

## 《信報》專欄〈一名經人〉

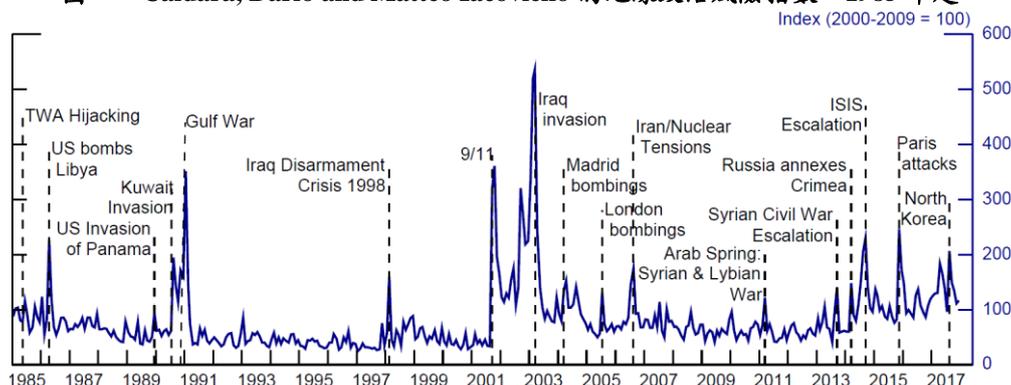
### 政治始終是政治 不能強行來測市

歐美炮轟敘利亞，市場都說地緣政治風險升溫了。從來都說做事要用對「架生」，上「一字」螺絲別用「十字」批。同樣道理，看後市要金融理論，測經濟要經濟理論；測市用上經濟理論實已屬踩過界，要用得很有基本因素才可，且多只能測宏觀中長線，再落行業板塊或短線便容易錯。於此，我們看宏觀的也得要承認股票分析員的價值。

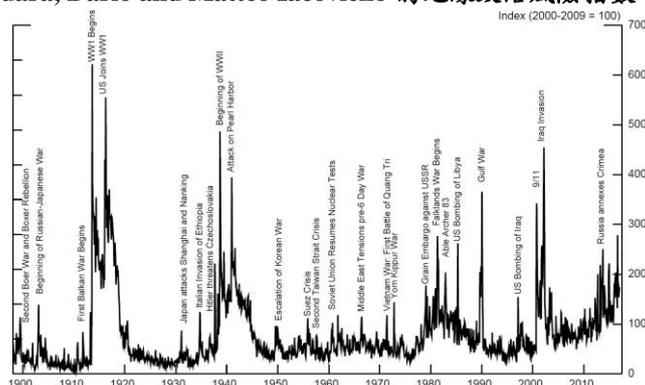
又是同樣的道理，政治風險應用來拆解政局；跟經濟已關係不大，若要用來測市則更穿鑿附會，頂多以事件突如其來的消息效應（announcement effect）論之，中長徒勞（其實則任何震撼消息都可擾動市場，而不限於政治消息）。是否因為政治難以量化，便不宜套在計算多多的市場？又未必。從事政治研究的學者，從來都有做量化功夫。

最近聯儲局有兩名研究員也編制了一套由1899年起的地緣政治風險指數，當中以1985年起的做得特別精準（見參考）。這類指數由來已久，起碼彭博等數據庫已找到，但正如去年9月初敝欄所指，這類指標多由波幅、商品等引伸出來，本已不怎「政治」。今次所提及的研究，卻是認真讀報去查找風險事件，且延伸至百多年前亦確是首見。

圖一：Caldara, Dario and Matteo Iacoviello 的地緣政治風險指數，1985年起



圖二：Caldara, Dario and Matteo Iacoviello 的地緣政治風險指數，1900年起

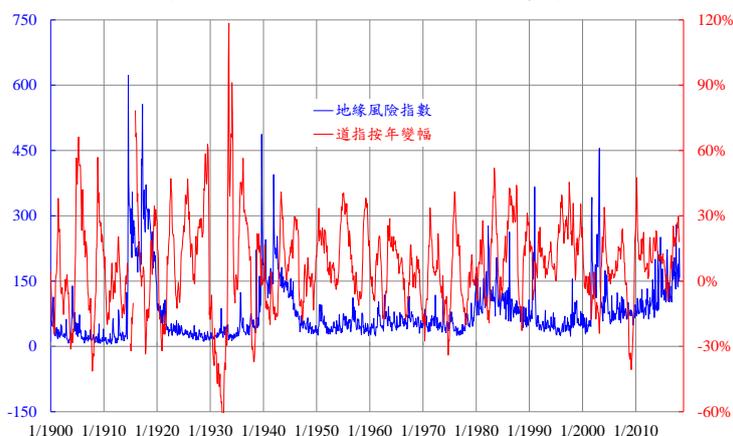


這裏複製了他們兩幅圖來，分別是精準版和特長版【圖一、二】。看看抽升年份，概與記憶吻合：近三分一世紀來「打大鑊」的僅1990和2001年兩次，其餘的都濕碎；至於再之前的，便只有兩次世界大戰。這篇研究的賣點是編制了這套指數，有趣的是，研究員並無在文章撮要裏提到地緣風險對經、金的影響（遑論硬銷）。緣何不提及呢？

