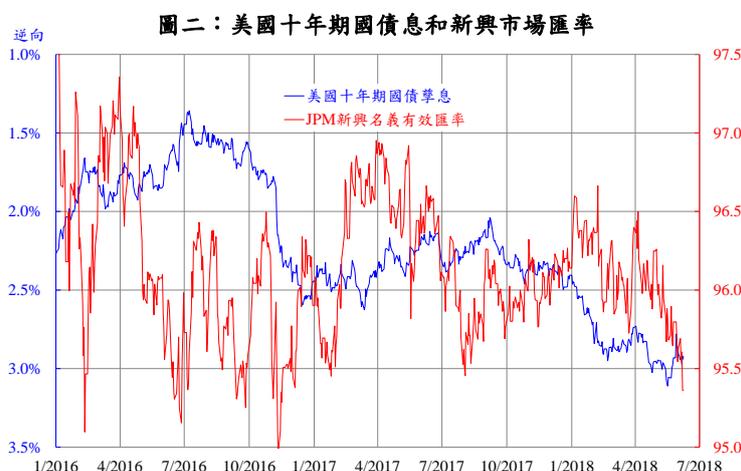


## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 退市無疑債息升 跌快升慢不對稱

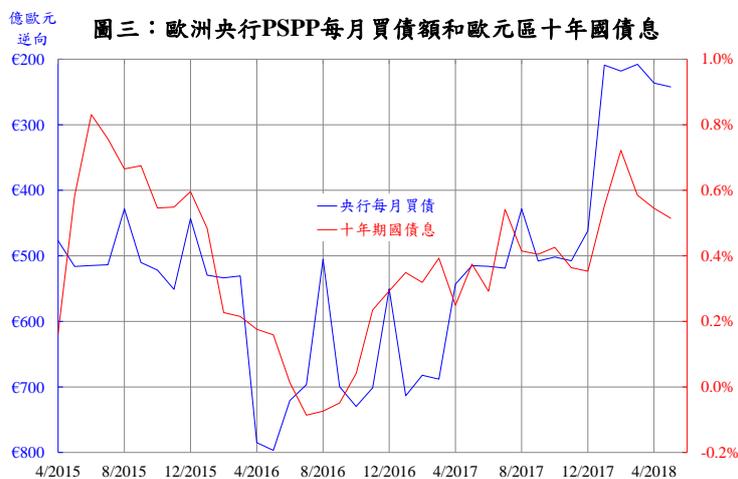
美、歐、日三大央行同於近兩日來宣佈例會結果，市場焦點放在聯儲局的點陣圖，和歐洲央行的退市路線圖。查實早輪的 risk-off 很大程度是美國長息抽升的直接結果，畢竟不少企債都基於美債息定價。然而，長息跟聯邦基金利率分別為孳息曲線的兩端，長息對短息的預期會否直接全數反映？別忘記聯儲局同時也在縮表，長息亦受影響的。加息和縮表哪邊的影響較大呢？或許日子尚短，暫時未必容易拆出兩者各自的影響力。不過，外媒已有評論警告不宜低估美國量縮和非美結束量寬的影響，今次且來看看。

聯儲局今輪首次加息始於 2015 年底，分析長息對此的反應，2014 年初起應足夠。觀乎當時起至今的聯儲局持國債量和十年期國債息關係，兩者大致上一致的【圖一】。然而自今年初起長息升穿 2.5 厘後，長息升速似較聯儲局減債的速度為快。多出部分，一是短期反應如心理、技術因素之類，另兩因素則包括：一、加息直接推高孳息曲線，二、股市跌壓低長息。2015 年底至今，短息加了七次共 1¾ 厘，若長息由 2 厘計起現應 3¾ 厘了。由此看來，「幸得」股市回落才將長息稍為壓低大半厘至目前約 3 厘水平。

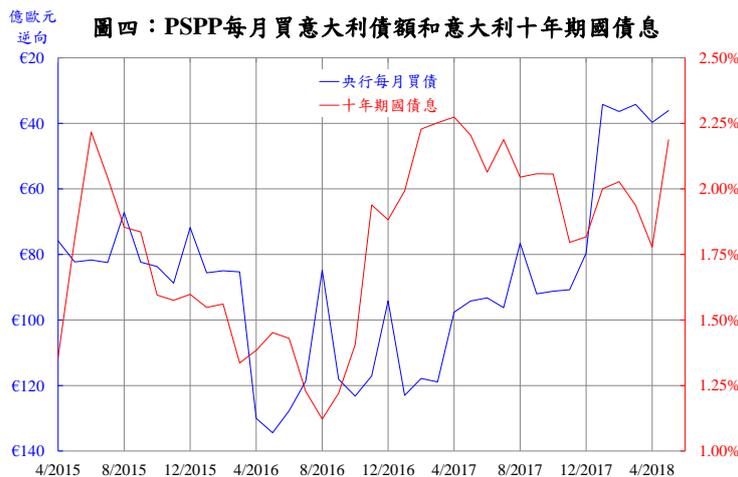


查美債長息與新興市場匯率的關係，卻是一時時的。從兩者近年的反向關係所見，看來2016年後期起才變得緊密，而當時正是長息急抽升穿2厘時【圖二】。至今年初，長息再升穿2.5厘，再令新興匯率見頂回落；而早輪長息突破3厘後，匯率加速跌勢。由此可見，匯價多對債息穿心理關口反應較大，但兩者在大勢上的反比關係仍明顯。

