

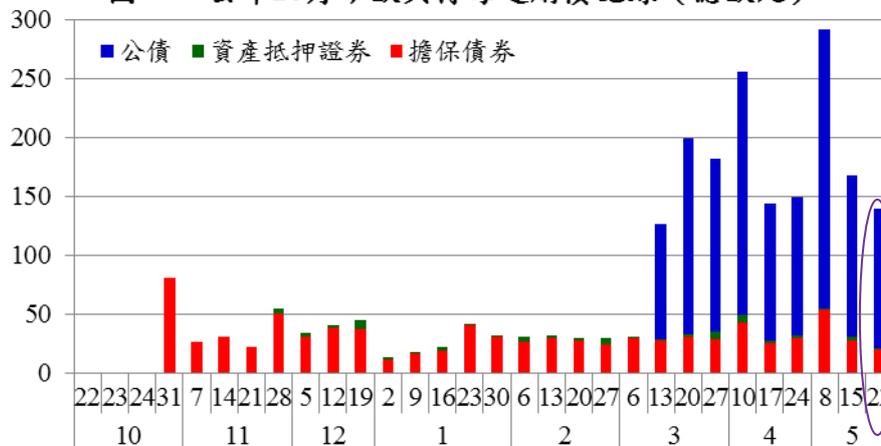
《信報》專欄〈文人經略〉

莊家縮手央媽懼 投資欺山莫欺水

上週提到，歐、美債市妖氣驟現，非因國債天價發售、泡沫將爆，乃係市場流動性可能乾塘，聲大大偏偏冇貨買。話口未完，佛誕當日歐洲央媽公佈最新 QE 血拼（shopping）戰績，驚見上週掃貨竟然全線手軟！除非相信歐洲央媽之妙手乃上帝之手，買債兩月已令歐洲經濟起死回春，可以準備收手；否則，債市乾塘應非空穴來風，歐洲央行執委 Coeure 揚言「趁地臉」，事必有因。

歐洲央媽素有中國大媽之風範，不論講口或講手均底氣十足，開口托歐元、出手救歐豬，可說技驚四座。去年為托通脹而瘋狂出招，先壓息後掃債，終將歐元區由通脹扯回水面，但也不過是不縮局面，照計通脹尚未成功，血拼仍須努力才對，何解會出現圖一的景象？

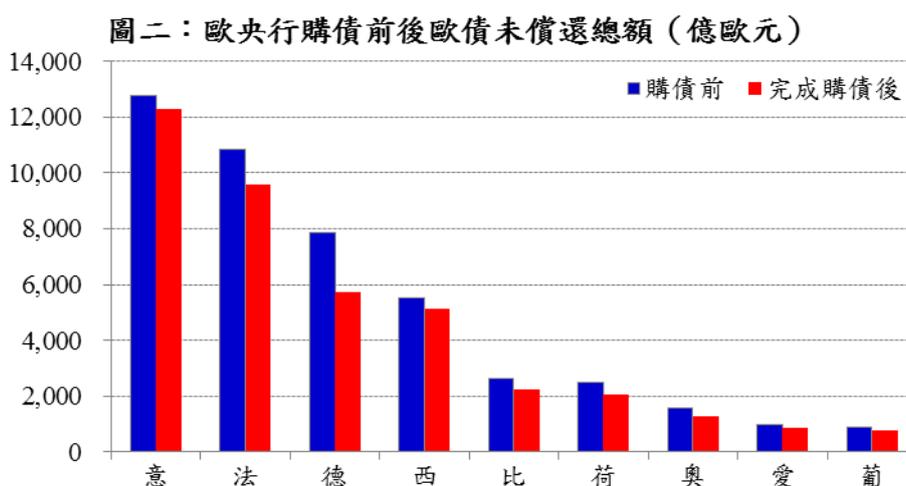
圖一：去年10月今歐央行每週購債記錄（億歐元）



圖一所見，近來不論是擔保債券、資產抵押證券，抑或國債，歐洲央媽掃貨確有手軟跡象；上週更見三者均跌（紫圈），Coeure 同時開聲示警，並非偶然。有趣的是，歐洲央媽今年1月明言三者每月入貨總金額為600億歐元，但3月至今從未達標，過去兩月每月實際只掃了550億歐元上下貨，換言之彈藥根本未用盡。

