



二零一一年八月

美國債務評級被調低對市場有何影響?

標準普爾早於 7 月 14 日已發出「最後通牒」，警告有一半機會於未來三個月內(最快於八月初)下調美國評級。若果真如此，會對市場造成甚麼影響?

孳息短期料輕微上升

Alliance Bernstein 於上月發表報告(註一)，對過去 20 年，多國主權債務評級被下調一至三級前後(分幾個時段)，其國債孳息與美國國庫券或德國政府債券息差的變動進行研究。報告發現當最高評級國家的國債被調低一級，息差基本沒有太大變化。息差於降級前 6 個月平均收窄 3 個基點；於降級後的 2 至 6 個月，平均較降級前 6 至 12 個月高兩個基點。以加拿大為例，穆迪曾於 1994 年將當地評級由 Aaa 下調至 Aa1，導致其 10 年國債孳息於一個月內由 8.8% 攀升至 9.29%，與美國國債息差因此擴闊，但於同年 8 月已回落至原來水平。另外，標普於 2000 年 6 月把日本評級由 AAA 調降至 AA+，其後數月國債孳息亦見回落。報告認為美國情況應該與以上兩者近似，美國國庫券孳息不太可能因被降級而大幅上揚。

摩根大通固定收入策略主管貝爾頓(Terry Belton)估計，國債孳息短期內只會上升 5 至 10 個基點。中線而言，降級將令債息上揚 60 至 70 個基點，使美國每年借貸成本增加 1000 億(美元·下同)。

外國央行拋售機會微

要推測債市反應，我們先要知道美國國債持有人的比例。圖一顯示，外國投資者份額最大，佔 46%。其中，央行與主權基金等官方機構的持倉比例達四份之三。它們會否因為評級下調而大舉拋售美債?筆者相信機會不大。美國的財政狀況大家早已心中有数，但由於美債的流通量始終是全球最高，各國無可避免將之作為儲備的主要部份。

日本債市雖大，但其經濟前景比美國更為嚴峻；歐洲統一債券發展需時且受歐債危機影響；其他擁有 AAA 評級的國家，包括：德國、澳洲、加拿大、新加坡、挪威和瑞士等債市規模又相對有限，當中最大的德國亦只有約 2.9 萬億。若美國評級被降，這些國家的債券價格料有不同程度的上升。長遠而言，各國央行肯定會減少購買美國國債；短期而言，少量減持的行動不能排除，但對債市負面效應有限。

美債第二大買主聯儲局絕不會坐視不理，一旦出現拋售情況，局方很可能出手以穩定債市。同時確保國庫券作為貸款抵押品的地位不變，避免銀行因美債被降級而需額外提高資本水平，以及借貸成本飆升。事實上，芝加哥商品交易所(Chicago Merchant Exchange, CME)已於周一提高美國國債期貨及相關產品的保證金要求，又於周四起上調各類美國國債折扣率。幸好，情況暫時未擴展至銀行抵押貸款。

貨幣基金短期影響不大

基金會否被迫沽售美債?富國銀行研究報告(註二)指當地退休基金的投資政策不一，部份大型公共退休基金訂明必須出售被降級的國債，有些卻沒有相關規定。互惠基金方面，大部份涉及美國國債的基金並沒有就第三者提供的信貸評級作出指引，即沒有因美債降級而要強制出售的規例。

至於貨幣基金，它們只可投資於短期、流動性高及信貸風險低的證券，因此美債評級下調對其影響最直接。同時，大眾一向視貨幣市場基金為最安全的投資工具，有關基金的標的物如有變動，或大幅改變他們的風險取向。筆者翻查美國投資公司協會(Investment Company Institute, ICI)資料，美國貨幣基金購買、持有或出售行動取決於相關資產發行人的短期投資級別。從表一可見，短期評級有異於長期評級。假設穆迪將美國債券長期評級由 Aaa 調低至 Aa1，它們仍屬於貨幣市場基金的可投資證券，因為短期評級維持 P-1 不變。除非美債長期評級大幅下調至 Baa2 級或以下(相等於短期評級 P-3)，否則不會構成重大影響。

