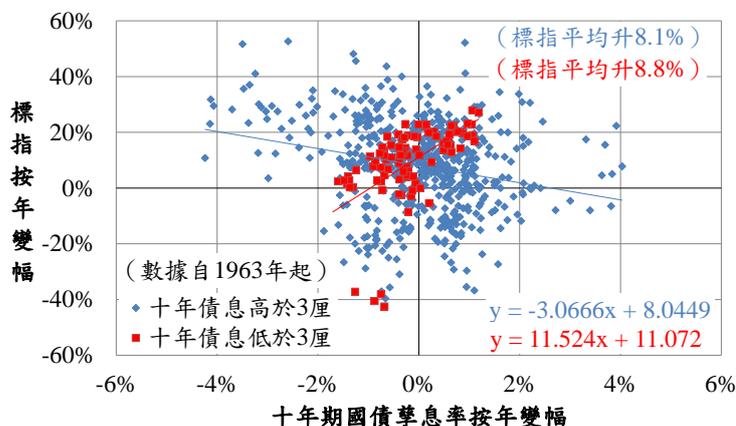


《信報》專欄〈圖理滿文〉

十年息縱見三厘 美股上落影響微

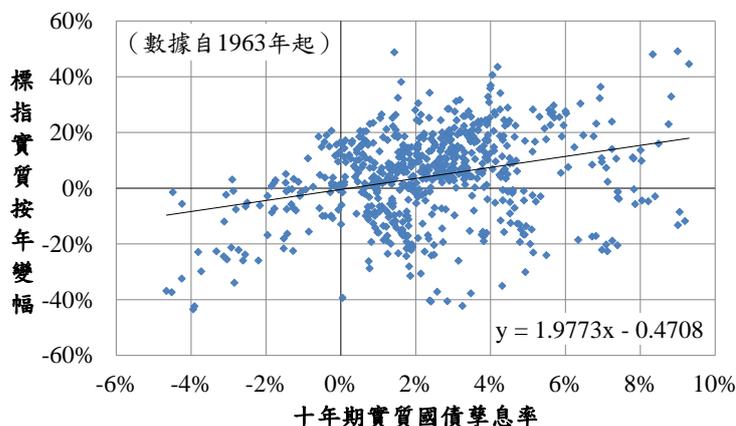
美國十年期國債息率急升，市場擔心美企的融資成本急升，導致美股由近日高位急跌。各大媒體均擔心十年期國債孳息率升穿3厘，將會引發股市又牛轉熊。不過，為何3厘是股市牛熊的分水嶺，而不是4厘或5厘？各大媒體沒有提供清晰的理據，筆者估計原因有兩個，一是早前「債王」格羅斯預測十年期國債孳息率將於未來十二個月升至3厘，因此媒體均將3厘定為重要指標；其二是2013年12月高位是3厘，升穿即確定自2012年起的債息橫行格局正式結束。

圖一：標指及美國債息按年變幅



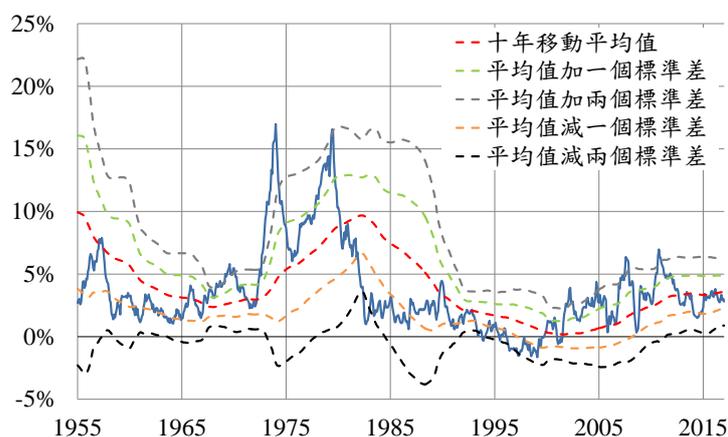
究竟美國十年期債息高於及低於3厘，跟美股有什麼關係？圖一顯示標普五百指數及美國十年期國債孳息率按年變幅。雖然當十年債息高於3厘時，標指跟債息的走勢呈負相關性，而當十年債息低於3厘時，兩者關係呈正相關性，但值得注意的是，無論十年債息是高於或低於3厘，標指每月按年變幅均大約為8%至9%，反映十年債息的3厘關口並非外間所憂慮的洪水猛獸。

圖二：實質標指及美國十年期國債孳息率



如果以更學術的角度作分析，投資者更應該比較撇除通脹後，標指及十年期債息的走勢，如圖二所示。結果顯示實質的標指按年變幅跟十年期債息的走勢呈正相關性，現時美國通脹仍低於長期債息，而且很大機會維持一段時間，因此實質債息處於正數對實質美股有正面作用。

圖三：實質標指及美國十年期國債收益率差



另一方面，美國十年期債息上升亦引發股市的價值投資者關注，他們指出債息上升變相令投資股票的相對吸引力下降。圖三顯示自 1955 年標普五百指數及十年期國債收益率差，即是依據諾貝爾經濟學獎得主席勒（Robert Shiller）所提出的過去十年標指平均收益率，減去美國十年期國債孳息率。現時的收益率差略低於十年移動平均值，若十年債息再升，的確會令收益率下降，降低美股的吸引力，但問題是當收益率低於平均值，甚至接近圖中的黑線（即平均值減兩個標準差），是否代表美股將出現大熊市？

事實上，圖三顯示標指由 1984 年至 1999 年期間，收益率低於平均值，部分時間甚至是接近圖中的黑線及低於零水平，但標指除了在 1987 年出現股災外，其餘時間均節節上升。另外，即使標指在 2003 年及 2005 年升穿圖中的灰線（即平均值加兩個標準差），當時標指的走勢依然強勁，因此收益率差過高或過低均未能預示美股轉勢。

總括而言，數據顯示無論十年期國債孳息率於高於或低於 3 厘，標指每月的按年變幅均大約 8% 至 9%，反映 3 厘並非美股牛熊市的轉向關口。如果撇除通脹比較標指及十年期債息，結果顯示兩者走勢呈正相關性，反映市場將今次美股大跌歸咎於債息上升的理據並不充分，筆者個人更傾向美股是因為特朗普上任後未出現明顯調整，今次藉債息上升而出現技術性調整。至於估值方面，雖然長債息率上升將導致標指跟十年債息的收益率差下降，但數據顯示收益率差過高或過低不代表標指將出現熊市或牛市，甚至收益率差有機會出現「低處未算低」的情況，因此投資者不要因為收益率差下降而出現過度恐慌。

梁志麟
環球金融市場部