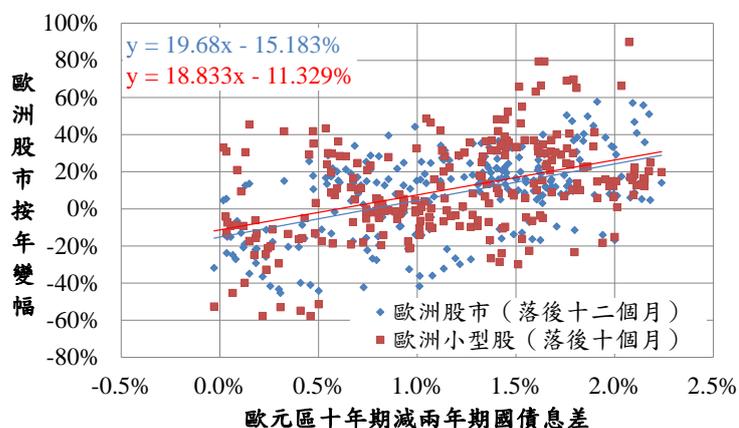


《信報》專欄〈圖理滿文〉

息差收窄股市回 歐傷過英好幾倍

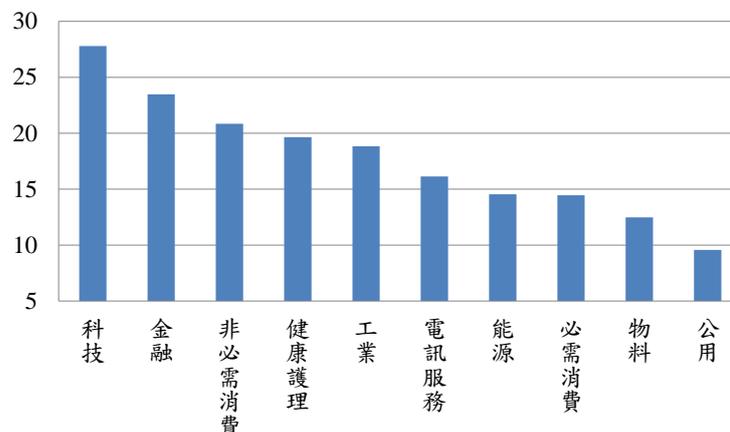
上期筆者提及到美國十年期減兩年期國債息差收窄，將不利美國高息債券及高息貨幣，但對於美股的影響難下定論，要待息差跌穿零水平才有較大啟示性。另一方面，歐元區債息同樣停滯不前，雖然歐洲經濟持續造好，但受到美國長債息率缺乏方向的影響，歐元十年期債息未有明顯上升，導致十年期減兩年期息差在 1.1 厘附近整固。過去歐元區債息的走勢跟美國一致，一旦歐洲息差跟隨美國收窄，會否對歐股帶來負面影響？那個行業將會對面較大衝擊？

圖一：歐元區國債息差及歐股按年變幅



圖一顯示自 1996 年起歐元區十年期減兩年期國債息差對 MSCI 歐洲（英國除外）股市及小型股指數的按年變幅，結果顯示股市及息差走勢呈正相關性，歐股及小型股指數分別落後息差十二個月及十個月。值得留意是兩大指數跟息差的迴歸系數均為 19 左右，反映息差對大股或細股的影響大致相若。如果將數字代入圖中的算式當中，將得出明年 8 月份歐洲股票及小型股指數的合理值為 154 點及 465 點，高於現價約 4% 及 12%。

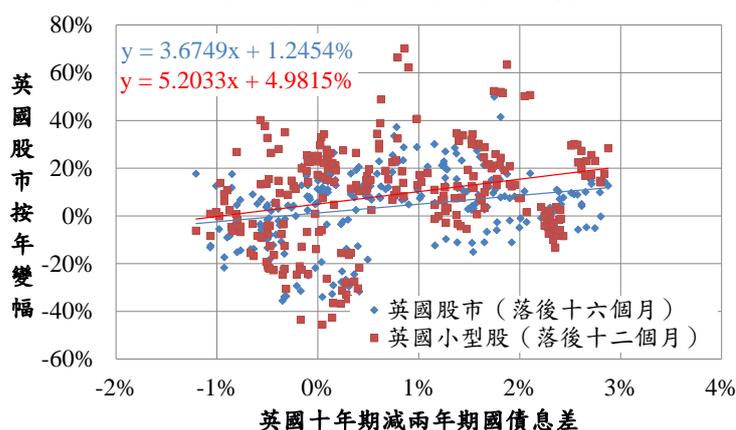
圖二：歐元區息差對歐股各行業迴歸系數



圖二顯示自 1996 年起歐元區息差跟歐洲股市各行業指數的迴歸系數，要留意息差領先各行業約十二個月，而且全部指數跟息差均有密切關係。結果顯示公用、物料、必需消費及能源股最不受息差所影響，始終公用及必需消費股的派息及收入較為穩定，因此股價表現相對穩定。至於物料及能源股收入跟資源價格較為密切，因此息差收窄所帶來的負面影響相對輕微。

另一方面，結果顯示息差收窄不利歐洲科技及金融股的走勢。由於銀行大多以短息吸納資金，以長息放貸，因此息差收窄利淡金融股是容易理解。不過有趣的是，究竟什麼原因導致科技股最受歐洲息差所影響？從營運模式到企業財務狀況，均難以解釋息差跟科技股有任何直接關係，較為可信的原因，是在 2000 年前後科網股急升到爆破，歐洲央行的息率走勢亦受到科技股的影響而先加後減。到金融海嘯後，雖然歐洲央行大推量寬政策，但事實上息差自 2010 年起反覆下跌，而同期環球科技股卻持續造好。因此，投資者不需要過分憂慮息差收窄對科技股的影響。

圖三：英國國債息差及英股按年變幅



至於英國股市方面，圖三比較自 1996 年英國國債息差跟 MSCI 英國股市及小型股指數的按年變幅。結果顯示息差跟指數呈正相關性，英國股市及小型股指數分別落後指數十六個月及十二個月。如果將數字代入圖中的算式當中，將得出 MSCI 英國股市及小型股指數於明年 8 月的合理值為 2,139 點及 419 點，高於現價半至一成。值得注意的是，圖一的迴歸系數較圖三的為高，這反映歐洲股市走勢較容易受到息差所影響。

總括而言，雖然現階段歐洲及英國息差收窄不足以導致兩地股市出現大幅回調，但投資者要密切注意未來環球息差的變動，將影響歐英股市的長遠表現。至於個別行業方面，雖然數據顯示科技股跟息差有密切關係，但事實上主要是受到 2000 年科網股時期所影響，到金融海嘯後兩者的關聯性已明顯降低。至於資源、公用及必需消費股，由於營運及收入相對穩定，因此息差對股價的影響不大。

梁志麟
環球金融市場部