

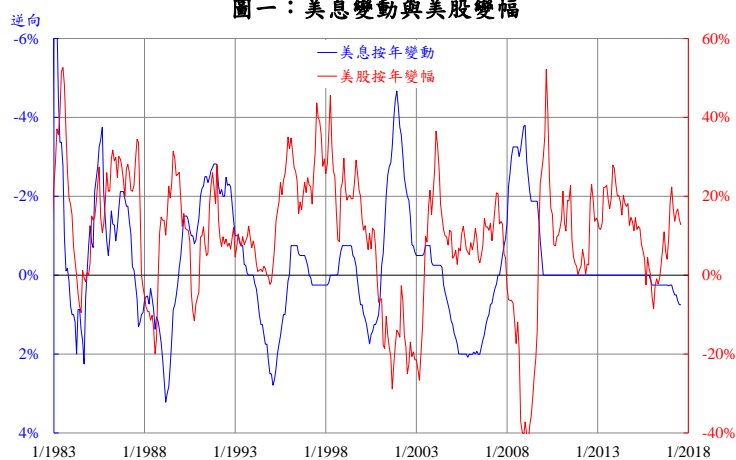
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 收水影響無必然 有否泡沫才關鍵

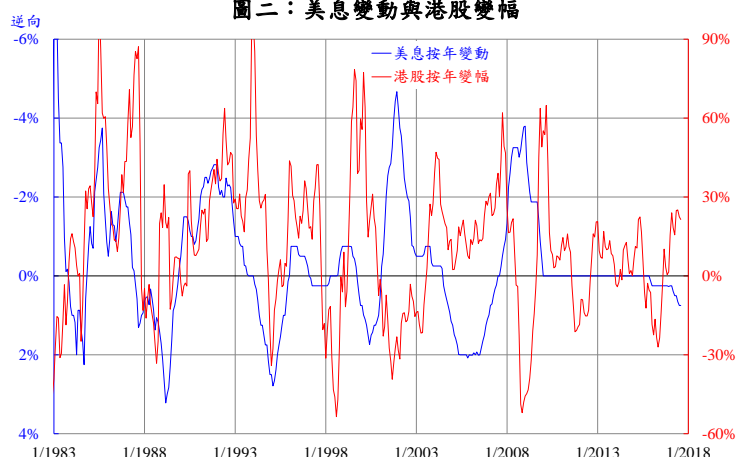
聯儲局由量寬到停手，終於到縮表了，有什麼影響呢？對經濟影響以前曾分析過，不清不楚的，即時有時無，有些環節有，另一些則無。對經濟影響難評估的原因之一，是貨幣政策一般需時一、兩年才見功；一、兩年間世界可有很多變化，有幾多屬政策，實在不易抽離分析。然而，政策的市場影響反而稍易，因為市場會即時甚至更早反應，故除非政策是突擊行動——但聯儲局自海嘯以來也未再試過，否則只要看看政策出時，或稍早一、兩季的資產價格有否異樣，大抵便知政策的市場反應。今文就做這分析。

目前的收水行動僅加息和縮表，哪樣的影響大？現逐個看，先看加息並先論美股。數據由1980年代初伏爾克降服通脹失控後的大緩和期起至今。理論上加息不利股市，果如是者，應見聯邦基金利率的按年變動與標普五百指數的按年變幅成反比。實際上，這反比關係在格林斯潘自1994年引入議息會後聲明發佈制度之前是最佳、最清晰的，之後至1999年還可以，但踏入2000年代起卻見關係反轉，加息時股市向好【圖一】。由於港股走勢跟美股相若，至今亦然，因此加息對恒指的影響亦十分之相似【圖二】。