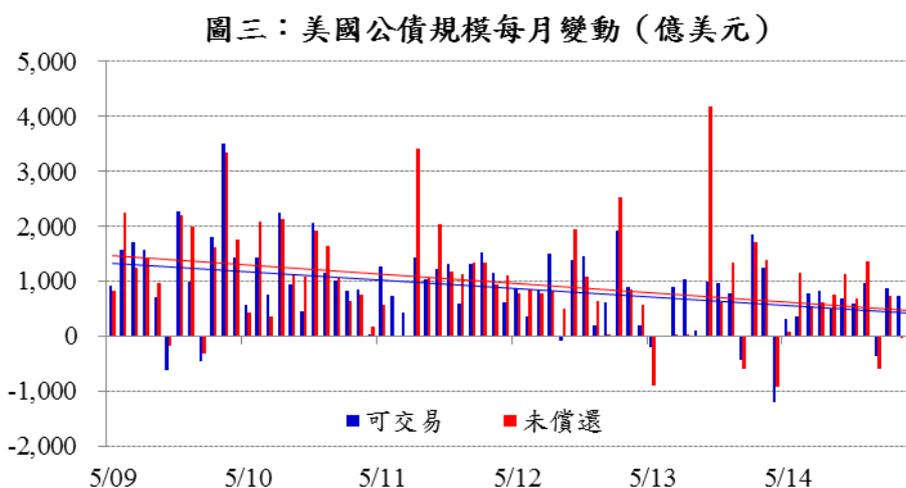
事實上，從整體債券未償還金額看，資產抵押證券已跡近乾塘；擔保債券稍好，但合乎歐洲央行掃貨資格（評級BBB-或以上）者僅6,300餘億歐元左右，規模不算太大。不過，有擔保債券今年發行量低，截至目前為止仍不及去年四成，意味並無充足的新貨啟市。

歐元區國債又如何呢？情況亦不太樂觀。筆者以彭博篩選出目前市場上活躍的歐元區主權債，然後再將目前符合歐洲央媽胃口（例如距離到期日不少於兩年而不多於三十年）的這些主權債未償還總額減去預計新發行淨額、預計派息及歐洲央媽計劃掃貨總金額後，多國公債的未償還總額大減，當中德國、法國、奧地利、荷蘭、葡萄牙及比利時等國的減幅均達雙位數字，而龍頭德國甚至減少逾兩成七。這些國債均是組成歐債的主要部分，但歐洲央媽大食苛索，直教它們應接不暇；市場規模大幅削減，流動性自然降低。歐洲央媽見見市場有乾塘之嫌，馬上「趁地臉」食咗先，人之常情。



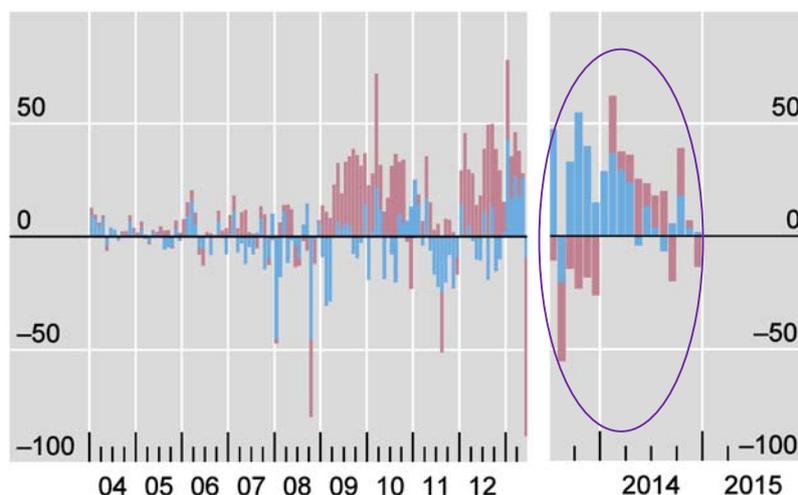
歐債如是，美債亦好不了多少。去年全年美國財政部公債發行額近 1.9 萬億美元，今年截至上週僅 6,280 億美元，剛剛三分一左右；圖三所見，不論以可交易金額或未償還總額計，近年美債的變動明顯向下；即總額雖然趨升，但增長的確趨跌。

換言之，近兩年債市之旺，似乎體現在債價及回報之上；論成交論流動性，其實還不及歐債危機前後。影響所及，具投資級別的優質企債近年往往出現一發行即沽清的景象，頗有一貨難求之感。



事實上，根據國際結算銀行今年2月的數字，最近兩年流入先進經濟體債市的環球資金明顯減少，而且呈現大起大落（圖四紫圈），於2009年至2013年上半年間大部分時間顯著淨流入截然不同，可見近兩年債價雖然持續堅挺，但市場流動性已靜靜起革命。

圖四：流入先進經濟股、債兩市的環球資金（十億美元）



流動性是公平的，而革命是要流血的。市旺時買貨難，往往意味市淡時沽貨亦難；當你在升市時不惜跳價搶貨，就得有跌市時跳價沽貨的心理準備。Coeure 上週明言，不怕德國債價掉頭，最怕掉頭太急；不少交易員都知道，大部分資產價格一旦急劇轉向，市場莊家一定落雨收遮、先行抽盤，直至市況回穩才重新擺盤。基於 mark to market 原則，不少倉位往往死於那段無盤承接的大單邊時間，無法捱至市況回穩；這就是近三十年來多次市場大屠殺的由來，轉身快如對沖基金亦未必能全身而退。

俗話說，欺山莫欺水。在山頂玩高台跳水，只要下面的水夠多夠深，仍有一定生還機會；一旦乾塘，則神仙難救。近年的債市如是，近日的股市如是，不可不察。

何文俊
環球金融市場部