

《商報》專欄

股匯齊上？ 債市拆倉

上星期聯儲局加息之餘，亦暗示明年加三次息。當然，是否真的加三次，筆者暫且先聽聽。還記得往幾年的年底，聯儲局都會展望下一年可加幾次息，年年都幾乎預計可加三至四次，但最後呢？一年一次。當然，每年情況都不同，或者下年美國經濟會比往幾年好？然而，美國經濟增長似乎已經放緩下來。以按年經濟增長計算，2015年第一季錄得近年最強的按年增長為3.3%，但最新數字呢？今年第三季只是按年增長1.6%。雖然情況不算差，但在增長趨勢已經下滑下，加息態度卻更進取，似乎有點奇怪。

依照耶倫往年於加息上的態度，明年可加三次息？筆者覺得不能盡信。就算真的加三次，也不大可能在明年上半年發生。很簡單，明年3月底英國或啟動脫歐程序，荷蘭亦同時大選，5月則有法國總統大選。在歐洲充滿風險事件下，斷估聯儲局亦不會在明年初加息。

無論如何，現時市場都已相當肯定明年聯儲局會再加息，那這個加息週期對資產市場而言有沒有影響呢？首先，對股市而言，圖一見到，由2011年美匯見底上升至今，基本上與美股同向。深入一點看，由2011年5月美匯見底至2015年3月在100.39暫時見頂間，市場既炒聯儲局退出QE之餘亦炒加息，此時在歐洲大炒歐債危機間，資金似乎愛炒美元資產，故造成美元與美股同升情況。



然而，踏入2015年後，環球市況漸轉不明朗，年中希臘更差點脫歐，其後再來大國貨幣貶值，新興市場經濟問題亦開始得到市場關注，致令市場認為聯儲局加不了息，美匯升勢暫停，環球市況不穩亦令美股於高位整固。

市場炒收水、炒加息固然推升美元，但近年環球經濟不算太好下，美股卻一直破頂，這絕對有賴美國經濟增長穩步上揚所賜。所以，炒加息一定利淡股市嗎？看看圖一就知未必一定，最少對美股而言不是壞消息。由是觀之，若明年聯儲局真的加息三次的話，在環球發達經濟體的貨幣政策仍然寬鬆下，美元仍會較強勢。至於股市，大家不會炒加息對經濟有負面影響，而是加息代表美國經濟前景向好，資金流入美元資產推高大市，美股仍在高位。

美國全力吸資令股匯齊升，但債市呢？圖二見到，在2011年美股一路炒上間，美國十年期債息反覆走低，好像債市投資者一直不相信聯儲局會收水及加息。無他，近年環球風險事件不斷，就算今年年中英國公投脫歐後，市場亦大唱聯儲局今年加不了息，故不難理解債市投資者的想法。不過，圖二見到由今年中開始，美債息掉頭向上顯示資金開始撤離美債（紅色圓圈的時期），而這段美債息的升幅亦是近年少見，反映債市資金相信美國終於收水。如果對比圖一美匯於2014年急升的時間，似乎債市投資者在相信聯儲局收水的時間性上足足慢了兩年。



由是觀之，無論明年聯儲局加多少次息，債市資金應會加速撤離債市，美國十年期債息的升幅於明年會尤其明顯。不過，這不是問題所在，債市資金追落後，但股市資金何去何從？現時美股能否再升建基於兩方面，一是聯儲局真的加三次息？二是美國經濟增長動力仍在嗎？筆者在過去幾個月的不同文章已言美國經濟增長於明年將下滑，失業率大有機會見底，故聯儲局的貨幣政策難以作多次的加息。

故此，美元及美股確是同向，但明年能否一同上升與繼續破頂呢？強勢或可能依然，但是否如過往幾年般一直走上就有待觀察。不過，來年焦點，卻可能是美債市的大拆倉。

劉振業 環球金融市場部