

高息債不盡是「垃圾」

債市情報 盧寶林

東匯基金董事總經理

最近的大消息除了聯儲局加息外，美國高息債基金 Third Avenue 停止客戶贖回決定肯定也榜上有名。觀察當地高息債表現，2015 年的累積回報的確差強人意；截至 11 月底，美國高息債總額約 2% 的跌幅。不過，高息債的發行人並不盡是盈利收縮，甚或瀕臨破產邊緣的企業。部分板塊因盈利展望良好，回報反而跑贏股市。

摩根士丹利 12 月份的市場展望報告顯示，雖然巴克萊的高息債指數年初至今的回報為負數，但個別板塊的高息債仍有逾 5% 的回報。如餐飲、住宿及航空等，原因並不難明白。

早年償債能力轉佳 風險溢價趨降

高息債與評級債的主要分別在於發債人的信用，而信用與評級的還債能力及盈利增長不無關係。假如企業的償債能力及過往紀錄不佳，而盈利增長又不足以減輕債務負擔的話，該企業會被評為「評級以下」(Speculative Grade)。其於發債利率息會比一般債券高，但違約風險也較高。由於償債能力與盈利增長是流動的，故企業及債券評級也會相應變化。

美國今年的經濟增長主要由內需帶動，相關板塊

如航空及餐飲等的盈利增長當然較充足。因此，雖然這些企業所發行的債券仍屬高息債類別，但只要償債能力及紀錄持續佳，投資者要求的風險溢價自然下降。由於債券價格與利率成反比，這類債券的投資回報也較豐。

能源礦業高息債受壓

另一邊廂，能源高息債及礦業高息債年初至今的回報分別下跌 12.9% 及 19.5%；兩者與高息債指數的表現分別相差 10.9% 及 17.5%。

油價及商品價格持續低迷，產出卻繼續增加，均令相關企業的盈利受壓。大型公司趁機進行重組併購，而中小型公司則為早前標下的債務抓破頭。2008 年美國開始置寬，超低息環境令投資者無可選擇下投資高息債，追趕高息債的指數基金 HYG 故自 2008 年末的低位起，在 7 年間升逾 130%。

其中中期大鳴大放的頁岩油生產商在資金湧入下受惠最大，持續上升的油價亦令投資者放心增持相關債券。如今油價破滅，不少中小型生產商只能靠增加產出來維持現金流；不過，隨著油價跌破 40 美元一桶，能否增加生產產來「用鹽水」、避免違約，也是一大問題。能源高息債今年表現如此差勁，故並非無迹可尋。

大跌市賤賣資產 基金「閉關」停止贖回

Third Avenue 又為何停止客戶贖回？據《金融時報》報道，該基金持有者有 28% 被評為 CCC 或以下，即風險最高的類別，而屬 BB 級、風險為高息債類別最低的資產卻只有 3%。眾所周知，金融風暴後因監管收緊，銀行等傳統造市商已減少債券存貨，債市的流動性因此成爲一大問題。

然而，現時愈來愈受歡迎的互惠基金及指數基金卻以流動性爲賣點，標榜不論基金持有的種類，投資者



由於美國高息債表現低迷，投資者陸續要求贖回，高免被迫在大跌市中賤賣資產，美國高息債基金 Third Avenue 也不得不停止客戶贖回。圖為 Third Avenue 首席執行官 David Barsa。

(資料圖片)

均可隨時贖回。Third Avenue 如接到大量贖回要求，便須在短時間內變賣基金資產。不過，關閉時間內又有誰願意承接大量評級差勁的債券？再者，資產如遭大幅拋售，價格必會下跌，缺乏流動性的資產更甚。

因此，在高息債表現低迷，投資者陸續要求贖回的背景下，Third Avenue 便等於被迫在大跌市中賤賣資產，也難怪該基金最後不得不「閉關」了。

投資新領域

聖誕親子旅遊 選購合適保險

聖誕假期，全港華僑學子有半個月的假期，相信不少家長已計劃好旅程，帶同寶貝子女遨遊世界。他們若想把全家全安享受旅遊樂趣，不用擔心因意外而引致的損失，出發前可購買一份合適的旅遊保險。不少銀行趁聖誕旺季推出旅遊保險優惠。

