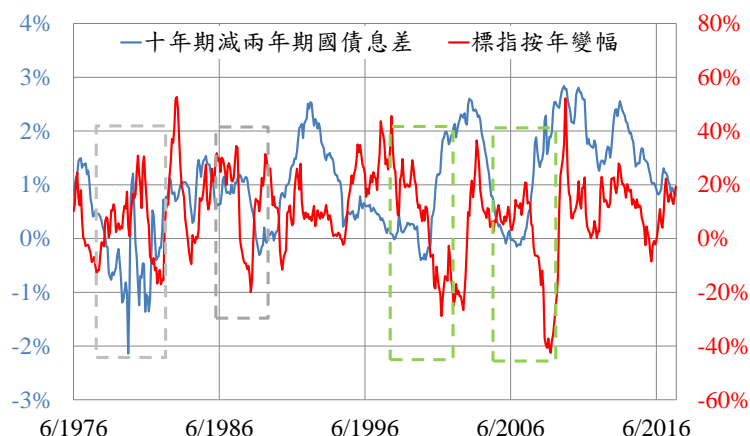


《信報》專欄〈圖理滿文〉

息差收窄股仍升 高息幣債有壓力

美國稅改陷入膠著狀態，參眾兩院對下調企業稅的推行時間及稅階出現嚴重分歧，但美股未有借勢調整，反映投資氣氛未有明顯轉弱。不過，債市卻出現令人不安的訊號，美國十年期減兩年期的國債息差一度跌至 0.69 厘的十年低位，令投資者擔心已累積一定升幅及估值高企的美股將出現大幅調整。雖然近日十年債息反彈略為舒緩上述憂慮，但預期聯儲局逐步加息將帶動短息上升，息差將難免進一步收窄。究竟持有美股的投資者是否有必要獲利離場？其他資產會否受到影響？

圖一：美國國債息差及標指按年變幅



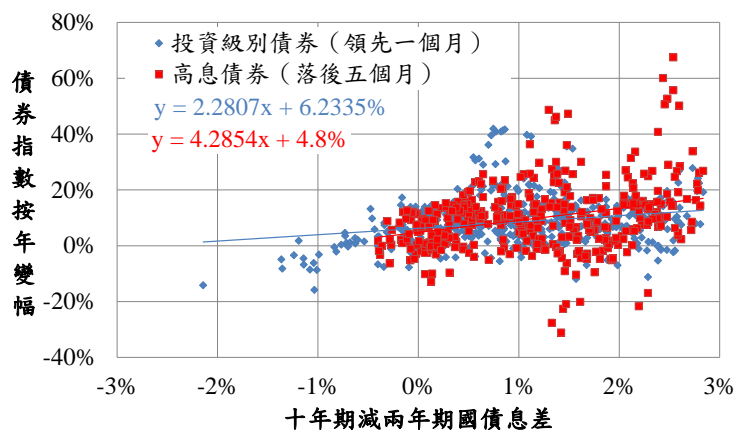
圖一顯示美國十年期減兩年期國債息差及標普五百指數的按年變幅。無疑在 00 年至 01 年的科網股爆破及 08 年至 09 年的金融海瀟前夕，息差事先跌穿零水平（如圖中綠框所示），為股市發出警號。不過，息差絕對不是長期可靠的警號，例如在圖中灰框顯示，在 87 年股災前夕，息差未有事先跌穿零水平。到七十年代末期，息差更長期處於零以下，但美股要到 82 年才有較大調整。

另一方面，圖一亦顯示息差收窄但處於零水平之上，美股仍可以錄得正增長，在 11 年至 16 年期間便是一例。另外，息差在 92 年的 2.5 厘持續下跌，但美股卻愈升愈有，反映投資者無需因為國債息差收窄而感到焦憂。

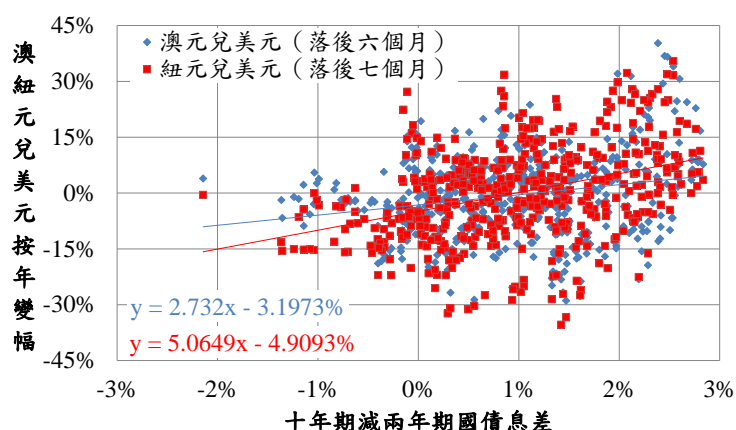
雖然息差不是預示美股調整的可靠指標，但對債市影響卻不可忽視。圖二顯示自 1976 年至今美國息差和企業投資級別及高息債券指數的按年變幅，結果顯示息差跟債券指數呈正相關性。值得注意的是，投資級別債券指數輕微領先息差約一個月，因此息差收窄對指數未有明顯的啟示性。相反，高息債券指數卻落後息差約五個月，而且迴歸系數明顯較投資級別債券指數為高，這反映短息上升增加企業的違約風險，降低高息債

券的吸引力，導致指數的表現較弱。因此，若投資者持有大量高息債券時，要留意回報率有進一步降低的風險。

圖二：美國國債息差及債券指數按年變幅



圖三：美國國債息差及澳紐元按年變幅



息差收窄亦會影響高息貨幣的表現。圖三顯示自 1976 年至今息差和澳元及紐元的按年變幅，兩者呈正相關性，息差的走勢分別領先澳、紐元六個月及七個月，而且紐元所受的負面影響較大。如果將於 10 月時的平均息差 0.82 厘代入圖中的迴歸算式當中，將得出澳元及紐元分別按年下跌 0.96% 及 0.76%，即澳元在明年 4 月及紐元在 5 月時的合理值分別為 0.76 及 0.69，跟現價相若。

總括而言，息差收窄對美股前景未有明顯的指標性，要待息差跌低於零水平才反映美股的調整風險，但現時息差仍高於零水平，因此投資者不需過份憂慮。不過，息差收窄明顯對美國高息債券指數和高息貨幣澳元及紐元的回報帶來負面影響，投資者可能要留意相關資產的回報將有機會受到拖累。

梁志麟
環球金融市場部