

在美国3次量化宽松政策（QE）及投资者因外围环境波谲云诡寻求避风港的推动下，亚洲新兴国家的债券市场可以说发了一笔避难财，发债情况火红一遍。由于外国资金持续大量流入，引发部份亚洲国家中央银行担心发债情况失控，已开始筑起防火墙控制局面，其中泰国、菲律宾以及台湾等自08年开始都陆续推出各种政策来抑制外资流入，却唯独大马仍未出手。

根据摩根大通亚洲信贷指数（JACI）最新走势显示，新兴债市的收益率（Yield）已跌至3.9%，为过去5年新低水平，反映出债市因为已热钱流入促使债券收益率因价格走高而收窄，引来不少经济学家警告说，新兴债市浮现泡沫。

在这债市泡沫的警讯下，《资汇》发现，外资在大马政府公债（MGS）的持股比例却劲升至40%，创下新高水平，迟迟未出手管制热钱的大马是否已暴露在风险之下？一旦外资宣布撤出，大马债市是否会面对重大冲击？

在外围不断提出警戒的氛围下，大马各大机构的经济专才以3大论点对《资汇》表示：「不会，大马债市未浮现泡沫！」此外，更有经济学家表示，这股债市热潮仍会狂热数年！

1. 債券供不應求

大马评估机构（RAM）首席经济学家姚金龙博士表示，除非债券市场出现供应过剩，方才会有泡沫出现。

「目前的情形是，债市发行量无法满足外资的需求。」

同样认为目前债市未浮现任何泡沫的联昌国际投行首席经济学家李兴裕，对这说法表示认同，而亚洲货币汇率便宜也是带动这股需求的原因之一。

「人们都认为，亚洲货币在未来会升值。因此，现在都想趁机买进，而把钱泊在债市，是最安全的做法之一。」

根据国家银行统计显示，公共领域与私人领域在2012年首10个月，已发出879亿以及1039亿令吉新债券。当中，私人领域首10个月发行量与去年比较已大增49%。

尽管如此，姚金龙认为，内需和外资对新兴债市有相当旺盛的需求。根据汇丰全球研究的报告指出，自08年开始，在美国联储局连续推出3次量化宽松政策的重药后，共有1.1兆美元流入全球债市，当中更有2亿美元从全球股票基金撤出。

由于经济增长疲弱以及低通胀仍然持续，债券需求仍会持续，而利率较低以及汇率便宜的新兴市场，成为这些资金的最爱。

与此同时，欧债危机爆发后，欧洲大型退休基金及欧洲央行亦积极在其他地区寻找投资机会，加上亚洲基本面稳健，且投资评级无下行风险及区内政府积极发展债市，发展更长时期的债券，吸引欧洲大量资金流入亚洲市场，尤其是债市。

至于大马国内的债券发行则因为国内相当多的基建项目而相当活跃，当中又以私人领域占多数。

在国内经济持续增长，姚金龙相信，目前市场对债券的需求仍很强劲，这也是他不认为本地债市已泡沫化的原因之一。他指出，假设供多于求现象出现，债市价格将会挫跌，收益率则重攀高水平，企业或政府便会面临无法发债或须付出更高利息发债的挑战。

未現泡沫 大馬債市繼續火熱



米尔安
大马债券订价机构首席执行官

李兴裕
联昌国际投行首席经济学家

姚金龙博士
大马评估机构（RAM）首席经济学家

2. 本地債市沒有垃圾債券

姚金龙表示，目前大马债市并没有出现垃圾债券（Junk Bond），这是判断债市是否泡沫化的指标之一。

他指出，假设低利率的垃圾债券，也就是不宜投资的垃圾债权充斥市场，则说明债市已泡沫化。不过，他认为，大马对于债券品质有一定要求，至少在AA评级以上才会获得青睐。

「即使评级较低的债券，也有政府或相关机构如国家担保基金（Danajamin）担保。」无论如何，这反映出大马在债券方面相当严谨。

另外，大马债券订价机构（MBP）首席执行官米尔安对《资汇》表示，大马目前是全球伊斯兰债券市场的领导者，拥有这方面的专才，人民储蓄高，但投资却相对较低，仍有不小的投资空间。储蓄对投资比例预计在2012年占国民总收入的7.5%，或685亿令吉，让大马能以本身资源融资。