可選擇有秩序出售

只要短期評級仍處於第一級(First Tier)與第二級(Second Tier)之內，貨幣基金可繼續購買或持有美債，並且不必把它們出售。另外，美國證監條例(SEC Rule 2a-7)規定，若短期評級跌至低於第二級別或出現違約，貨幣基金須有秩序地賣出它們，除非有關行動不乎合基金與股東利益(若價格太低可停止出售)。

保險公司及金融機構又如何？花旗銀行分析師 Amitabh Arora 認為它們拋售的機會不大，指差不多所有機構內部措施均視 AAA 與 AA 相同，評級下調的整體影響不大，但會永久改變美國國債作為無風險資產的觀點。

如果美債評級下調乃政府違約或短暫性違約所致，市場料出現巨大震蕩。若評級機構因不滿民主、共和兩黨的削赤方案而調低美債一至兩級，負面影響則相對為低。筆者相信後者機會較高。

註一：“When “Risk-Free” Isn’t Risk Free: The impact of a US Treasury Downgrade” – AllianceBernstein Fixed Income Report, June 2011

註二：“Moody’s Blues: Implications of a U.S. Downgrade” – Wells Fargo Securities Special Commentary, July 21, 2011

表一：貨幣市場基金投資標的物評級一覽

貨幣市場基金投資標的物		穆迪		標普		惠譽			
可投資證券	第一級	長期	短期	長期	短期	長期	短期		
		Aaa Aa1 Aa2 Aa3 A1 A2* A3*	P-1	AAA AA+ AA AA-	A-1+	AAA AA+ AA AA-	F-1+	A+ A*	A-1
第二級	A2* A3* Baa1 Baa2*	P-2		A* A- BBB+ BBB*		A-2		A-* BB+ BBB	F-2
不可投資證券	第三級	Baa2* Baa3	P-3	BBB* BBB- BB+*	A-3	BBB* BBB-	F-3		
	非投資級別	Ba1 至 B3 Caal 至 Ca	Not Prime	BB+* 至 CCC* B* 至 CC	B C	BB+ 至 B- CCC 至 C	B C		
	違約	C	Not Prime	SD, D	SD, D	RD, D	RD, D		

*長期與短期評級有重疊部份

資料來源: ICI

重要聲明:

本文件所提供的資料僅供安達理財(亞洲)有限公司和安達資產管理(亞洲)有限公司之客戶或準客戶享用。文件所載的資料及任何意見，並不代表本公司以主理人或代理人身分邀請或提請任何人士購買或沽售任何證券或理財產品，或提供任何投資意見或服務。本文件內對各理財產品及證券之描述並不適用於所有國籍、區域之人士。任何人士如欲購買本文件描述之產品及證券或作出任何投資，需自行負責查證其所在地域的法律是否容許其瀏覽此文件及/或使用有關服務。

證券投資涉及風險。證券過往之表現，並不能等同或顯示其將來之表現。若有疑問，應在作出任何投資決定前向閣下之理財顧問尋求專業意見。

雖然本文件提供予閣下的資料，均來自本公司認為可靠的來源資料，或以此等來源為根據，但本公司不能亦不會就任何資料或數據的準確性、有效性、及時性或完整性作出任何保證。對於本文件之內容，或因本文件的資料不全、錯誤及遺漏而對瀏覽者造成之影響或任何因瀏覽本文件所產生之後果，本公司概不負責。

如對我們的服務有興趣或有任何意見，請電郵至 servicing@arcadia-asia.com。一切資料絕對保密。

安達理財(亞洲)有限公司
安達資產管理(亞洲)有限公司

地址: 香港銅鑼灣禮頓道 77 號禮頓中心 14 樓 1404 及 06 室
電話: (852) 2114 8488 傳真: (852) 2114 0777