

《信報》專欄〈文人經略〉

儲局口淡下手硬 股樓中期無運行

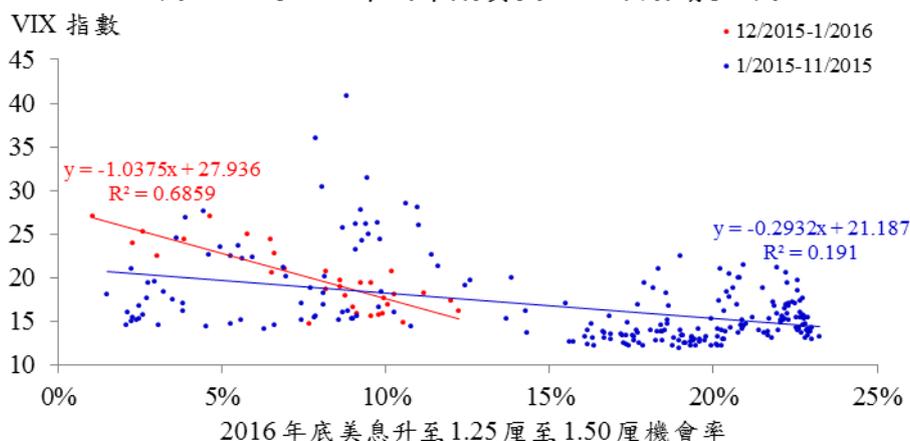
話說上回筆者要威但唔記得戴頭盔，貿然以真·淡友之身，強行單挑美帝。誰知見報當晚，聯儲局鷹派悍將布拉德眼見油價破三（十）望二（十），突然起勢唱淡通脹，揚言油價至今年6月仍未止跌的話，通脹至明年中也達標無望。此言一出，市場即時憧憬當局可能轉軟，美股挾高，美股淡友如筆者勢將成燈。

幸好，股語有云，不怕神一樣的對手，只怕豬一樣的隊友。作為美股親密戰友的聯儲局官員，在跌市時唱淡油價和通脹，壓低加息預期，只會引發市場擔憂，徒增淡友火力，除非稍後真的掉頭減息放水或令市場產生此等遐想。去年9月聯儲局嫁又唔嫁後市場出現恐慌，道指十日內一度跌近千點，正是一例。

過去兩年市場智慧總是認為，聯儲局因應經濟不明朗而龜速加息，意味收水速度不快，應對股市有利。因此，去年10月初美國公佈了差勁的非農業新增職位數字後，市場憧憬加息無望，甚至可能要推QE4，引發一次股市死貓彈。

不過，具體的數據卻似乎另有話說。圖一是過去一年聯邦基金利率期貨與VIX指數的關係。前者提供多個利率目標區間，但筆者只選取今年年底美息升至1.25厘至1.50厘的機會率，因為這區間乃聯儲局委員在去年9月與12月會議上展望的利率中值所在，較具指標性；後者則反映美股市況的波動。

圖一：過去一年利率期貨與VIX指數散點圖



細看之下，在去年頭 11 個月，聯邦基金利率期貨與 VIX 指數的關係略呈負相關 (-0.44)，但統計上未算顯著；到了去年 12 月起，兩者的負相關大幅提高 (-0.83)，統計上亦更為顯著。

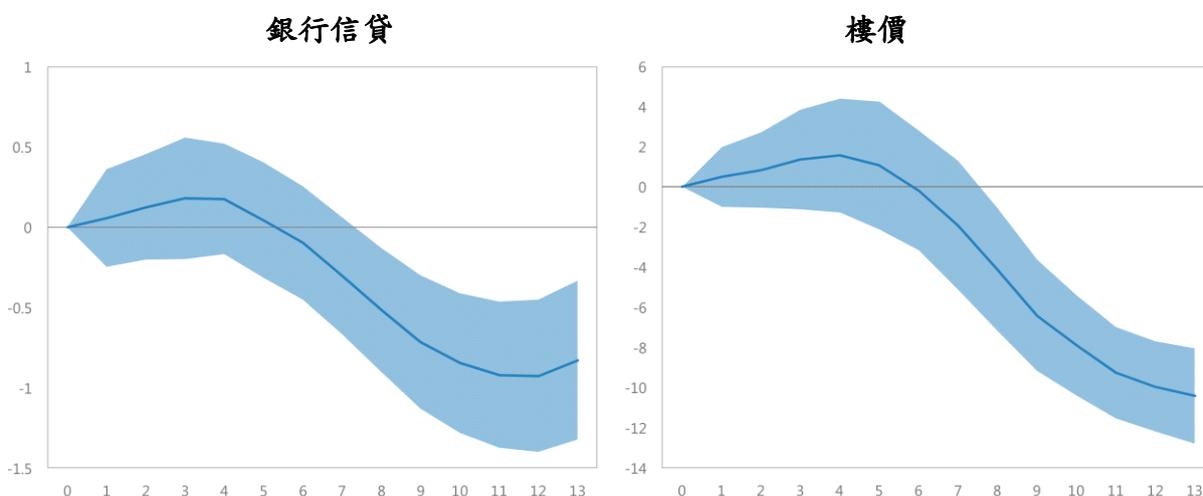
這個結果，反映了在聯儲局加息月開始，市場的加息預期與股市市況的關係明顯高於加息月之前；局方展望的「2016 年加息四次」論，可能已持續 priced in 在股市中，成為股市過去幾週走弱的其中一個原因。

