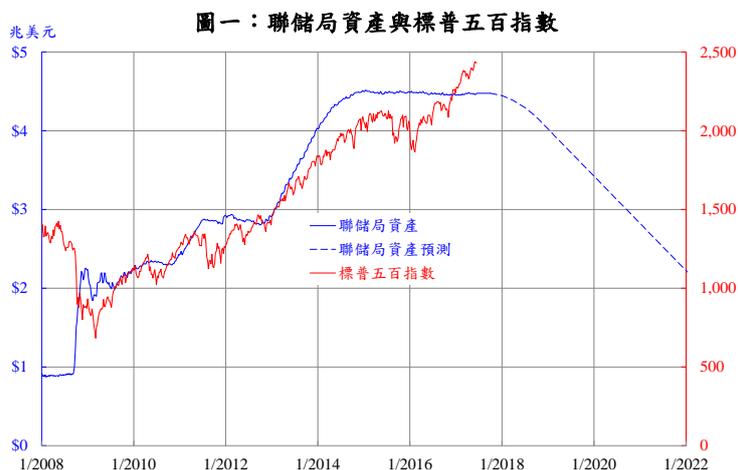


《信報》專欄〈一名經人〉

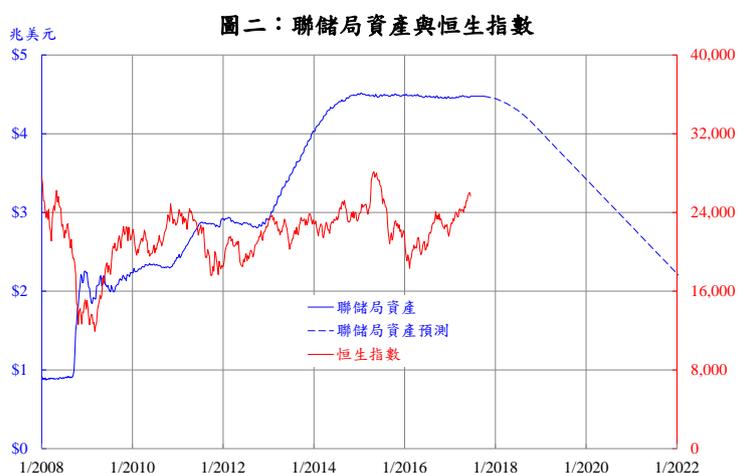
縮表影響逐類計 美息港樓皆最危

聯儲局一如預期上週宣佈縮表。稍意外的，是縮表詳情相當仔細，不似當局一向的「埋門才定射哪邊」作風。有人猜測這是特朗普在背後發功，不過耶倫任期至明年初，縱無政治壓力，早些交代縮表詳情實屬負責任的做法。鑒於當局維持年底前再加一次，故原先預計9月加、12月縮的時序或僅對掉，市場遂無反應。然而縮表怎影響市場？

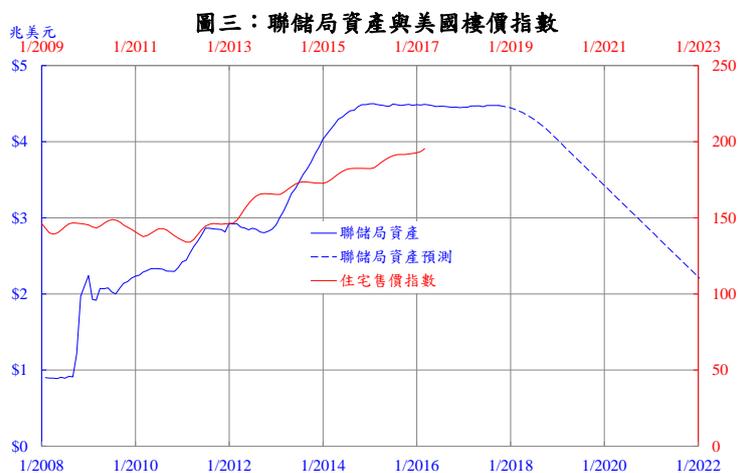
由於現已清楚知道當局的縮表速度，故今次可具體一點地推測對資產價格的影響。雖說每月減持有上限，但以當局現可縮的4兆餘元資產及其五至十年的平均剩餘期限，只要到期的不續期，每月也近500億元到期。換言之，目前的每月不多於500億上限，照計起碼初期必會用盡。因此，我們不妨假設其真正縮表速度就是其所定明的上限。



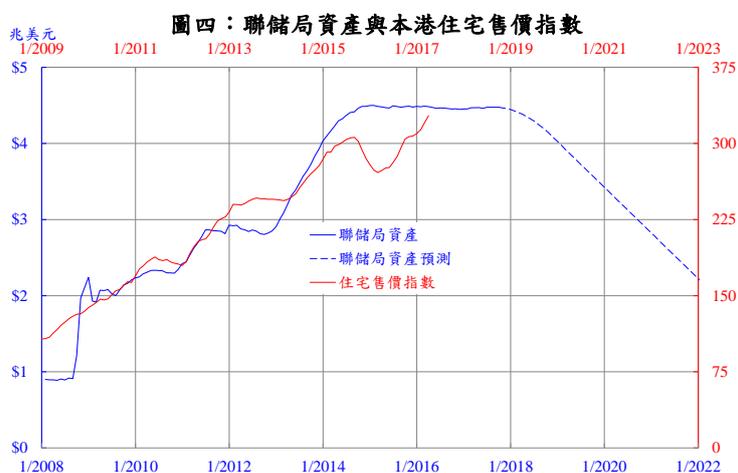
首先看看縮表對股市的影響。美股方面，觀乎海嘯後至去年擴表與美股關係密切，但若非見到今年起表無擴而股續升，多會懷疑縮表的影響將對應令股市回落【圖一】。既然兩者現已各行各路，即使當局縮表一半，美股亦不似會對應地跌回一半至海嘯價。不敢講過去八年美股升不關量寬事，畢竟寬鬆環境的心理因素有，但不是全部原因。



