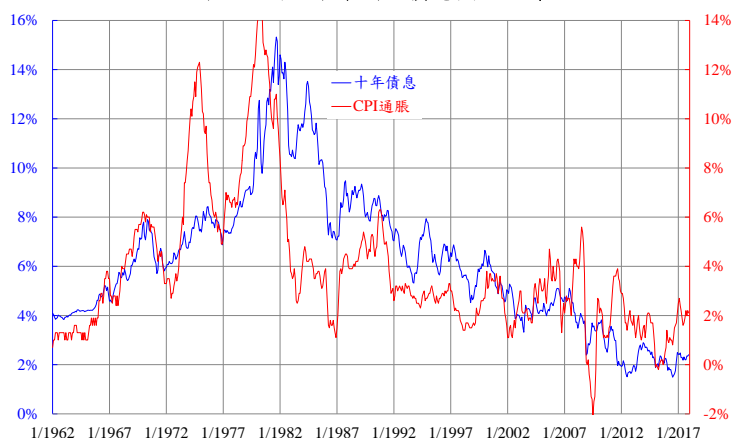


《信報》專欄〈一名經人〉

美債長息展長升 實際影響卻不明

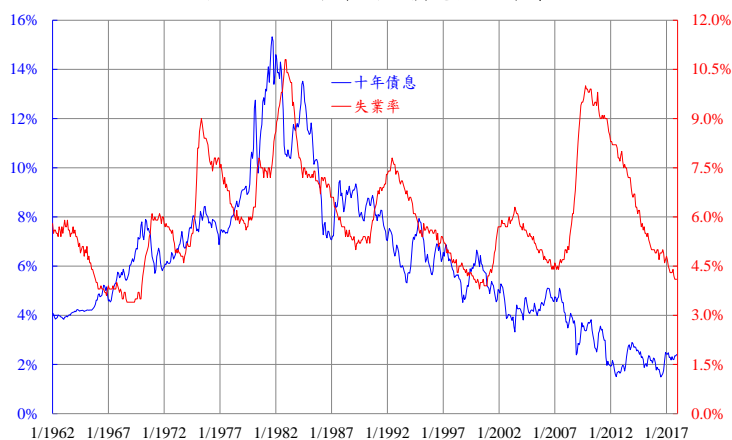
近期美國債息急升，背後原因眾說紛紜：一、外國央行拋售；二、聯儲局也在沽；三、加息推高債息；四、股市升債轉股；五、通脹確在趨升；六、經濟依然不錯。其實，敝欄早已多次指出頭兩個不是主因，頂多屬消息性短暫影響；第三、四項是週期性的，反而第五、六項卻影響深遠。不過，今文不是解釋債息升，而是看看息升下的影響。

圖一：美國十年期國債息與通脹率



追本溯源，債價的最大威脅是通脹，匯價反應不關事，畢竟借、還都屬同一貨幣，但債到期後所輸的購買力卻是實在的，所以長線以來與債價相反的債息只會跟隨通脹【圖一】。觀圖所見，大上落的部分都是通脹先行債息尾隨；近期始升一段亦不例外。不過反過來說，債息上升就是加息，理應遏抑通脹。在大轉角上，確見息飆通脹見頂、息插通脹見底等反向現象。近期通脹回升會否是債息長期低企的結果？的確有可能的。縱近月債息再升，但遏抑通脹效果通常滯後一、兩年才見，意味債息仍有上升壓力。

圖二：美國十年期國債息與失業率

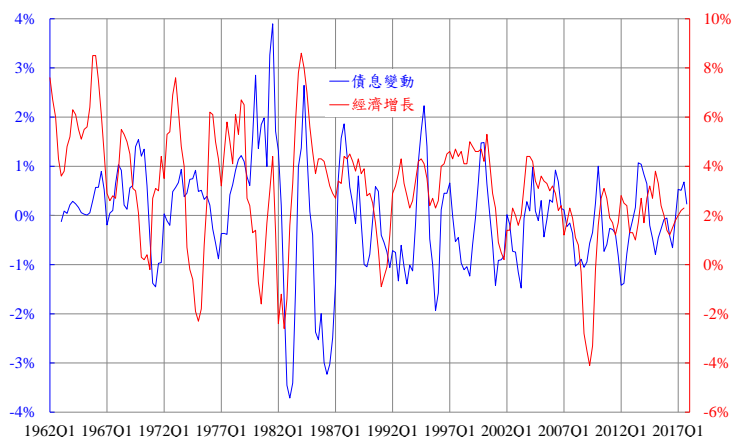


債息與通脹互為影響，那麼與另一經常相提並論的因素——就業，影響又如何呢？從有史以來的數據所見，關係曾變：1980年代中前滯脹期內債息、通脹、失業率皆升；而之後的大緩和期內則債息跟失業率反向，大概反映貨幣政策對就業的反應【圖二】。