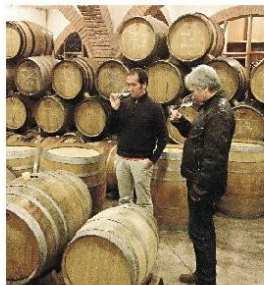
中銀豐隆推優惠客

例如中銀香港便宣布，由即日起至 12 月底，成功投保旗下「環宇旅遊綜合險」，可享以下優惠：

- 一、保費折扣優惠—單次旅遊計劃高達 8 折保費優惠(個人保費爲 71.2 元)，全年保險計劃首年保費 9 折；
 - 二、額外高達 10 倍中銀信用卡積分積分。
- 豐隆保險方面，其推出的旅遊保險折扣率更高。由即日起至下年 6 月底，於網上投保「單次旅遊保險」即享 45 折保費優惠；投保「全年旅遊保險」亦可獲 8 折保費優惠。

不同投保年齡亦有需要特別注意的事項，當中包括家長必須透過豐隆保險電話熱線爲其單獨外遊的 12 至 17 歲子女投保。11 歲或以下的子女必須由家長陪同，並投保於相同保險單內。另外，該保險的【金計劃】投保年齡可達 90 歲。

當然，除了比較折扣優惠外，讀者亦應考慮是否包含惡意破壞險。



作者(右)與 Saint Cosme 酒莊莊主路易(左)品嘗今年秋季釀造的新酒。



Château de Saint-Cosme 酒莊的紅酒

Saint Cosme 羅馬帝國酒槽 蝸牛加息重燃炒風

品酒論投資 陳培濤
投資及品酒專家
DeLifrance 創辦人

上月與朋友約會在中環 IFC 中飯，早到 10 分鐘，自然地走去 Citysuper 的酒窖兜兜。近年來香港超市向高檔次食品過渡，不少原來的百佳現在換了招牌，叫 Taste，很自然地貨架上的產品價格也上了一個台階，Citysuper 和金鐘太古廣場的 Great Eat 都屬於高級超市，不知道是否香港食品質量不停下降，Citysuper 的顧客有愈來愈多之勢，其實價格實不一定性價比不高，買紅酒的話，Citysuper 的酒窖時有驚喜，時有物有所值的滿足。

在香港，想碰上市區葡萄酒莊的兩難的可惜谷產區紅酒具有海底尋針的感覺，大不了一兩款羅拔·派克(Robert Parker)特別欣賞的勃艮新堡(Château de Saint-Cosme)。非常意外，卻在 Citysuper 看到鄰近羅拔斯臥龍山(Danilles de Monmiral)山脚 Gigondas 村的 Château de Saint-Cosme 酒莊的紅酒。臥龍山離家會只十幾分鐘車程，剛好與 Saint Cosme 酒莊莊主的好去品嘗今年秋季釀造的新酒。這個有 20 公頃葡萄園的莊園，其中 15 公頃生產 Gigondas 村酒。此

的葡萄酒是第 15 代傳人，16 世紀時路易的祖先已經開始種植葡萄釀酒。酒莊的遊客還有 2000 多年前羅馬帝國葡萄酒的遺蹟。

「先嘗嘗剛釀造的干白，發覺亮得多久呢。」是款用百分之百本地的叫 Clairette 的葡萄品種釀造，一般來說釀造的酒不可存放。「這酒存放上五六年才開始發揮它的魅力。」

「我在香港偶然發現有你的 Gigondas 村酒，今天帶來一個極品品嘗。」我想起羅拔斯時髦的禮貌是紅酒專項存放馬上可以飲用，Gigondas 一般村酒最好還是存放五六年。葡萄酒是個傳統主義者，他釀造的紅酒時間愈長愈好。

「今秋釀造的紅酒果味更復清新。西拉葡萄酒略略向北，夜晚很涼，所以有香料口感但又細膩。」我也感同，西拉碰上過熱的天氣，紅酒

進口就有粗糙的感覺了。今年的新酒，在香港見到的 2012 年村酒，路易又打開了一瓶 2005 年的，不用說：「如果存放 5 年，一定會更好！」

聯儲局重啓經濟增長力不從心

來自亞洲的訂單驟有增長，聽聞我對於聯儲局的加息有何看法。對他來說，既然當今基本沒有通脹，加息應該是聯儲局對經濟有信心表現。其實加息後全球通脹性依然有限，長期造成資產價格虛高錯配。聯儲局的寬鬆貨幣政策只可能減輕經濟危機惡化的趨勢，對於重新啓動經濟的增長卻是力不從心。日本多年來的量寬並沒有把經濟從通縮中拉出來恢復增長，看來歐亞也正面臨同樣的困境。美國經濟的創新力強，不排除會有驚喜。不過聯儲局久久難容炒風，金融市場風險日益嚴重。一早就拋到聯後的黑天鵝會不會突然重新出現呢？