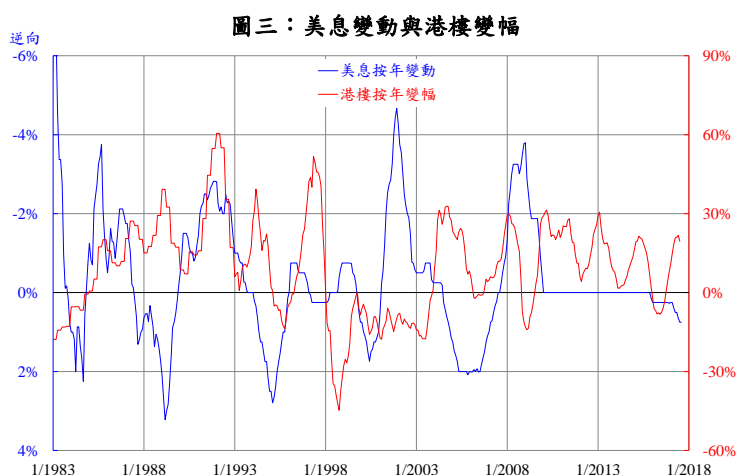
圖一：美息變動與美股變幅



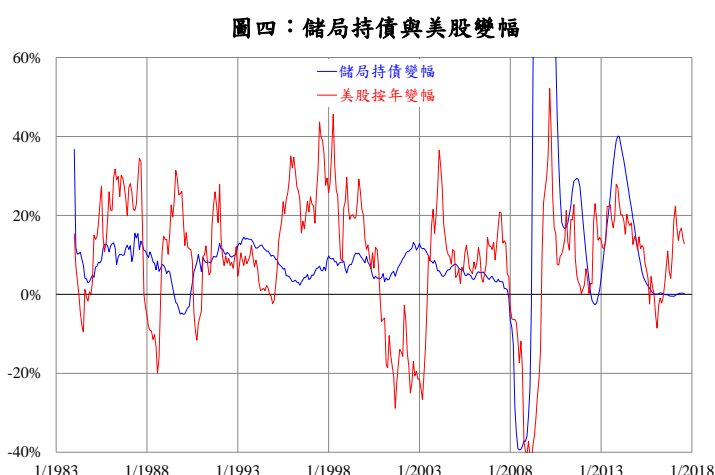
圖二：美息變動與港股變幅



另一個被視為息口敏感的資產是樓。息口變動與本港樓價變幅的關係是如何的呢？之前已曾指出，樓價變幅應與實質長息關係較高，但後者仍是滯後的。只計美息變動，即忽略通脹部分又是否可以？名義息口對名義樓價，皆計按年變化，其實亦無不可的。不過實際所見，兩者在整個數據期都不見明顯反比關係；說是有的，其實都沒看過數據【圖三】。這要留意邏輯陷阱。不少人會隨意將息口水平與息口變動混為一談；固然，利益集團會輸打贏要拿取有利論據，但論樓價升跌（即變化），還是應看息口變動的。

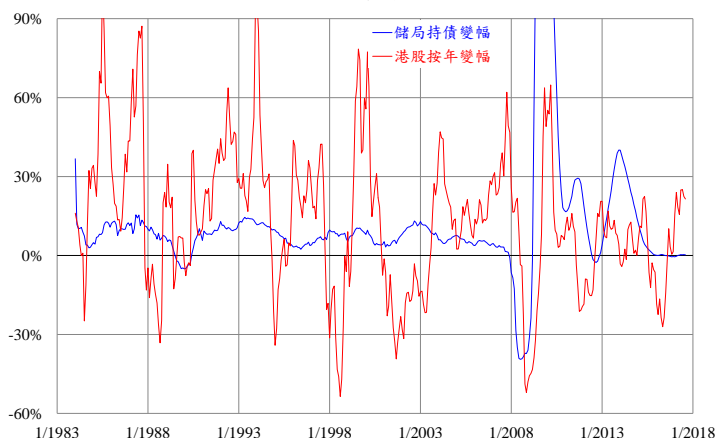


息口變動的影響大致看過，那另一收水政策縮表又如何呢？聯儲局的「資產持有」數字可追溯至 1980 年代初；當局以前也有持債，只是海嘯後才大增而已。如圖所見，持債變幅與標指按年變幅的關係在 2000 年代前一般，之後反而強了，跟息口剛剛相反【圖四】。儲局買債與美股升跌本無直接邏輯關係，但因買債涉及對應貨幣基礎增加，錢多了很大程度又是落到銀行體系裏，故關係就出來了。唯一吊詭的是近年持債不變，但美股卻照升如儀。的確，美股近兩年的升勢不是貨幣政策可解釋到。港股又如何？



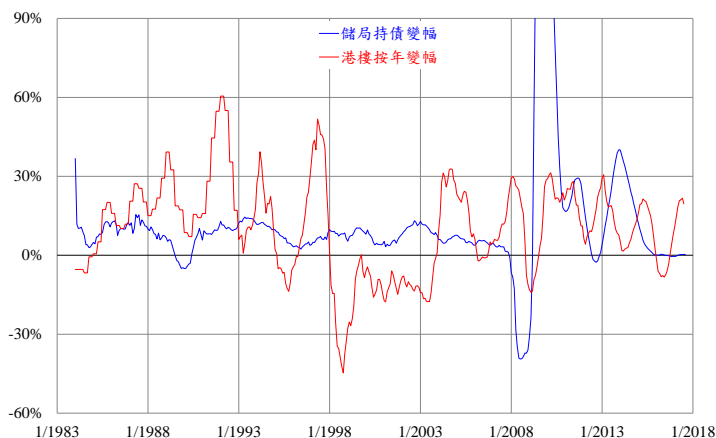
如上所述，港、美股市走勢相若，兩者與儲局持債的關係也應接近，而最大分別，是港股波幅較美股為大【圖五】。再細心比較兩者的話，不難見到海嘯後至 2015 年間，儲局持債與美股的關係較與港股為高。不過無論如何，依過往縮表、或縮表變速所見，股市按年變幅都由高位回落，而這不限於 2000 年代之後。故常言縮表的影響可不小。

圖五：儲局持債與港股變幅



那麼最後，縮表與樓價的關係又如何？隨意觀察而言，對樓價的影響應大於股市，但比較之下，卻見量寬下的樓價並無升得特別瘋狂，起碼遜於 1990 年代無量寬的年代【圖六】。記憶告訴我們樓價升幅史無前例……且慢，樓價水平無疑空前，但非升幅。如果我們的記憶能延伸至 1997 年對上的十年，其實那時的升幅絕對不下於最近八載。

圖六：儲局持債與港樓變幅



今文所見，其實收水的影響遠沒人云亦云的心理影響般大。加息固之然沒甚影響，即使縮表亦是影響美股多於港股，再多於樓價。數加息加到冧市衰退者，唯一想到的，恐怕是伏爾克降服通脹失控那次，空前亦或絕後。今時今日的央行已經相當市場導向，不會出到這類人才，起碼不會獲委任了。但沒這類人是否等於今後資產都很安全呢？

上次加息週期即格林斯潘仍在任時，他亦已相當克制步伐（measured pace）加息，以免震撼市場。的確，以當時每年八次、每次¼厘的速度看，較諸再之前動輒加半厘、¼厘確實克制。但結果在格老離任的 2006 年次按便出事，之後樓價大跌、金融海嘯。

是不合理的泡沫，終會「找個機會」爆破，要是關收水事，亦或只是觸發點而已，而非真正爆破原因。所以，正確的問題應是資產本身有否泡沫化，而非收水與否。

羅家聰  
環球金融市場部