同时，许多外资上市公司也开始在今年发售令吉债券集资，当中包括金光农业资源（Golden Agri Resources Limited）、来宝集团（Noble Group Limited）等。无论如何，以目前情形来看，姚金龙相信，债市热潮料能持续数年。

尽管如此，随著外资逐步流入政府债券，出现鹊巢鸠占情形，亚洲许多银行已开始将资金从政府债券转至私人债券。

根据汇丰全球研究报告指出，印

尼的情况最为显著。由于该国评级获得上调，在这一大诱饵下，许多外资慕名而来，外资在过去3年已在当地市场投入近150亿令吉，而本地银行占在市场的份额已从55%，减少至44%。

在内需强劲的私势下，该国银行开始将资金调引至私人领域，信贷成长在过去3年成长86%。

至于在大马也出现同样现象，银行在09年12月已减持250亿令吉的政府债券，并投入910亿令吉在其他证券，而中期票据则从09年1280亿令吉，在今年9月双倍成长至2420亿令吉。

国家银行的数据也显示，债券发行量一向比公共领域来得低的私人领域，也在今年开始超越公共领域。

姚氏认为，这是一个市场重新平衡的情形，但政府必须严谨看待，因目前私人信贷占国内生产总值，从2004年101%，来到目前125%，而97年亚洲风暴水平为160%。不过，市场大多认为，这仍是一个可控制的现象。

MIDF研究经济学家安东尼达斯（Anthony Dass）表示，私人债券获得青睐，相信是回酬比政府债券来得高，只要这些银行机构在这方面作出严谨考虑，选出较好的债券投资，问题不大。

无论如何，在美国方面，联储局自08年开始因为量化宽松政策而成为国债券市场的主要持有者，从08年12月至2012年6月。由此可见，新兴债场和美国债场似乎出现结构性转变。

3. 基本面強勁

米尔表示，大马的确因为外资流入而受惠，尤其是大马政府债券，而外资占大马政府债券比例由2008年12月的13.5%，激增至2012年6月的39%。同时，收益率也随之下跌。

对于外资逐步增持近40%的现象，市场大多认为仍属可控制范围，反映出这并不属潜在风险之一。

假设外资突然撤走，姚金龙相信，大马有雄厚的资本得以应付危机。

「数月前，大马曾有400亿令吉的外资撤出，但这未对大马带来重大影响。」根据国家银行发布的数据显示，大马截至10月31日的国际储备金达1383亿美元或4239亿令吉，相较截至10月15日的储备水平为1377亿美元。当前外汇储备金足以融资9.3个月的进口，或相当于短期外债的3.8倍。

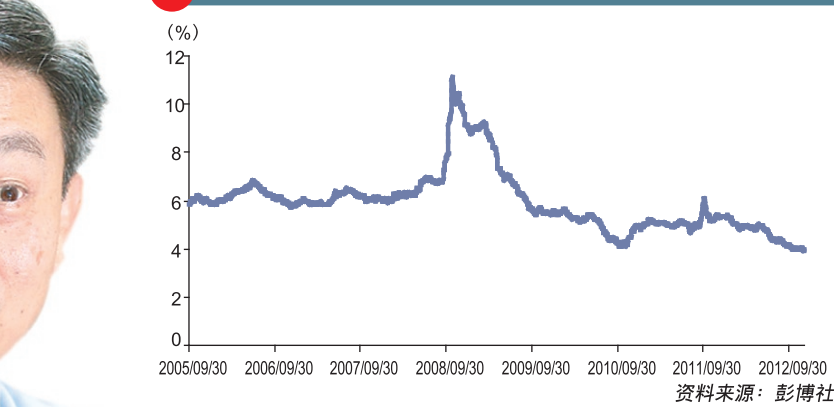
米尔表示，在1997年亚洲金融风暴，大马经常账目面临赤字以及较低外汇储备，本地银行手持大量企业贷款，让金融体系面临系统性风险。