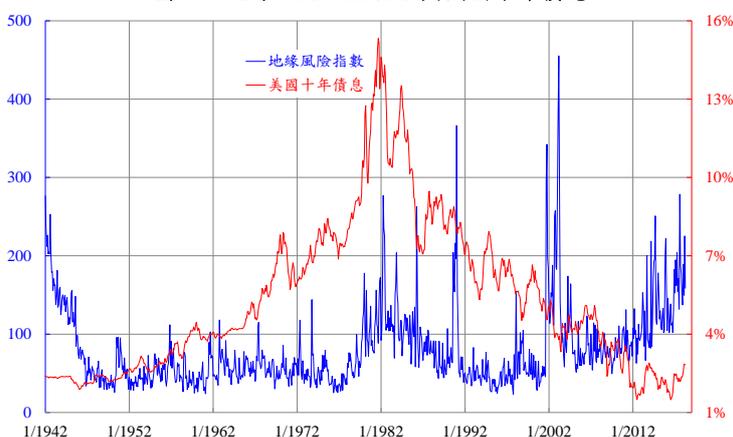
作為學者，不會甘心於編條指數就算，因為單做這類「低級作業」是價值不高的。只要看看原文，即見他們是有嘗試找出地緣風險對經、金的影響，不只有做像樣迴歸，甚至有建像樣的模型做 impulse-response。他們固然是有此信念才會開此研究，不過，做了但又不銷（sell），顯然是結果不靚。只要稍懂丁點統計，即見其附表主要結果中，大多皆不統計顯著，而其內文亦坦承無瞞。或因如此，文題僅為謙遜和老實的「量度地緣政治風險」。學界人才輩出，真正做研究的難以夾硬來，否則他朝被識穿就樣衰了。

其實地緣風險指數有否打擊股市，肉眼也能看到：一、二戰的地緣風險升至最高，但這兩段時期沒有熊市。2001年地緣風險在九一一下突然抽升，但卻是股市於2000年3月牛轉熊後的年半了。海嘯後地緣風險緩慢趨升，但同期股市屢創新高。看來看去，僅1970年後期的地緣風險上升後見股市跌，但卻是不怎大幅的熊市。既然看到無關，計到有關才怪【圖三】。我們取其風險指數與道指變幅比較，計出相關係數為-0.08。

圖三：地緣政治風險指數與道指按年變幅

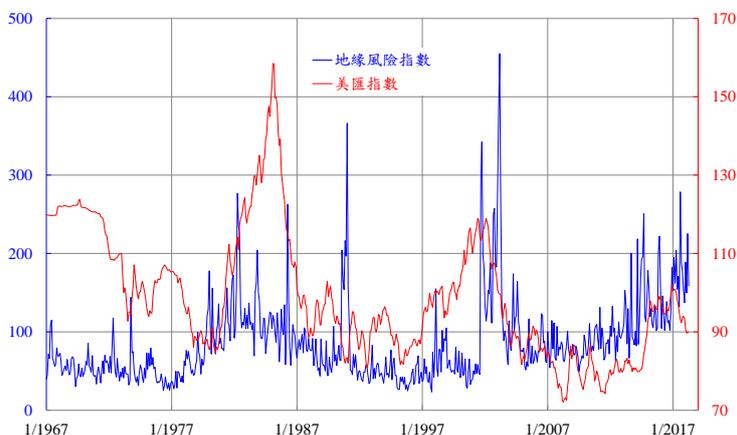


圖四：地緣政治風險指數與美國十年債息



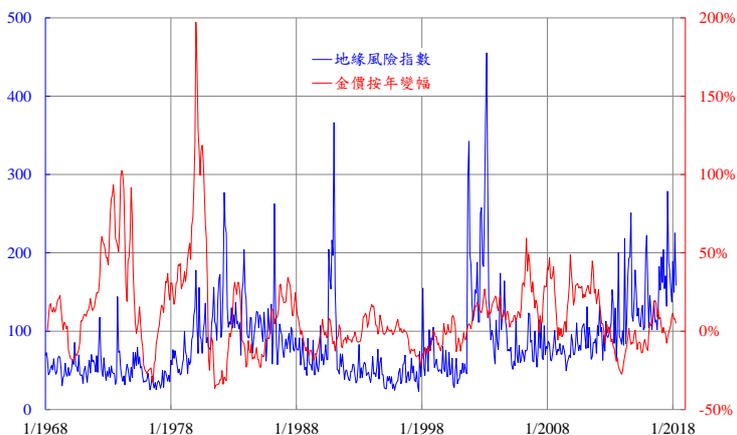
若地緣風險跟市場避險有關，照計與長息應見關係，因長債的避險角色從來未變。由1942年有月度美國國債長息紀錄至今，風險指數跟長息水平的相關係數僅為-0.005，而跟長息按年變動的關係則「稍高」——-0.07。其實有無關係肉眼都見，只是搵來計矣【圖四】。1970年代中至1990年代中的廿年，兩者或有關係；但近廿年就見不到了。

圖五：地緣政治風險指數與美匯指數



將風險指數與美匯比較，關係似乎較佳【圖五】。不過，計出的相關係數僅0.02。即使在簡單的迴歸，右方只放風險指數以將其影響放至最大，但系數的 $p$ 值大至0.67；若再加多幾項，效果即有更糟。看看近年，假使兩者有關，地緣風險上升美匯應跟升，但結果是倒跌。即是就算真有關係，這關係近年亦告失效，何況計出來是沒有關係。

圖六：地緣政治風險指數與金價按年變幅



最後輪到商品，取避險功能較強的金價代表【圖六】（金價長線有勢，故取變幅）。計算顯示，相關係數-0.05， $p$ 值0.22。股債匯商四市都看過了，結果是怎計都無關。

今輪跌市其實毋須溯諸政治：股市升了十年，債更升了近四十年，美匯也升九年，久升過龍而跌，單單統計上的均值回歸也足以解釋；再加上經、金理據，夠有凸了。

參考：Dario Caldara and Matteo Iacoviello (2018), "Measuring Geopolitical Risk," International Finance Discussion Papers 2018-1222, February.

羅家聰  
環球金融市場部