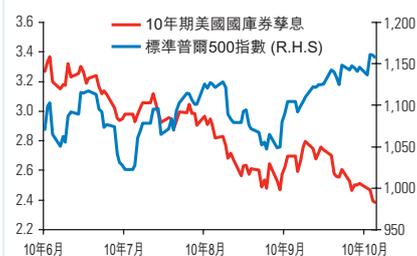


焦點評論：環球定息投資

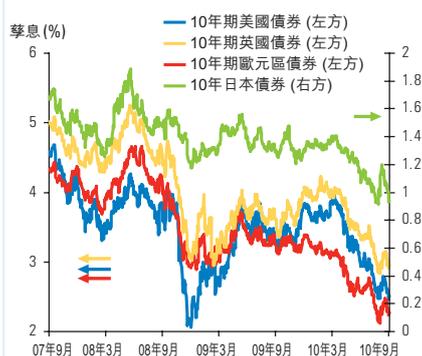
第二輪量化寬鬆貨幣政策

2010年10月



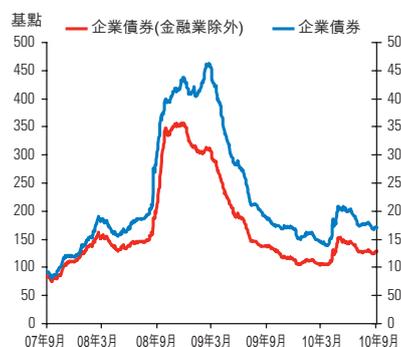
資料來源：Datastream

10年期政府債券孳息曲線



資料來源：彭博資訊。3年期每日數據，截至2010年9月30日
 美國 - 美國10年期國庫券；德國 - 德國政府債券10年期
 Dbr；英國 - 英國政府債券10年期票據基準買入孳息；日
 本 - 日本政府債券10年期簡單孳息

歐洲企業債券息差



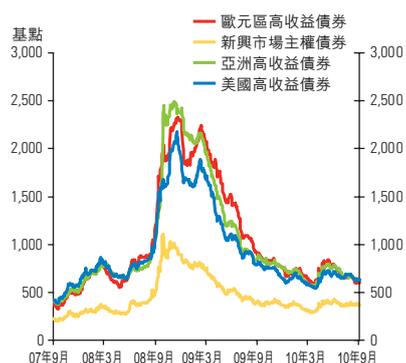
資料來源：彭博資訊。以期權調整後息差計算。3年期每日
 數據，截至2010年9月30日
 企業 - 美銀美林歐盟企業指數；企業(不包括金融業) - 美
 銀美林歐盟企業(非金融業)指數

美國聯儲局在9月21日作出歷來最明確的提示，表示當局已作好準備，若經濟增長前景持續惡化，將推出更多量化寬鬆措施。消息公布後，高風險資產上揚，而政府債券孳息則報跌，反映市場認為有關言論幾乎肯定聯儲局將延續購買國庫券的計劃。10年期美國國庫券孳息再度跌穿2.5%的水平。此外，日本政府決定增撥5萬億日圓(600億美元)購買資產，以刺激經濟增長，加上日本央行「減息」，把息率由0.1%降至0%至0.1%，均有助刺激大市。

聯儲局目前面對的難題，是如何調節政策以符合市場預期。聯儲局貨幣事務局最近的一項研究顯示，當局首次斥資3,000億美元購買國庫券的計劃成功降低孳息，並改善市場流動性，但目前難以估計需要多大的刺激力度才能奏效。此外，聯儲局將針對哪種債券，亦是未知之數。當局上次主要買入2至10年期國庫券，但我們的量化研究團隊預期，聯儲局將購入更多年期較長的國庫券。團隊利用聯儲局現時持有不同年期國庫券的數量、首次購入計劃的買入數量及近期購入的趨勢，以作出有關的可能性評估。近期年期較長的國庫券表現優於大市，顯示我們的評估與市場預期相符，但孳息每下跌一個基點，便降低聯儲局增購的需求。若聯儲局最終並沒有實際行動，投資者作出的率先部署便可能需要付出高昂的代價。