(資料圖片)

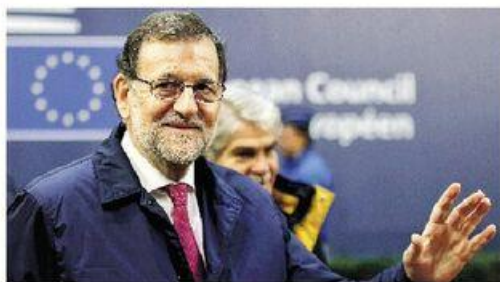
今期精選債券							
發行機構	債券代碼	到期日(月/日/年)	貨幣	票息率(厘)	發行機構	債券代碼	到期日(月/日/年)
新西蘭政府	NZGOVD12423C0	04/15/23	紐元	3.20	永利澳門	USG981494A89	10/15/21
大新銀行	SG5817998534	永續	港元	4.33	保潔	XSD096874671	05/11/29
花旗集團	AUJ3CB0204808	02/05/18	澳元	3.61	瑞安房地產	XSI074221703	06/10/19
匯豐控股	US404280AN99	03/30/22	美元	3.17	瀚藍國際	XSI294535833	09/30/20
大新銀行	XSD48358373	11/02/20	美元	3.60	寶隆地產	XSI324204160	11/26/18
工商銀行	USY39656AC06	09/21/25	美元	4.61	青地資本市場有限公司	XSI036235882	02/25/24
招商局金融集團	XSI269724826	8/3/2025	美元	4.32	海訊集團	XSI259361050	12/03/18
瑞銀金融集團	USJ4599L4H53	10/20/25	美元	4.36	杭州博業	USY97279AB28	05/16/22
Huarong Finance II	XSI317967492	11/19/25	美元	5.12	中國股份	XSD838465608	01/17/23
太古中明債券融資	XSI293482599	09/21/25	美元	3.66	IT	XSD929021375	05/15/18

資料來源：債券王

西班牙國會懸峙 債市政治風險增

債市情報 盧育林
東曉基金管理董事總經理

西班牙大選結果上場揭曉，首相拉霍伊領導的人民黨奪123席，反對派社會黨得90席，走中間路線的公民黨有40席，而走極左路線的「我們可以」黨則有69席。執政黨雖贏得大選，但所得議席未過半數，拉霍伊隨時遭首相位置也不保。



西班牙大選結果上場揭曉，人民黨所得議席未過半數，拉霍伊(圖)隨時遭首相位置也不保。雖然西班牙現時失業率仍有20%，財赤仍高企，但當地經濟增長在拉霍伊任內略有進步，否左派可能繼續國內緊縮政策，對西班牙債市相當不利。(資料圖片)

翻查歷史數字，人民黨及社會黨自1990年起一直為西班牙政壇的兩大勢力，並在全國大選中往往獲得共70%至80%的選票。這次大選中兩黨的票數卻均剛好超過50%而已，顯示選民欲尋求兩黨以外的選擇。據英國《衛報》報道，人民黨於周日失去了186席中的63席，而社會黨的支持度與前兩次選舉周期相比，差不多跌了一半。

歐洲高息債 基本面仍看好

假如人民黨與社會黨聯手執政，兩黨將獲得大多數，不過，社會黨主席已表明，將不會與拉霍伊組成聯合政府，即使人民黨與公民黨聯手(此為最有可能出現的局面)，兩黨合計議席也只有163席，距離組成大多數所需的176席還有一段距離。雖然西班牙現時失業率仍有20%，且財赤仍居高企，但當地經濟增長在拉霍伊任內略有進步；若左派政黨上台，反而

