

1994年慘烈一役恐重臨

息魔欲來 債券大屠殺 凶兆現

1994年是美國債券投資者既難忘又不堪回首的一年。當年聯儲局6年來突然首次大幅加息，重創熱火朝天的債市，被稱為「債券大屠殺」，一眾大行和基金經理損失慘重。19年後的今天，美國經濟漸回穩，受惠聯儲局寬鬆政策，息口長期近零，債市熾熱，但加息傳言此起彼落。資深投資者不禁憂慮，債券大屠殺歷史會否重演？

不少資深投資者對當年一役歷歷在目，安本資產管理固定收益部門主管格里菲思形容那是「浩劫」，「所有人同時被拋出市場」。大行如高盛亦損手，合夥人弗里德曼黯然下台。對沖基金Askin Capital Management和Steinhardt Partners均受重創。加州奧蘭治縣在投資衍生工具動蝕破產。

今昔先兆類似 愈牛氣或愈慘

大跌市其實有先兆。1994年之前，聯儲局多年來維持低息，以促進銀行業和樓市復甦，讓投資者有息口會一直不變的錯覺。即使時任總統克林頓在1994年1月國情咨文中力陳美國經濟已開始復甦，市場仍不相信格林斯潘主政的聯儲局會因此加息。

到了2月4日，聯儲局出其不意將短期利率提高1/4厘，一個月後美國錄得強勁就業數據，加劇資金撤出債市，當年美國共加息7次，短息倍升至6厘，長債價格大跌近9%。

前所羅門兄弟首席經濟師考夫曼憶述1990年代初的經濟環境：銀行業從1987年股災回復元氣，債券業務突飛猛進，垃圾債和衍生工具市場蓬勃，與目前有部分類似之處。更令人擔心的是，今天美國債市規模已達37.7萬億美元(約293萬億港元)，是19年前的3.5倍，持債的對沖基金和散戶大增，單是去年就有3,090億美元(約2.4萬億港元)流入債市。牛氣愈衝天，可能跌得愈慘。

19年來另一個轉變，是交易所買賣基金(ETF)興起，讓投資者以更方便和廉價的方式押注債市。去年流入ETF的資金從2007年的127億美元(約986億港元)，升至514億美元(約3,991億港元)。同時，利率掉期交易(IRS)市值升至逾500萬億美元(約3,882萬億港元)。IRS是雙刃劍，投資者可藉此對沖加息風險，但亦會鼓勵炒家瘋狂押注賺取暴利，一有風吹草動，隨時導致大規模拋售。

失業率關鍵 賺盡隨時惹火燒身

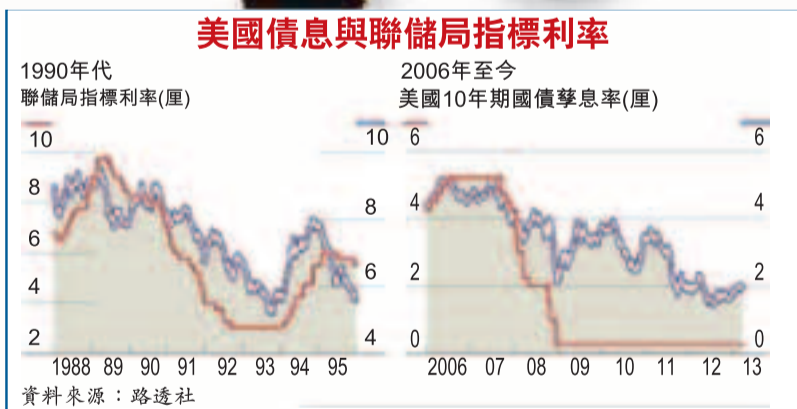
BellCurve Markets首席市場策略師斯特拉祖洛表示，當今投資者但求在債市賺到盡，隨時可惹火燒身。他憶述1994年時，大部分投資者只專注於某特定領域，現在大家都想搭乘趨勢的順風車，趁聯儲局加息、債市泡沫爆破前撈一筆。

聯儲局主席伯南克決定維持短息近零，直至失業率降至6.5%。美國3月份失業率跌至7.6%的4年多新低，距加息門檻需時兩年。況且，局方計劃提前上調長息，這讓金融機構仍有時間取得廉價貸款，再以較高息率借出獲利。不過，有市場人士擔心就業有機會大幅改善，促使局方提早加息。

現今交易員大多對1994年「浩劫」和加息周期沒切膚之痛，對「劫後餘生」的投資者而言，這也許是最大的警號。

英國《金融時報》

伯南克決定維持短息近零直至失業率降至6.5%。資料圖片



資金湧浮息槓桿貸款 對沖退市風險

聯儲局主席伯南克近月多番指出，暫時無意退出第三輪量化寬鬆(QE3)，預期低息環境將持續，但透露局方已開始考慮退市步驟。數據顯示，投資者為應對聯儲局退市和美國經濟增長加快，正尋求新的方式對沖加息風險。

周流入槓桿貸款互惠基金的資金多達124億美元(約963億港元)，較去年全年的119億美元(約924億港元)還要多，反映具浮動利率、可用於對沖利率急升的槓桿貸款，正受到大量投資者青睞。