目前，大马经常账目目前有盈余，外汇储备也相当高，而许多企业贷款大多透过债券市场融资，而非向银行贷款，大马目前可说处在更佳的环境。

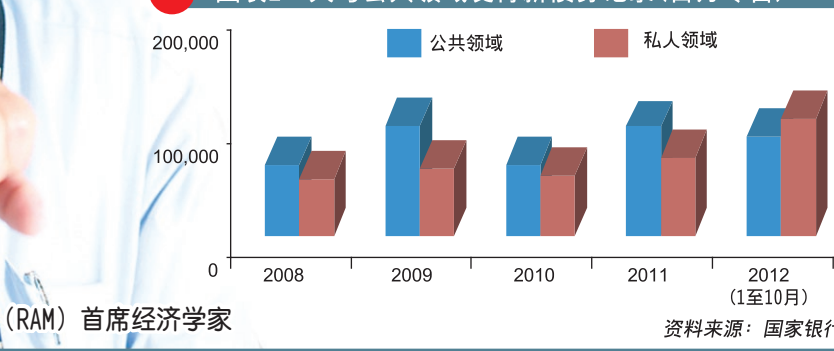
与此同时，亚洲国家的中央银行较为保守的作风，会管制市场不会过热的情形。尽管大马仍未推出任何政策抑制热钱，但却已察觉国债攀升的现象。

随著债市热络推动下，大马公共债务现占国内生产总值（GDP）约52%水平，市场认为需谨慎看待，并相信政府同样会谨

图表1 摩根大通亚洲信贷指数（JACI）越走越低



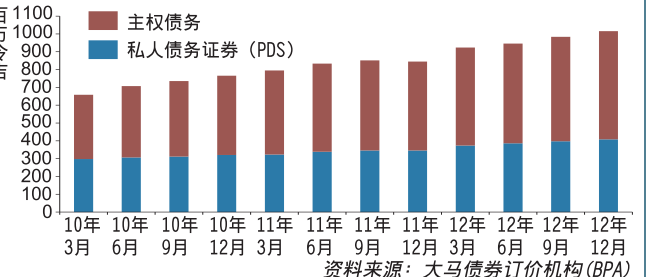
图表2 大马公共领域发行新债券记录(百万令吉)



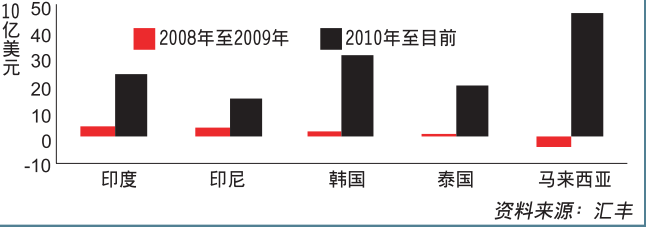
图表3 大马公债（MGS）收益率与外资持股（09年1月至12年11月）



图表4 未赎回令吉债券



图表5 外资流入亚洲公债



4. 降息升息成潛在風險

安东尼达斯与李兴裕都认为，经济衰退将是促使债市泡沫破裂的一大潜在风险；这意味亚洲央行或可能作出降息决定，以推动经济，而债市价格将持续推高，收益率将持续挫跌，与美债的利差因而拉近，或引起外资撤回的风险。

国际投资资金就是因为美国和亚洲国家的利息，出现相当大的差距，才纷纷把钱投放在亚洲债市。

姚金龙也表示，通胀也将影响利率，因央行会因此决定升降息。不过，他认为，大明明年料出现成本推动的通胀压力（Cost Push Pressure），这是因为政府或在明年推出消费税以及实行最低薪金制等，这些料将令通胀走高。因此，政府在明年下半年升息机率较高。