可能會讓國內的緊縮政策，對西班牙債市相當不利。事實上，西班牙10年期國債的票息率，在12月21日也即抬升了5.52%。

不過，現時票息率仍未至驚天動地的程度；截至2015年12月23日，票息率維持在4.5%，但只有183點子而已。與年中前希臘債務危機時達241點子的票息率相比，現時可謂「小巫見大巫」。更遑論歐債危機時的票息率比這。當然，如「我們可以」黨與社會黨組成聯合政府上台，或可釀成更大變故，但有歐洲央行提供計劃補助，相信西班牙國債的票息率以及企業融資成本，應仍可維持在低位。

上周提及美國高息債遭大幅拋售，Third Avenue基金更宣布停止贖回，高盛研究報告亦顯示，高息債基金在12月18日一房錄得淨34.6億美元的資金流出，其中在12月14日周一，便有10億的資金自高息債基金流出。值得注意的是，歐洲高息債的票息率亦隨

美國高息債提高，歐洲高息債與國債的息差在第四季上升了十個點子。

歐債息差擴大僅短期恐慌提督

筆者曾在本期向各位介紹歐洲高息債基金，原因如下：(一)歐洲央行持續寬寬，有助降低融資成本，包括債券息差，對債券價格有利；(二)歐洲高息債發行人士不盡是地產企業，相反，因當地企業逐漸減低對銀行融資的依賴，銀行人所處企業在往五至八年；(三)歐洲經濟復甦有序，相信投資者要求的風險溢價將會繼續降低，同樣有利債券價格。由於以上因素並未見大幅變動，相信這次歐債息差擴大，也只是短期的恐慌拋售而已，已持有歐洲高息債的投資者不必太過憂慮。

(本文僅供參考，東曉基金及東曉基金管理的基金組合，有可能持有文中提及的基金。)

今期精選債券

發行機構	債券代碼	到期日(月/日/年)	貨幣	票息率(厘)	發行機構	債券代碼	到期日(月/日/年)	貨幣	票息率(厘)
西班牙國庫券	NZGOVDT423C0	04/15/23	歐元	3.21	永利澳門	USG98149AA89	10/15/21	美元	7.69
大華銀行	SG5817995534	永續	港元	4.36	保德	XS0096874471	05/11/29	英鎊	3.48
橡樹士丹利	XS0932235194	11/16/18	澳元	3.75	新加坡地產	XSI074221703	06/10/19	美元	7.69
匯豐控股	US404280AN99	03/30/22	美元	4.28	新加坡地產	XSI294535833	09/30/20	美元	4.25
大新銀行	XS048356373	11/02/20	美元	3.67	寶隆地產	XSI324204160	11/26/18	美元	8.41
工商銀行	USY39656AC06	09/21/25	美元	4.96	新加坡上市基金有限公司	XSI1036235882	02/25/24	美元	2.93
招商局金融集團	XSI269724826	8/3/2025	美元	4.22	海訊集團	XSI259361050	12/03/18	美元	8.35
匯豐信託集團	USJ4599LAH53	10/20/25	美元	4.33	神州信託	USY97279AB28	05/16/22	美元	8.02
Huarong Finance II	XSI317967492	11/19/25	美元	5.06	中國股份	XS0683465608	01/17/23	美元	4.26
永吉中國債券融資	XSI293482599	09/21/25	美元	3.68	LT	XS0929021375	05/15/18	人民幣	10.11

資料來源：盧育林

投資新領域

大新YOU Banking 送電影禮券

大新YOU Banking支持早前個九龍國際展覽中心舉行之TOYSOUL 2015「第二屆亞洲玩具展」，YOU Banking x TOYSOUL 2015「第二屆亞洲玩具展」現有客戶親賞於玩具展開幕前，全新客戶開戶即送TOYSOUL 2015「第二屆亞洲玩具展」門票兩張。此外，於開幕後，客戶憑TOYSOUL 2015「第二屆亞洲玩具展」宣傳單張開立YOU Banking，可獲玩具展專車送UA院線電影禮券兩張。其次，玩具展只限於2016年1月31日或之前到分行開立YOU Banking戶口，並達指定要求，即可額外獲贈UA院線電影禮券兩張。

可享活期存款利率達1.6厘

全新客戶於2016年3月31日或之前開立YOU Banking戶口並達指定要求，即可享高達800元開戶禮券，亦可賺取YOU Points及享活期存款利率達1.6厘。透過大新銀行存款戶口處理如收貨、轉帳、出帳、入帳等增值等，即可賺取YOU Points兌換1200元信用卡現金禮券，更可享活期存款利率達1.6厘。全新客戶於網上預先預留，傳真文件到分行即可享15分鐘快速開戶，更可享agnò b CAFÉ L.P.C.迷你咖啡券。

