

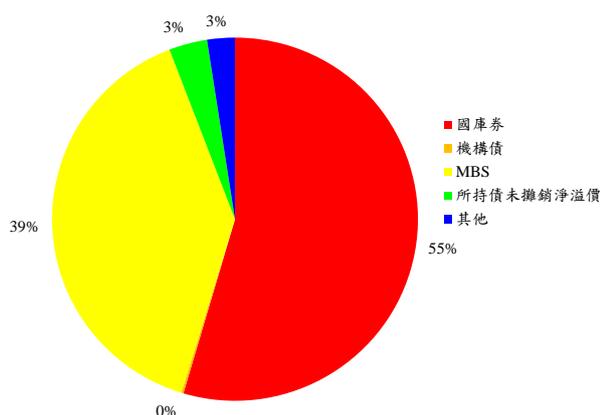
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 縮表未必影響大 還看華府怎發債

市場原先盛傳聯儲局年底開始縮表，但上月議息紀錄已討論縮法，暗示或提早縮。之前曾指，量寬買債擴表時並無令債息顯著下跌，即傳統的 portfolio rebalancing effect 並無彰顯，是故對應來說，掉頭縮表理應也沒有顯著影響。今次之所以再寫這個題目，是因搜集並整理了國債的整體統計，再配合聯儲局持債分佈，應可窺到更仔細情況。

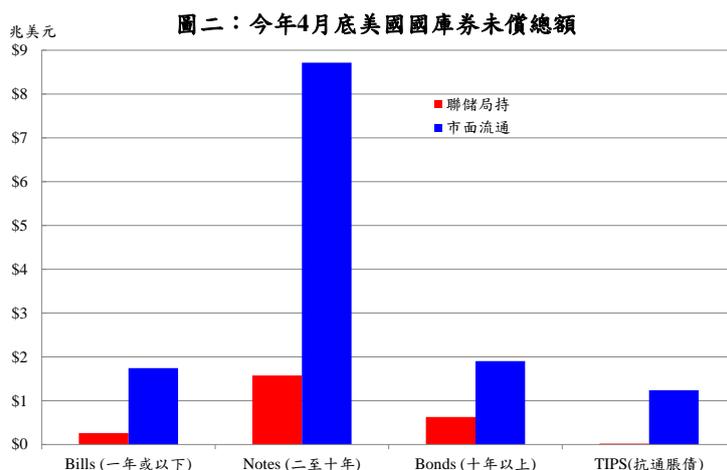
首先，聯儲局目前所持的資產包括什麼？截至4月底計，逾半為各年期的國庫券，近四成為按揭抵押證券（MBS），包括兩房等的機構債（agency debt）則僅一個零頭，餘下數以十計細項加起來才僅約半成【圖一】。議息紀錄指縮表包括國庫券和機構債，但清楚無提及 MBS。其實 MBS 分機構與非機構兩類，在目前近9兆美元未償總額中，機構和非機構分別佔八成半和成半，而儲局所持（圖一黃區）的剛好佔未償總額兩成。不過由於這部分有幾多是非機構的不詳，難以分析，故以下分析聚焦國庫券的部分。

圖一：聯儲局目前資產分佈

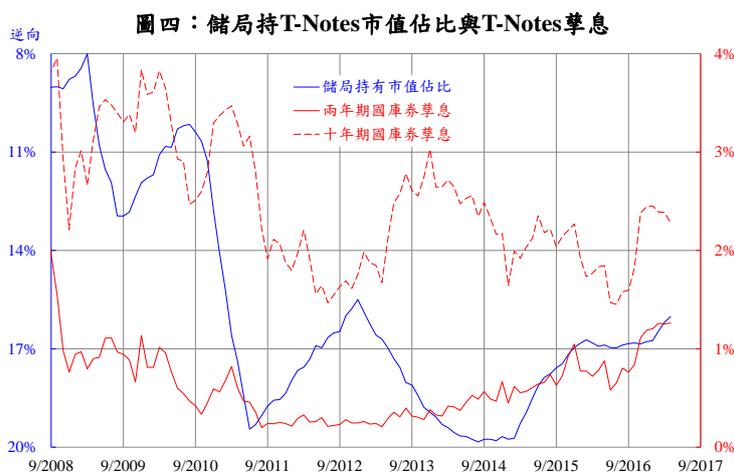
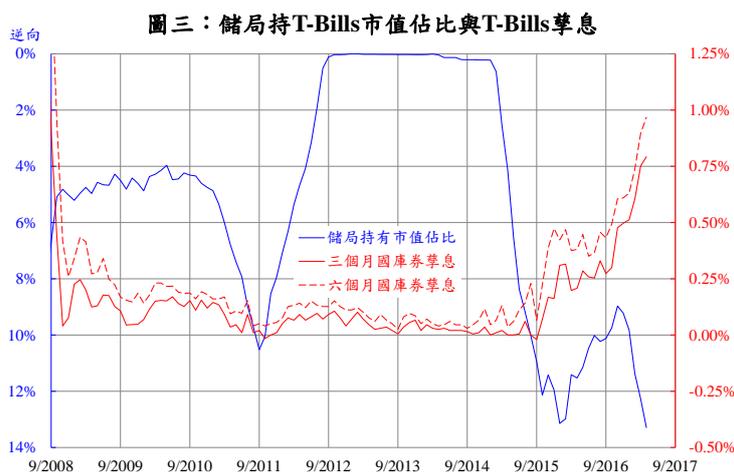