更重要的是，利率期貨與 VIX 指數呈負相關：加息預期愈高，VIX 指數愈低，即聯儲局加息代表經濟理想，市況因而穩定，反之亦然。當然，亦可以是 VIX 指數愈低，加息預期愈高，即市況穩定令聯儲局放心加息。這種關係，反映了在政策「正常化」時期，市場操作的主題，並不單單是聯儲局收水不收水，經濟前景亦相當重要。經濟前景愈支持聯儲局加息，市場愈趨 risk on，反之亦然；這解釋了今年 9 月下旬的市況，也符合上週本欄所言 1994 年和 2004 年兩次「加息股市升」的現象。

不過，在息率趨升下炒升市，往往是短期現象；中長期而言，加息對經濟增長、信貸增長及資產價格實際起著壓抑作用，最終成淡友恩物。IMF 最新工作論文發現，美國收緊貨幣政策會導致銀行信貸和樓價先微升後大跌（註）。論文研究了 1970 年至 2008 年美國的貨幣政策、信貸和樓市等多項數據，證實貨幣政策衝擊對金融狀況構成顯著而持久的影響。

具體來說，聯儲局每加息一厘，首五季內銀行信貸及樓價均微升，但七季後銀行信貸將下跌約 0.5%，樓價將下跌約 4%；十二季後銀行信貸將下跌約 1%，而樓價更大跌 10%（圖二）。

圖二：聯儲局加息一厘對銀行信貸及樓價的影響

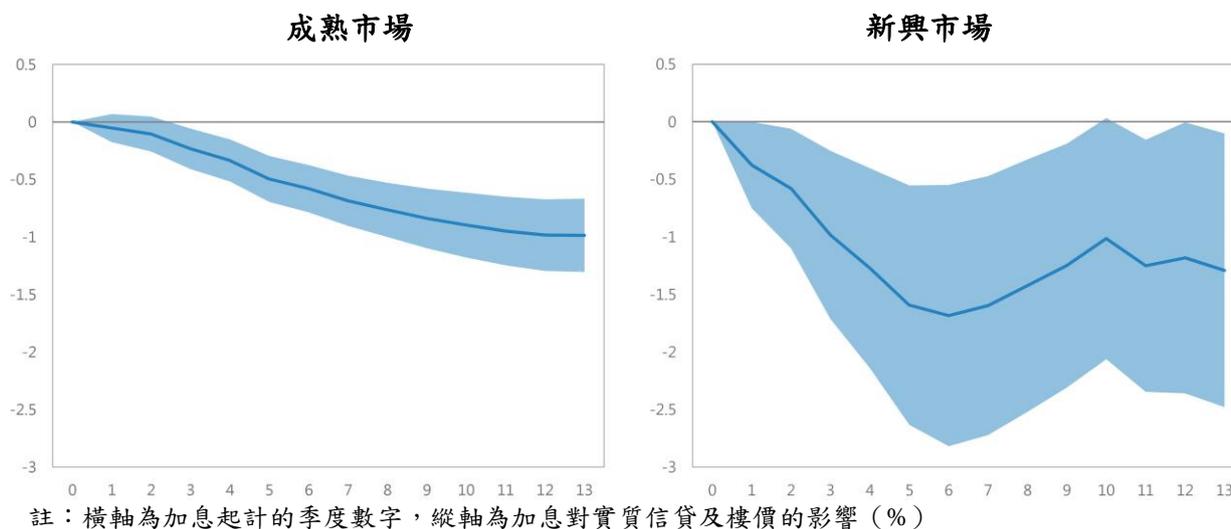


註：橫軸為加息起計的季度數字，縱軸為加息對實質信貸及樓價的影響（%）

除了自傷己身，美國加息之拖累街坊，亦彰彰明甚。論文發現，美國加息後一季，

成熟市場和新興市場的銀行信貸均開始下跌，十二季後前者跌0.8%，後者跌1.3%（圖三）。換言之，美國加息對新興市場的影響，既大於成熟市場，亦大於當地市場。不過，無論何者較衰，結果也只有一個：衰。

圖三：聯儲局加息一厘對成熟及新興市場銀行信貸的影響



由此可見，官員唱經濟好息加高，股市短期可能向好，但後市要睇路；唱經濟差息向下，股市短期表現或差，但後市可能更有揸拿。最棹忌的是口裡唱淡、下手強硬，股市實無運行。聯儲局未來向左走還是向右走？下週議息或有啟示，股市要聽後發落了。

註：Aleksandra Zdzienicka, Sally Chen, Federico Diaz Kalan, Stefan Laseen, Katsiaryna Svirydzenka, 'Effects of Monetary and Macroprudential Policies on Financial Conditions: Evidence from the United States,' IMF Working Paper No. 15/288, 31, December, 2015.

何文俊
環球金融市場部