另外，2016年投資環境會否變2015年其高波動呢？美國加息後，股市和樓市會因而受壓，轉趨疲弱了不願回國企業，配合人民幣變匯入SDR，以及中國深化經濟改革而在2016年再興升溫？如何掌握經濟及投資新形勢？《明報》匯來重慶專家分析新一年的經濟、股市及樓市走勢，及教你如何掌握方法，助你洞悉先機，掌握投資！詳情及報名可登入：
<http://link.inng.pao.com/05408.htm>



(資料圖片)

勃艮第Saint Cosme取經 來年經濟十面埋伏



▲以葡萄園地名命名的Gigondas紅酒，質量非同一般，存放20年飲用酒質更佳。
▲當釀成新臥地山風雲秀麗，猶如壯觀壯麗，Saint Cosme酒莊就在Gigondas村入口左側。

品酒論投資 陳培濤
投資及品酒專家
Dall'franco 創始人

說到法國紅酒，經常會碰上Terroir這個字，奇怪得很，在美酒紅酒世界，至今竟然找不到它的同義詞，是否查格魯-撒克遜(Anglo-Saxon)民族殖民島國，未得歐洲大陸文藝復興的飲食文化所薰陶之故？中文翻譯成「本土氣息」或「風土」，可知中華民族的飲食文化與拉丁民族有類似的深厚淵源。

法國西紅酒區提到Terroir，是指土壤、地形、氣候，還得加上釀酒的工藝。在新大版的紅酒標籤上，只標明葡萄的品種，如加州Napa Valley的Cabernet Sauvignon或澳洲的Shiraz，顯示了查格魯-撒克遜民族認紅酒的特色自釀自飲，而不重視產地的傳統觀念，不過對土產的認識也逐漸形成。

Le Poete 葡萄酒園海拔高 紅酒口感清新

勃艮第葡萄酒在中世紀修道院的影響下，更把風土劃分為Climat，把一個已經是小小的只有100來公頃的鄉村葡萄酒園，進一步劃分為微觀葡萄酒園，一級葡萄酒園，村莊級不劃，不到兩公頃的葡萄酒園也有以地名命名的紅酒，真是到了飲食文化的程度，但這就是文化。Gigondas村 Saint

Cosme酒莊莊主路易，是少有把勃艮第對風土的執著帶到普羅旺斯葡萄酒園中的人。Chateau de Saint Cosme有20多公頃的葡萄園，其中有圍繞著十一世紀古老的羅馬式小教堂的Le Poete的葡萄園，其土壤與勃艮第的質質迥然。

Le Poete葡萄園前，是此區位置最高的葡萄酒園，受到砂礫山晚上涼風的影響，我們嘗得到10月份才採摘的葡萄(Grenache)，比較近的葡萄園地兩三個月期。莊主路易承接了勃艮第傳統，挑選Le Poete百年老藤釀造的紅酒以葡萄酒Le Poete命名，「我們莊園是種植葡萄酒比較北的地區，海拔比較高，又是山腰風口，釀造的紅酒有清新的口感。」

「百分之百的葡萄釀成酒，但酒地保紅，燒後時間一定不短。明顯的架構不大像用歌爾德釀造，葡萄酒有怎樣？」
風、土、還有釀酒的工藝……

歐美貨幣政策南轅北轍 環球金融動盪

來自香港的打擊大啤，其主腦是下子忘記了歐陸的法國市場。歐洲央行的負利率貨幣政策，減輕了企業融資的負擔，但「計有兩項副作用」，對於依賴儲蓄而且人在增加的退休族群，如想儲蓄資產而房地產價格高企的年輕人，則與政策有了抑制作用。

全球2016年的經濟形勢可說是十面埋伏的一年：歐洲央行和日本央行繼續執行量化寬鬆，而聯儲局則開始收緊已經執行了7年的零利率貨幣政策，這破天荒的負利率貨幣政策，很可能引發環球的金融動盪。更不說歐央行全球第二經濟體的中部經濟動力正在迅速喪失，面對其他亞洲新興市場國家的貨幣貶值，出口壓力不在話下，經濟前景非常動盪。