我們認為美國推出新一輪量化寬鬆貨幣政策將帶來三項影響。首先，聯儲局明確表示將維持低利率一段較長時間，以及直接買入政府債券，對整體定息市場而言，包括企業債券及高收益債券，均屬利好的消息。其次，債券孳息持續跌勢，令貨幣市場轉趨波動。經濟危機已導致各國爭相把貨幣貶值，以增強國際競爭力。量化寬鬆貨幣政策便是把貨幣貶值的方法之一。美元指數自6月份下跌，促使新興市場政府採取行動，壓抑幣值相對攀升。若美國加推量化寬鬆貨幣政策，將會向全球各地輸出通縮壓力，令各國經濟關係日趨緊張。最後，央行積極刺激經濟的意欲，將增添政策失誤的風險。通脹問題固然不會在短期出現，但長線將帶來更高通脹水平的威脅。

高收益及新興市場債券息差



資料來源：彭博資訊。期權調整後息差。3年期每日數據，截至2010年9月30日

美元 - 美銀美林美元高收益總指數II；歐元 - 美銀美林歐元高收益限制指數；亞洲 - 美銀美林亞洲貨幣高收益企業指數；新興市場主權債券 - 環球新興市場主權債券指數+

歐洲：經濟表現分歧持續擴大

9月份的市場發展充分反映歐元區各國的經濟表現分歧。愛爾蘭政府不得不向各大銀行注資，導致該國政府債券與德國政府債券的息差擴闊至歷史高位。法國政府公佈大幅削減開支，目標是在明年底把財赤降至6%。西班牙近期失去Aaa的評級，再次顯示信守財政調整承諾的重要性。另一方面，德國的出口持續強勁，新公佈的出口數據優於預期，導致多項非官方的增長預測向上修訂。8月份的工業生產攀升1.7%，而市場預期的升幅為0.5%。工廠訂單亦在8月份上升3.4%，而市場預計攀升0.9%。此外，德國IFO商業信心指數在9月份攀升至三年以來的高位。

新的金融監管機制亦擴大了各國的強弱差距。在9月12日，巴塞爾銀行監察委員會把第一級核心資本的最低要求由2.5%調高至7%，並要求銀行預留最高2.5%的獨立抗週期資本預備，而受系統運作重大影響的機構需另加2%的資本預備。有關公佈只是日後推出的更大規模銀行監管改革的初步。監管當局正在諮詢階段，研究建立一套措施，以降低銀行在金融危機期間倒閉的風險。監管改革將增加成本，並改變銀行未來的資本結構。部份歐洲銀行體系爭取市場的渠道收窄，加上持續受壓，導致各銀行更強弱懸殊。

在主權風險壓力增加及援助銀行業的情況下，預計歐元區債券市場近年出現的分歧將會持續。一體化的交易已被「脫一體化」的買賣所取代。例如按揭債券市場方面，德國有擔保債券(Pfandbriefe)與西班牙有擔保債券(Cedulas)出現龐大的息差差距，與掉期息差長期維持的相關性亦明顯消除。其他例子包括公共事業企業債券的息差，由於有關企業與政府的關係密切，投資者要求較高的孳息，以抵償主權風險上升。此外，根據信貸評級釐定息差高低的機制亦備受考驗，例如與基準德國政府債券比較，電訊公司Telefonica的三年期A級債券目前的息差為155個基點，但屬BBB級的KPN三年期債券息差只有約110個基點。這些差異的出現，令投資組合分析及風險管理需要採取嶄新的角度。現時可算是要強調主動型投資管理較被動型重要的投資時機。



富達/Fidelity/ Fidelity Investment Managers/富達資產管理指於百慕達成立的FIL Limited及其附屬公司。富達只就產品及服務提供資料。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資涉及風險。基金過往的表現並不表示將來亦會有類似的業績。新興市場比一般已發展市場較波動，因而其表現亦較反覆。本文所載的證券僅供資料用途，在任何情況下均不應被視建議買入或賣出有關證券。此股票表現並不代表基金表現。詳情請細閱有關基金說明書(包括風險因素)。若投資收益並非以港元或美元計算者，及以美元/港元計算的投資者，需承受匯率波動的風險。「富達」，「富達資產管理」，及「Fidelity Investment Managers及其地球標誌」均為FIL Limited的商標。