將之套上港股的話，即見量寬的效力小得多了【圖二】。如果量寬威力如美股者，恒指早應破頂見 36,000 點，但事實上是現僅這水平的三分之二。既然在擴表日子下，心理影響未見十分彰顯，那麼縮表的心理影響，即使有亦不應很大，起碼不及美股。



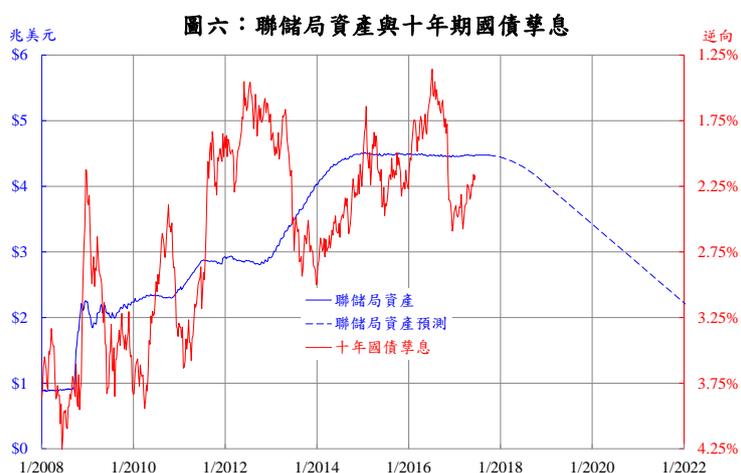
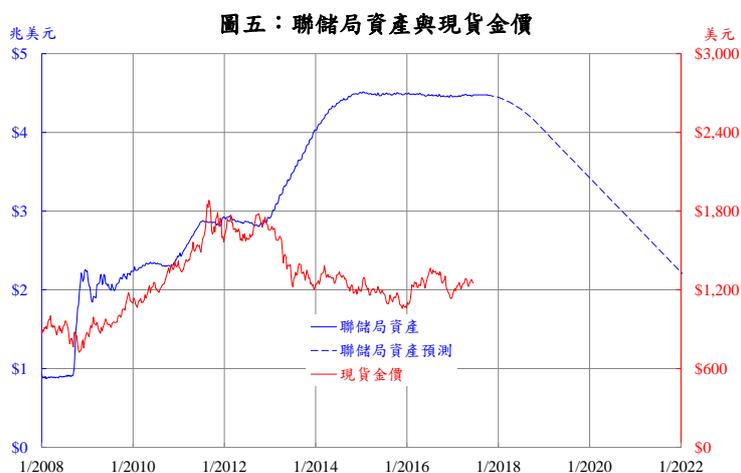
量寬、縮表似乎對美股影響大於港股，但樓市的情況卻剛剛相反。比較量寬對美、港樓價影響，可見美國樓價（以標普 Case-Shiller 廿城樓價計）的緩慢上升並不對應，而海嘯後樓價見底的日子亦滯後於首次量寬達三年之長【圖三】。不過，在港樓方面，聯儲局資產與滯後兩年的本港樓價指數關係甚強，而兩年時差亦符合貨幣政策的性質，故縮表雖未必對港股打擊很大，但對港樓的威脅卻不容忽視【圖四】。須知樓價升時，量寬是主要推銷因素，如今縮表，如圖所料，樓價是有條件回到 2011/12 年水平的。



看過股、樓，現輪到金價。早年初推量寬時，不少人都曾以為量寬之下美匯必貶，無論通脹會否重臨金價亦必上升。但事實是，首兩輪量寬（分別 2009 和 2011 年）時，金價確曾對應升過；但在第三輪最大手量寬時，金價卻不升反跌【圖五】。如此看來，即使縮表，金價亦未必進一步下跌。由是觀之，上述各單邊性的資產價格對量寬反應，不是你有我無、我有你無便是時有時無，故很難就此推論縮表會帶來什麼方向影響。

看過股、樓、金後，尚餘債、匯兩類資產。縮表唯一明顯的影響，或許是在債市；於此，早前已曾寫過。今將具體的縮表步伐與十年期國債孳息對比，可見影響約一厘，

即表縮一半對應加息四次；由於是攤開四年進行，故每年實際相當於加¼厘【圖六】。當局最新的散點圖顯示明年亦僅再加三次，顯然已預留第四次予縮表的加息效應了。



最後，縮表對美匯有否影響？從美、歐兩央行資產的相對比例（扣除匯價因素），可見近年已關係不再【圖七】。看罷縮表對各類資產價格的潛在影響，唯一肯定有的，是債息上升、港樓價下跌；美股或會回落。至於其他，則無結論。

羅家聰
環球金融市場部