國庫券分市面流通（marketable）和非流通（non-marketable）兩類，以4月底計，兩者比例為七三開，但因後三成非流通債不影響市場孳息，故以下分析會先將之剔除。至於七成流通的部分，約0.15%由政府部門間而非公眾持有，但因太少故不影響大局。流通的未償總額分五類：Bills（一年或以下）、Notes（二至十年）、Bonds（十年以上）、TIPS（抗通脹債）和FRN（浮息票據）。至於聯儲局所持國庫券的報表，則僅按年期和TIPS分類。故第一個麻煩之處就是要將兩個統計配對，將FRN部分打散到其他類別。由於這部分不多，僅佔2-3%，故將之按其他類別比例分佈打散，應不影響大局結論。

以4月底計，市面流通的Bills、Bonds和TIPS各不到2兆美元，儲局所持不多；至於最大額即二至十年期的Notes，市面上有近9兆美元，而儲局所持的不到2兆美元【圖二】。由此可見，聯儲局應為市場中最大持有者；外圍持最多國庫券的日本亦僅持1.1兆美元，且是各檔期的合計。接着要問的，是當局持有這樣的份額到底幾有影響。

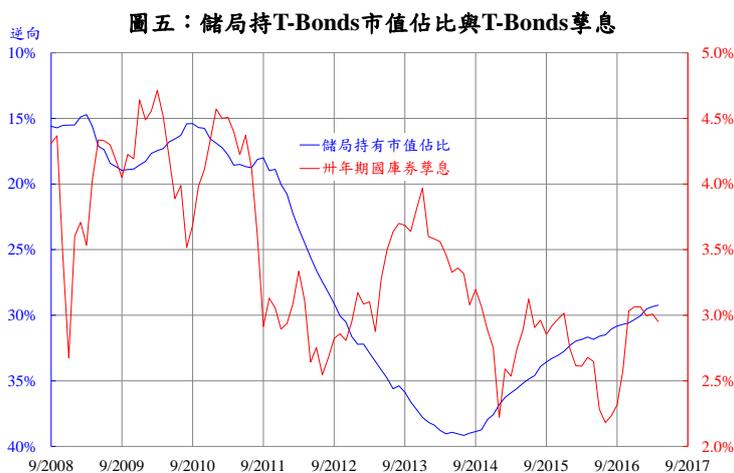


先看一年期或以下的 Bills。將儲局所持的市場份額與三、六個月期的國庫券孳息、由雷曼倒閉起至今比較，理論上若儲局份額有影響力的話，應與孳息反向，即持愈多，孳息愈跌。但實際上，兩者驟看關係不大【圖三】。2011、12年間，當局進行扭曲操作，沽短債買長債，故當中幾年的持 Bills 份額跌至零，之後 QE3 再買，但息無對應變化。

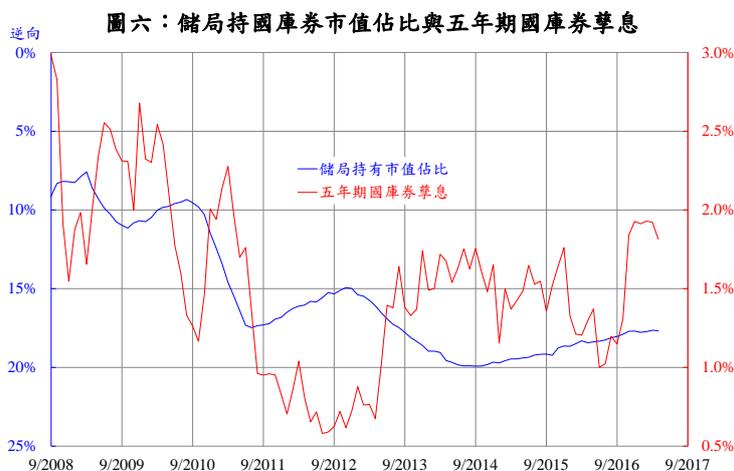


在最大市場 Notes 方面，當局的持債比例大致跟隨三輪量寬調高，但最升得快還是 QE2 時；之後的扭曲操作雖說是沽短買長，但持 Notes 比例仍跌。埋單計算六年以來，儲局持 Notes 比例只在成半到兩成間上落，未見單邊升跌，至於與兩和十年孳息比較，

則似乎跟兩年的較貼【圖四】。十年孳息的走勢反而不跟儲局所持份額背馳而是同向。



在餘下的一類即十年期以上的 Bonds，份額在第 QE2、3 時急升，但當量寬停後，即告回落【圖五】。觀乎持債佔比與孳息走勢，卻亦如十年期的般未見明顯反比關係。然則若將儲局所持各檔期國庫券合計，再與中間檔期孳息如五年期比，反而悄悄見關係【圖六】。坊間一般相信，三輪量寬下儲局買起國債市場，但實際上，儲局佔比份額由 2008 年海嘯時近一成僅升至近年的不到兩成。簡言之，儲局目前雖持了 2 兆多的債，但較市面流通的近 20 兆，前者僅佔一成許，實證上對孳息的影響，幅度僅一、兩厘。



從上可見，儲局持幾多債不是直接影響債息的因素；持市場份額多少方才是關鍵。換言之，另一關鍵是財政部發幾多新債。在海嘯後兩年至 QE2 前，儘管 QE1 已推了，但儲局所持份額變化不大，因為當時發債也多；近年發債「相對」儲局所買速度慢了，因此債市驟見供不應求，孳息向下。故之後縮表會怎影響債息，也很視乎發債速度。

這樣看來，財政部對此也有一定話事權。雖然特朗普的萬億大計理論上會花很多，但他近期卻拋出大幅削赤的方案。到底債務增長是愈來愈快定慢，現似還未有頭緒。

羅家聰  
環球金融市場部