

## 注意由股市引發的債市風險

惠譽上週下調美國主權評級，引發市場關注此舉對債市違約之影響。市場普遍以債券信貸息差作為違約率的替代指標，數值愈高代表違約機會愈大。截至上半年數據，美元計價歐美投資級別企業債券之信貸息差分別是 1.63 及 1.27%，較過去 25 年平均值分別 1.36 及 1.50% 相若。數據上近 8 成時間低於 2%，反映現況屬正常水平。主要違約高峰期出現在 2000、2008、2012、2015 及 2020 年，最高為 2008 年 11 至 12 月，歐美分別為 4.80 及 6.07%，高於今天數倍，反映現況風險仍然偏低。

同期高息債券信貸息差分別是 4.60 及 4.00%，同樣較平均值低（歐美分別是 5.62 及 5.28）。數據上近 7 成時間低於 7%，反映現況屬正常水平。最高值同期為 19.49 及 18.33%，同樣高於今天數倍，反映現況風險仍然偏低。

投資級別與高息指標差距方面，歐美分別是 2.97 及 2.73%，都較 25 年均值低。美國數據上近 8 成時間低於 5%，歐洲則為 7%，反映今天風險偏低。

值得注意的是每次違約高峰期出現前，4 大信貸息差皆在短短 3 個月內以倍數急升，反映每當違約出現時都是又急又猛。而且觀察出現年份分佈，好大可能與歐美經濟走弱有關。雖然今天經濟悲觀情緒籠罩未波及歐美債市，但急速逆轉之風險應加以防備。

雖然亞洲債市只有近 14 年數據，但結果與歐美相若。投資級別類違約風險偏低，但高息類明顯偏高，加上兩類債券息差差距約高於平均值 1 倍，綜合而言新興亞洲高息類債券風險相當高。

除了信貸息差走勢，美股波動指數（VIX）亦可側線預測高息債券違約率。高息債券在資本結構上與股票接近，因此息差通常與 VIX 同步變化。VIX 下跌一般與經濟原生性改善關係不大，反而投機情緒壓低 VIX 關係較高。機制源於投機者通常會出售價外看漲期權（OTC call options）試圖獲取額外溢價，而對手須透過伽瑪對沖（gamma hedging）抑制已實現（realized）波動率，最終抑制了隱含波動率（implied volatility）。尤其在期權交易量上升時，VIX 受投機交易影響而普遍偏低。信貸息差被 VIX 牽扯而未能反映實體經濟狀態，影響信貸息差警示機制。

當股市投機資金離場，潛在不穩定性將驅使股市及高息債市趨向「明斯基時刻」( Minsky Moment ) 模式，即到達臨界點，VIX 及信貸息差將大幅上升，高息債券價格與股市將同步墮落。相關投資者不容忽視由股市引發的債市風險。

共勉之。

以上資訊由東亞銀行首席投資策略師李振豪先生提供

\*\*\*\*\*

#### 重要聲明

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

此文件中的一切資料只供一般參考用途，有關資料所表達的預測及意見並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。

以上文章只反映作者的觀點，並不代表東亞銀行立場，東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。