

注意由股市引发的债市风险

惠誉上周下调美国主权评级，引发市场关注此举对债市违约之影响。市场普遍以债券信贷息差作为违约率的替代指标，数值愈高代表违约机会愈大。截至上半年数据，美元计价欧美投资级别企业债券之信贷息差分别是 1.63 及 1.27%，较过去 25 年平均值分别 1.36 及 1.50% 相若。数据上近 8 成时间低于 2%，反映现况属正常水平。主要违约高峰期出现在 2000、2008、2012、2015 及 2020 年，最高为 2008 年 11 至 12 月，欧美分别为 4.80 及 6.07%，高于今天数倍，反映现况风险仍然偏低。

同期高息债券信贷息差分别是 4.60 及 4.00%，同样较平均值低（欧美分别是 5.62 及 5.28）。数据上近 7 成时间低于 7%，反映现况属正常水平。最高值同期为 19.49 及 18.33%，同样高于今天数倍，反映现况风险仍然偏低。

投资级别与高息指标差距方面，欧美分别是 2.97 及 2.73%，都较 25 年均值低。美国数据上近 8 成时间低于 5%，欧洲则为 7%，反映今天风险偏低。

值得注意的是每次违约高峰期出现前，4 大信贷息差皆在短短 3 个月内以倍数急升，反映每当违约出现时都是又急又猛。而且观察出现年份分布，好大可能与欧美经济走弱有关。虽然今天经济悲观情绪笼罩未波及欧美债市，但急速逆转之风险应加以防备。

虽然亚洲债市只有近 14 年数据，但结果与欧美相若。投资级别类违约风险偏低，但高息类明显偏高，加上两类债券息差差距约高于平均值 1 倍，综合而言新兴亚洲高息类债券风险相当高。

除了信贷息差走势，美股波动指数（VIX）亦可侧线预测高息债券违约率。高息债券在资本结构上与股票接近，因此息差通常与 VIX 同步变化。VIX 下跌一般与经济原生性改善关系不大，反而投机情绪压低 VIX 关系较高。机制源于投机者通常会出售价外看涨期权（OTC call options）试图获取额外溢价，而对手须透过伽玛对冲（gamma hedging）抑制已实现（realized）波动率，最终抑制了隐含波动率（implied volatility）。尤其在期权交易量上升时，VIX 受投机交易影响而普遍偏低。信贷息差被 VIX 牵扯而未能反映实体经济状态，影响信贷息差警示机制。

当股市投机资金离场，潜在不稳定性将驱使股市及高息债市趋向「明斯基时刻」（Minsky Moment）模式，即到达临界点，VIX 及信贷息差将大幅上升，高息债券价格与股市将同步坠落。相关投资者不容忽视由股市引发的债市风险。

共勉之。

以上信息由东亚银行首席投资策略师李振豪先生提供

重要声明

本文件由东亚银行有限公司（「东亚银行」）编制，仅供客户参考之用。其内容是根据大众可取得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等数据源未经独立核证。

此文件中的一切资料只供一般参考用途，有关资料所表达的预测及意见并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的信息、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知。有关数据未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。

以上文章只反映作者的观点，并不代表东亚银行立场，东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应详细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

投资决定是由阁下自行作出的，但阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的数据之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。