与此同时，安东尼达斯表示，美国升息将是债市出现冲击的重大隐忧！尽管联储局主席伯南克在10月时誓言，即使美国经济回复扩张，也会保持超低利率一段时间，甚至2015年之后。「这只是一个承诺，没有约束力。」

安东尼达斯不排除美国会有升息可能性，而外资或因此撤回欧美，让亚洲债市出现调整。由于债券和利率是呈反向关系，意谓升息，债券价格就会下滑，届时美国收益率将获得回升。因此，新兴国家公债料将因为与美国债券的利差缩小，因

此受到冲击。

不过，安东尼达斯并不会用泡沫来形容债券市场，因其性质与其他产业等不同，具外资流入流出的交投性质。「我会以调整期以形容债市的情形。」假设调整期出现，届时则必须审视亚洲各国的经济成长是否能以应付这股冲击。

同时，仍有一说法可以支撑债市过热的现象。安东尼达斯表示，假设所有国家都出现10%外资流出，而大马却高达15%，这现象则是说明大马债市进入调整期。

无论如何，姚氏表示，假设债市真的出现泡沫破裂的现象，债券价格将因外资撤走而挫跌，收益率届时将获得回扬。不过，发债企业将面临无人认购或须支付高利息的问题，因而无法融资，影响商业信心，也拖累经济活动。

至于野村国际则指出，在明年外资流入料大幅增加等因素之下，亚洲明年将面临过热风险，决策者面临相当棘手的挑战。不过，在最低薪金制度出炉、成本压力提高以及津贴合理化等因素下，野村国际对于2013年费者物价指数（CPI）平均预测料为2.4%。

因此，他们相信，国家银行将在明年上半年持续维持利率，并在下半年将利率上调50个基点，回到金融风暴前的3.5%。

亞洲慎防 熱錢後遺症

翻查世界各国的泡沫经济历史，可以发现，大部份泡沫都是由股市、房产所引起，债市泡沫现象反而并不常见。

无论如何，在过去仅有4宗因债市过热引起泡沫破灭的案例，这是因为与股市房产的追高投机活动相比，债市主要是提供避险功能。

此外，公债是由政府发出与担保，不似股市或房产因为贪婪心态推高形成泡沫，因而面临价高市危的隐忧。

但这并不意味着债市完全无风险，任何投资工具一旦被过度热捧或缺乏管制，都会有风险。

1980年由美国人米尔肯（Michael Milken）发明的垃圾债券，专为岌岌可危的企业筹资，促使垃圾债券泡沫形成，最终在1988因为87年股灾后的熊市的压力而破灭则是最好的例子。米尔肯则在当时被誉为「垃圾债券天王」，并在其创办的德崇证券宣告倒闭后，锒铛入狱。

拉丁美洲外债危机则是缺乏严厉管制所引发泡沫案例之一，由于欧美及日本等已开发国家银行，争相贷款给拉丁美洲国家，促使各国外债占经济比重过高。随后因为军事强人主政，采取行政管制的经济政策，经济严重衰退，因而陷入恶性通货膨胀。

在外债过高之下，巴西、阿根廷等债务国宣布无力偿还外债，形成金融债务危机。

1998年 美国长期资本管理公司因过度财务杠杆应用，因俄罗斯危机而陷入困境。由于该公司交易策略是持有被低估的有价证券，放空被高估的有价证券，从当中赚取利差。

始料不及的是，由于俄罗斯与其他新兴市场国家金融问题益形恶化，争相将资金由高风险债务工具撤出而移驻安全避风港的高品质、无倒帐之虞的美日德等国政府公债；持有巨额之俄国公债多头部位，更放空美国长期公债的美国长期资本管理公司因而面临巨额亏损而陷入破产。最为近期的则是2010年的欧元区主权债务危机。

在与过去的案例比较，目前可说是首次由新兴市场引起的债市热潮，而在经历亚洲金融风暴经验后，各国在外资流入上都有一定的管制，形成较为严谨保守的氛围。加上，这次风潮主要因为因避险情绪推动，而各国国债仍未来来到临界点的情况下，是促使目前市场认为，新兴债市未有泡沫形成的原