

《信報》專欄〈一名經人〉

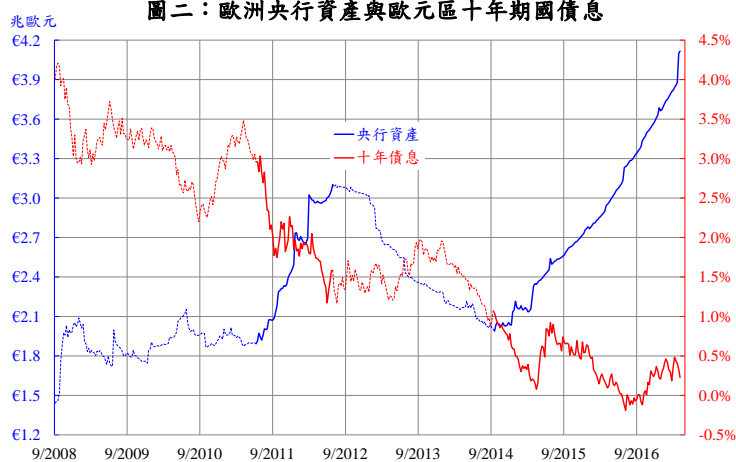
縮表毋須太恐慌 惟英美股或震盪

聯儲局一聲縮表，市場多少有反應。然而較諸加息，央行資產多寡有何具體影響，連量寬始作俑者伯南克亦指量寬有用但不知為何（works in practice but not in theory）。正如某人做了某動作三次（如移燈換凳）後賺錢但不解，若不做甚或反手會否倒輸？

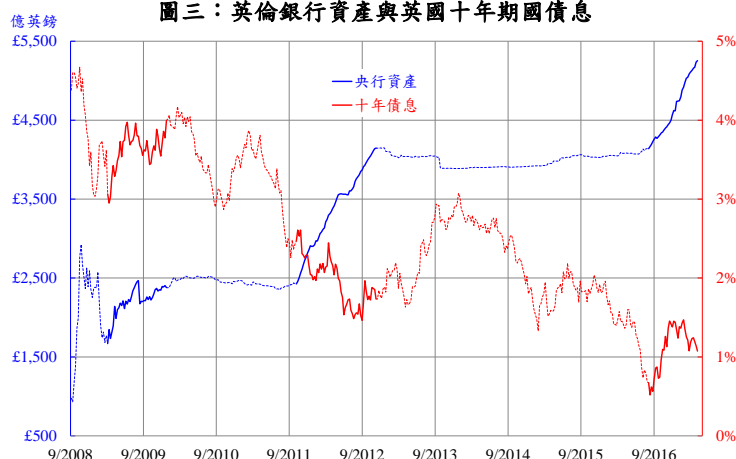
圖一：聯儲局資產與美國十年期國債息



圖二：歐洲央行資產與歐元區十年期國債息



圖三：英倫銀行資產與英國十年期國債息

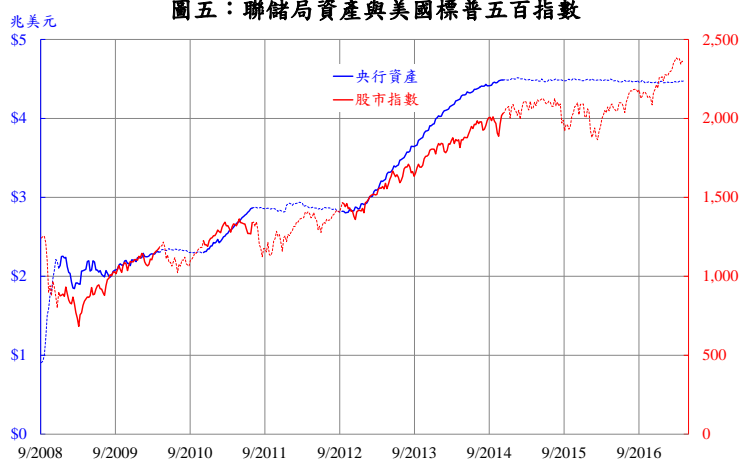


要問縮表有何影響，便應先問擴表有何影響。據量寬的理論，擴表無論有何影響，必先壓低債息，從而再影響其他環節如刺激投資、消費、股市、通脹等。但實際上呢？從四大央行擴表(量寬)期下的十年期國債息走勢所見，聯儲局擴表期下長息先升後跌，不擴表時長息也跌【圖一】。歐洲央行無論擴不擴表長息都趨跌，但近年加快擴表下，息跌速度反而慢了，畢竟都跌穿零了【圖二】。英倫銀行擴表期下，長息多跌近底部，甚或見底回升；但不擴表時長息才大跌【圖三】。至於日本央行，早年量寬基本失敗，長息未見明顯方向；而近年擴表下長息大跌，只不過未擴表前長息也已在跌【圖四】。