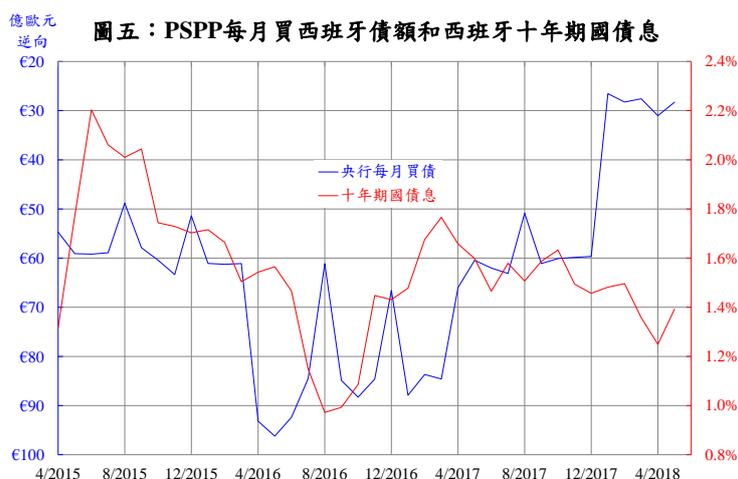
繼美國後，歐洲也吹風退市。歐元區5月份通脹突飆至近2%，原因之一或基數低——去年5月通脹急挫至1.4%。然而這基數低之象會延續至明春，因今年2月通脹才1.1%。換言之，由現在計起的大半年內，炒歐洲退市之風料不減甚轉熾熱。雖未退市，但歐洲央行量寬買債（PSPP）已縮了一截：去年底前每月逾400億歐元，現僅一半許【圖三】。從前歐元區十年期國債息的走勢也大致跟買債額反比，但近月卻見不足數。照推算，目前買債量該對應0.9厘債息，但實際上僅一半。是否歐洲退市影響較小？



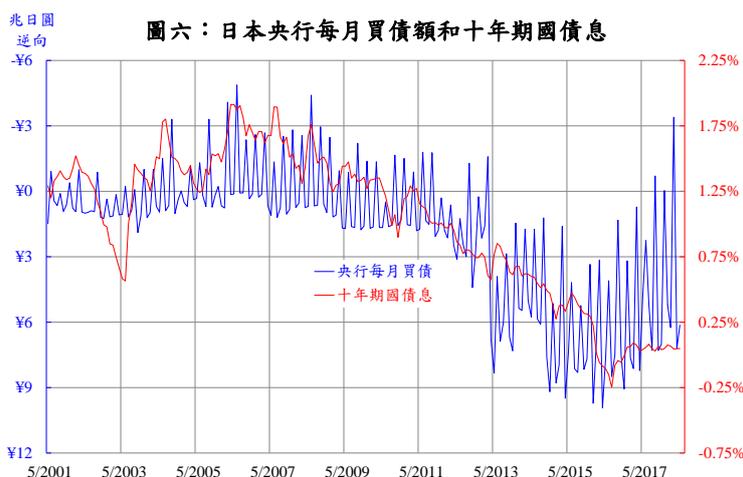
這要看看對一些豬國的影響。如意大利，近期債息飆升，有歸咎於央行買少了債。驟眼看，意大利債息升了一年後央行才減買意債，時序上因果關係難以成立【圖四】。



至於另一盛傳出事的豬國西班牙，同樣出現政局混亂，去年底起亦被央行減買債，但債息卻不升反跌【圖五】。歐洲央行減買債幾乎一視同仁（除德國外），但債息各行，表現不一。由於歐債息主要影響着歐債有否危機，而歐債息對央行買債的反應較小下，看來美債息升所帶來的市場混亂會較歐債息升為大。至於有否協同效應則要再觀察。



最後在日本方面，央行每月買債也多少跟其長債息掛鈎的。即使眼光放闊至 2001 年首次量寬起至今，也見兩者反比關係【圖六】。不過，跟歐洲情況一樣，債減買了，但息升的速度追不上，從圖所見約低了半厘。歐、日的債息升不足數（相對於買債減）現象，或因通脹不高，又或因近期 risk-off，亦或因兩地債務累累，哪個因素較為重要，驟眼看不出來，但這幾個因素不似在短期內有大變，故無關係，總之息上速度有限。



上述所見，結束量寬甚或量縮可能對債息構成上升壓力，但跟量寬時的跌壓比較，卻是不對等的，債息可謂「減快加慢」。其實若抹走 2014 至 16 年間油價暴瀉的一段，歐美在 2014 年前的量寬期和 2017 年起的量縮/退市期的通脹實在分別不大，都不高。故即使債市進熊長息長升，但速度應不很快。如果 risk-off 只是由美長息升引發的話，那倒別擔心好了，因為通脹不太高下，長息屢破關口不會在短時間內發生太多次的。

不過話說回頭，雖則觸發市場出事的契機未必太多，但若市場本已搖搖欲墜的話，其他藉口如地緣政治、貿易戰等亦可收異曲同工之效。是故若要真正找出危機的風險，不宜捉錯用神地過份聚焦於央行政策。正如切身的港股、港樓一樣，若問幾時牛轉熊，關鍵亦非歐美退市、收水，而應先問問自身市場：股市貴不貴呢？樓價貴不貴呢？

羅家聰  
環球金融市場部