10周金額超去年全年。專家指，交易商和富有投資者開始着眼浮動利率債券和短期債券，以降低對利率的敏感度，但恐怕並非所有人都充分準備好迎接加息。掌管富蘭克林鄧普頓公司1,700億美元(約1.3萬億港元)全球固定收益投資的哈森斯塔布指出，投資者傳統上認為追蹤廣泛指數的債券基金風險較低，但未來加息時，債券基金很可能會失去抑制風險的能力。

英國《金融時報》

垃圾債回報逾倍過熱 大行沽空

全球息口偏低令投資者傾向追逐高回報產品，高風險的「垃圾債」應運而起，需求持續增加。美銀美林相關指數顯示，截至上月底，垃圾債息率跌至5.7厘新低，但仍遠高於投資級債券平均的2.82厘。愈來愈多經濟師警告垃圾債市可能過熱，但華爾街大型信貸經紀行認為，垃圾債息仍有下跌空間，更首次利用交易所買賣基金(ETF)沽空垃圾債。

投資者過去4年回報率高達125%，令垃圾債異常吸引。分析指出，垃圾債需求增加意味美國經濟看好，投資者見連約企業數目偏低，資產負債表的現金水平亦穩健，於是願意購入更多垃圾債。

垃圾債息跌至歷史新低，加上企業發債額前所未有地高，令貝萊德旗下154億美元(約1,196億港元)垃圾債ETF的看跌期權增至新高。信貸評級較差的企業受惠垃圾債受追捧，今年已發行780億美元(約6,058億港元)債券，與去年同期相若。

然而，評級機構惠譽分析師去年12月已警告，息口逐步回升對企業債ETF來說是「中期風險」。聯儲局理事斯坦上月指出，在局方超寬鬆貨幣政策下，高息企業債過熱；有「債王」之稱的太平洋投資管理公司(Pimco)創辦人格羅斯亦指，交投活躍的垃圾債「價格不合理地高」。

彭博通訊社/《華爾街日報》/《紐約時報》

加息勢挫美中小銀行

在零息環境下買長債牟利的部分美國銀行，擔心聯儲局一旦加息，所得盈利會大減。銀行雖可從證券取得比債價更高的利潤，但證券息口較高，加息後資金成本將大大提高。分析認為，加息對小型社區銀行及中型地區銀行造成的打擊將最大。

市場人士稱，這些銀行基本上無投資銀行業務，未能賺取費用，收入通常來自貸款及債券資產。聯儲局理事斯坦表示，低息環境悄悄地向銀行提供更多風險，甚至「雷達也監察不到」。

銀行家指投資心水選擇不多，要買債

券「維生」。地區銀行Commerce Bancshares Inc首席財務主管查爾斯·金表示，債券並非他的理想資產。近年該行將債券資產轉移到證券投資，投資組合自2008年累升156%，至逾90億美元(約699億港元)，證券資產比例由22%增至44%。地區銀行證券資產在2010年至2012年間，平均增長20%，比整體資產增幅快16%。Prosperity Bancshares Inc利率風險分析稱，該行資產組合有73億美元(約567億港元)資產，一旦加息，卻只有18億美元(約140億港元)能從利率受惠。

路透社

沽長債掃短債 6年來最快

投資者預料聯儲局未來將加息，為免手上長期債券跌價，於是紛紛拋售長債，改為吸納短債。截至上月26日，投資者今年來已向持有短債的基金注入19億美元(約148億港元)，速度是6年來最快。

美國10年或以上債息上月8日升至4.75厘的8個月高位，1至5年期短債的息率則降至1.43厘歷史低位。長債價格對息口的敏感度一般較短債高，因此

若聯儲局未來加息，長債跌價幅度將較短債大，以局方在1994年宣布在一年內將加息3厘為例，10年期以上長債回報只有0.6厘，遠少於短債的3.4厘。

短債受追捧現象亦反映在債券發行量上。摩根大通分析師指出，1至3年短期企業債發行量佔年內總量達25%，較2009年至2011年平均高5個百分點。

彭博通訊社

亞洲槓桿比率高 增債券跌價風險

受低息政策帶動，亞洲借貸需求強勁，不少富豪投資者更大舉借債投機。巴克萊銀行警告，一旦息口回升，亞洲投資者的槓桿策略可能令債券需求突然大減，造成債券價格急跌。

巴克萊早前稱，美國私人銀行持有亞洲15%至20%企業債，高息「垃圾債」更達30%。若息口回升促使私人銀行投資者減少借錢買債，將拖累美元計價的債券。此外，過去半年來亞洲股

市表現跑贏債市，亦令人擔心資金將進一步流入股市，令債券需求減少，價格加速下跌。

巴克萊亞洲信貸研究主管赫奇表示，美國息口終將回升，當借貸成本增加，槓桿借債者將卻步；若加上美債被大量拋售，不但會推低債券價格，放債者亦可能轉趨保守，下調貸款成數，槓桿比率偏高的投資者可能須補倉，令債券吸引力下降。

彭博通訊社