、五年、十年及三十年美國國債一個月期權引伸波幅的美林 MOVE 指數明顯抽高（圖四），意味成交量下降，對應的市場波幅卻上升了。過去兩年，每當美國國債波幅抽高，均見十年期期貨合約成交張數五十天移動平均抽上 100 萬張以上（綠圈），但今年初以來波幅顯普抽高，但成交張數五十天移動大部分時間仍處於 100 萬張以下（紫圈），顯示近期的波動性變化伴隨著相對低迷的交易量而來。



投資者心水清的話，應知道成交低、波幅高往往是高風險投機性資產（例如匯市中的雜紙、股市中的三、四、五線股等）的特徵，此刻驚見歐、美國債等「無風險」資產巨無霸突然沾染這股「妖氣」，實在不可不防。去年10月15日美國國債閃崩一幕仍然歷歷在目，歐洲央行見勢色不對，二話不說即「趁地臉」，看來地球真的很危險！

何文俊
環球金融市場部