圖四：日本央行資產與日本十年期國債息



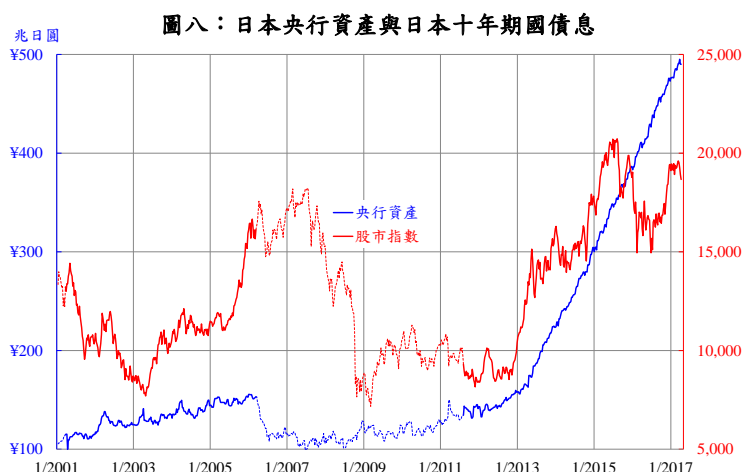
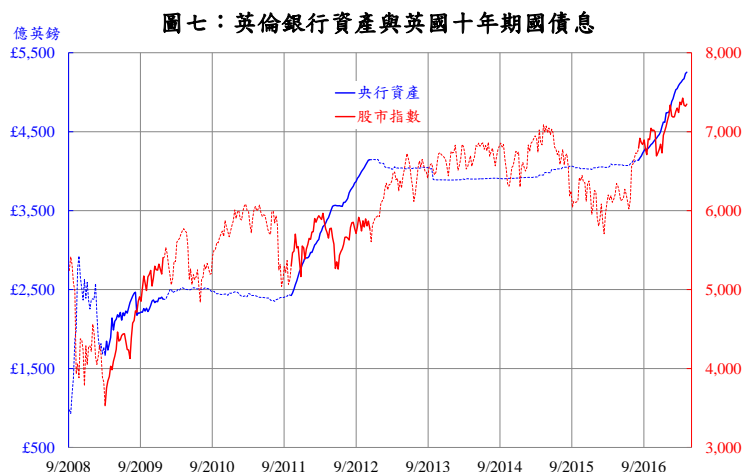
圖五：聯儲局資產與美國標普五百指數



圖六：歐洲央行資產與歐盟STOXX五十指數



若說量寬實際上有用，那麼途徑便非壓息而是透過谷高股市。是否四地皆見效呢？聯儲局的資產幾乎與標普五百指數線性對等齊升，顯然見效【圖五】。歐洲就不是了，央行資產與歐盟 STOXX 五十指數時而正比時而反比，即無關了【圖六】。至於英國，情況類似但似不及美國，就在英倫銀行第二、三輪擴表下，富時一百指數似見跟不上了【圖七】。最後在日本，早年量寬首先無甚擴表，與日經平均指數亦無關；至於近年，安倍三箭的擴表頭兩年幾彷彿見效，但近兩年雖然維持擴表步伐，日股卻無力再上。



由此所見，什麼縮表等於加幾多次息實屬廢話；首先擴表已不等於減息（債息），擴表壓息實是理論上成立但實際上未見（works in theory but not in practice）。如是者，投資、消費縱有改善，邏輯上亦難以歸因於擴表。至於擴表製造寬鬆環境的心理效果、推升股市，亦不是每處、每次皆見，四地當中僅美、英較為明顯；縱在見功的美、英，次輪量寬亦效果不彰（重溫圖五、七）。至於另外兩輪，升市是否真因擴表亦未可知。

既然 do 的影響不明，undo 亦不必恐懼。固然，歐美股市漸入偏貴甚或泡沫階段，在縮表下製造的恐慌氣氛，心理作用推跌股市亦無不可。只是歐美的孳息曲線仍頗斜，除英國外樓價未算很貴，短期內未虞衰退，股市又跌得幾多？驚，都要合理嘛。

羅家聰 環球金融市場部

有意加入敝隊伍從事研究者，請函 recruit_4@bankcomm.com.hk