債息固然不似會直接影響就業，反過來說，一旦失業率見底回升，債息將週期倒跌。

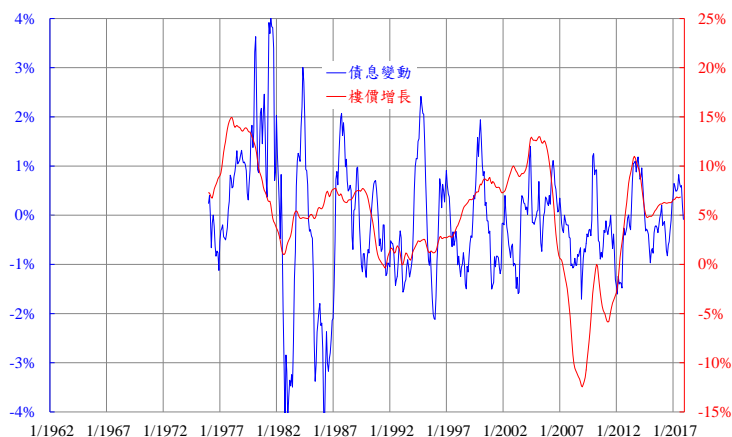
債息上升會否影響經濟增長呢？理論上加息會冷卻經濟，但也有一、兩年的時差；而當央行有聲氣加息時，長債息更會先行上升，因此長債息領先經濟的時差將會更長，結果是數據上不容易觀察到兩者關係，而事實正是這樣【圖三】。既然長息反映通脹，但通脹與經濟增長又無必然關係（ P 、 Q 屬兩條軸），長息不直接影響經濟亦屬合理。

圖三：美國十年期國債息與經濟按年增長



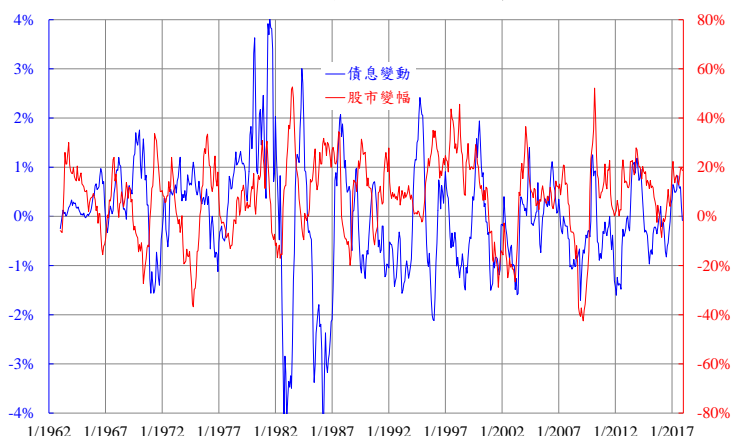
話雖如此，但長債息又會否影響經濟中的重要一環——樓市呢？與本港不同的是，美國樓按多以長債息為基礎，故長債息升理應不利樓價。然而實際上從數據觀察到的，卻是兩者同向多於反向【圖四】。另外，因樓價週期遠長過與經濟相關的長債息週期，故有不少日子債息出現轉角而樓價沒有，這亦是令兩者相關度降低的主要原因之一。

圖四：美國十年期國債息與樓價增長



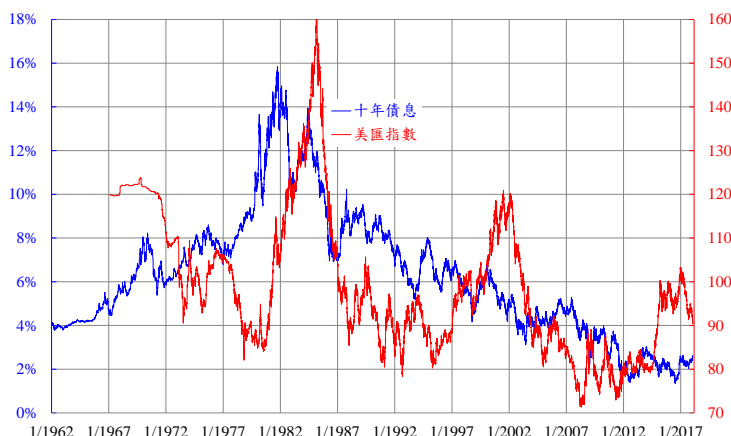
看過長債息對經濟的影響後，現再看對市場的影響。直觀而言，其與股市最相關。從長債息的按年變動與標普五百指數按年變動的關係所見，大致上有，但不算十分高，尤在1980、90年代更常見債息變動而股市沒對應地跟的情況【圖五，兩者變動1:20】。若再細看，亦見1970年代時債息與股市變動往往反向而非同向，即債價與股價同向，出現股、債同升共跌之象。那時滯脹，通脹升而經增長跌，對應的是債息升而股價跌，即是股、債同跌價。撇除滯脹日子，則兩者還是較呈此消彼長關係，尤其是近廿年。

圖五：美國十年期國債息與股市增長



最後，長債息會影響美匯嗎？美匯的本質本應是美息相對非美貨幣息的差距前景，單單美債息的升跌不應預示到美元相對非美的匯價。不過，在長線上兩者卻呈正比關係【圖六】。這變相是說在通脹長跌的日子下，美匯同樣長跌。兩者其實可以互為因果，貶值本可引發通脹，但觀乎長債息普遍領先於美匯下，貶值引發通脹一說似乎只見諸1980年前後一段。既然普遍其餘日子是息先跌而美匯跟，看來這是息差因素在話事，美息跌時，資金從美元逃到另些高息幣，儘管這些高息國的息口大勢也如美息般跌。

圖六：美國十年期國債息與美匯指數



從上所見，美債息大抵領先所有其他環節，無怪乎孳息曲線有遠程經濟預測之效。正因這點，長債息升是反映往後市況或經濟，多於對其產生影響；縱有亦是次要影響（secondary effect）。如果長息真有影響便有些吊詭現象了：第一，緣何1980年代前，長息升但經濟增長水平較高，反而近卅年長息跌但經濟增長水平偏低？第二，同樣在1980年代前，長息升但股市長期（secular bear）上落，反而近卅年長息跌但股市長牛（secular bull）？傳統智慧不是股市應跟長息同上落嗎？顯然，長息的影響殊不簡單。

唯一可以肯定，是通脹影響長息連帶相關的商品週期，但長息卻是因而非果了。

羅家聰
環球金融市場部