



### 王家其

翹騰投資管理董事及風險管理官  
曾任職國際投行銷售及結構產品部，  
具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。  
為美國康乃爾大學物理學博士，  
特許財務分析師及金融風險管理師。

## 看評級不如不看

香港債券在本地零售市場並不普及，原因之一一是港府一直高舉量入為出謹慎理財的大原則，雖有發債但規模不大。例如最近的iBond (04214) 發售量才100億元，散戶認購的上限為4手，即4萬元，對投資者來說實在太少，只能說聊勝於無。

當然港府也發行一般債券，但收益率亦很低，最長期的10年債券回報率才0.985%，並不吸引。有限的供應及低收益大大阻礙了港債券市場的發展。據庫務局資料，截至今年4月，政府已發行的債券才500億元，但累積財政儲備已是6,700億元，無怪評級機構普給香港的評級為AAA，比美國的AA+更高！

筆者在加拿大時曾替政府工作，推廣一種儲蓄債券，名為Canada Saving Bonds，特色是可每月小量定額購買，在每月工資中直接扣除投資款項，由於利息不比銀行定期利息為低，且購買方便，政府在宣傳中強調投資儲蓄債券是幫助政府融資，是愛國的表現，故很受歡迎。後加國財政狀況好轉，加上在零售市場發債成本太高，這計劃便終止了。在欠債多的國家，政府要發債，人民對債券投資反而比較認識和積極參與。

### 評級機構地位今非昔比

海外債券在港並不流行，投資者很容易盲目相信信貸機構的評級。6月22日穆迪下調全球15間大銀行的評級，其中包括花旗、滙豐(00005)、摩根大通、高盛等，這些銀行的債券和優先股不跌反升，投資者對穆迪的下調評級完全不當一回事。

其實市場對評級機構的尊重及信心已大不如前。2008年的次按風暴，投行可將有毒資產包裝成證券賣給投資者，關鍵就是評級機構給予AAA評級。投資者沒能力或時間作盡職審查，於是在考慮產品時就高度依賴評級機構。這種依賴在機構投資者中尤為顯著，港交所(00388)更要求輪

商評級保持AAA至A，故輪商評級被下調，港交所會甚緊張，因可能影響輪商發輪的資格。

很多機構投資者如基金、保險公司、養老金，監管機構都必須投資高評級(如AA以上)的證券產品。對她們來說，發行者身份及產品結構都不如高評級的重要。由於從次按衍生出來的證券，很多都帶AAA評級，兼且回報比美國國庫債券高，因此很多投資者都跌進這些產品的陷阱。當美國樓市下滑，才突然醒覺這些產品的違約率和虧損遠比其他AAA債券為高。

後來在很多針對評級機構的訴訟中，評級者竟以言論自由作辯護，把責任推卸，真可算混帳。去年8月標普將美國主權評級由AAA下調到AA+，展望負面，之後美債回報率就不升反跌，30年長債利率從當時的3.5厘下跌到現在的2.7厘(即更多人購買已被降級的美債)，可見信貸評級機構的影響力大減。

### 債價反映當下信貸狀況

評級機構是商業機構，主要收入來自收取給予發行人評級的費用。若債券發不成，收入便直接減少。故此評級制度實存在着利益衝突，投資者不能掉以輕心。這跟投資銀行安排公司上市，在招股過程中必須唱好的道理一樣，沒有人會跟米飯班主對抗。

評級制度另一問題是，信貸評級調整是滯後的。發債者的財務狀況變差，市場早已反映，但評級機構往往過很久才作出下調。

原因是信貸評級代表的，不是這一刹那的財務狀況，而是反映一個經濟周期的平均數，所以是滯後的。若投資者想即時觀察發債者的信貸狀況，最直接要留意她的債券價格。投資者對發行者的信心減弱，她的債券價格即立刻下跌。對規模比較大的發債者，市場上會買賣相關的信貸違約掉期作對沖。掉期價格即時反映投資者對發債者的信心，也是最準確的風險寒暑表。FM

信貸評級代表的，不是這一刹那的財務狀況，而是反映一個經濟周期的平均數，所以是滯後的。若投資者想即時觀察發債者的信貸狀況，最直接要留意她的債券價格。