

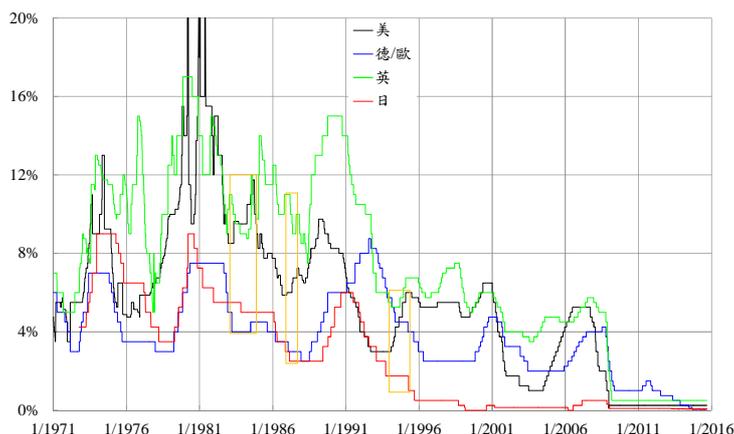
《信報》專欄〈一名經人〉

加息不會牛轉熊 息差美匯是元兇

四大央行在這兩週內先後議息，歐、英在前，日、美在後，重頭戲固然在聯儲局。雖然美國加息確是市場焦點，但只要回顧歷次美國加息下的背景，則見跌市並非必然。愚見以為（亦曾多次指出），問題不在加息或減息本身，而在四大體的政策是否同向。若四大體同鬆或共緊，沒問題的；但如當前般歐日鬆而美英緊，則資金大流市波動。

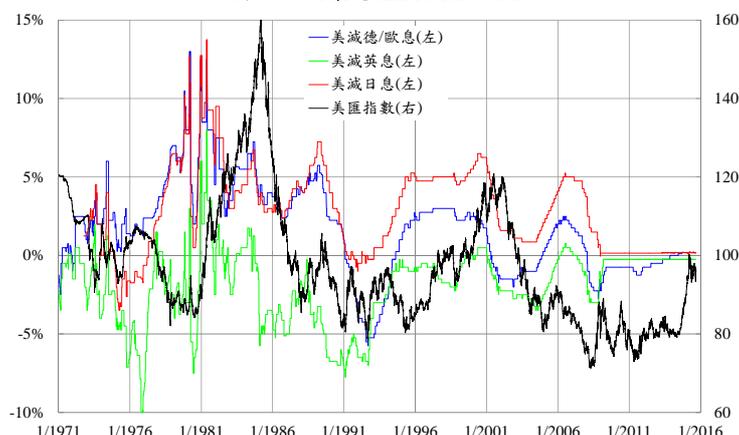
自金本位倒台後至今，美、歐（歐元區成立前取德國，東西德合併前則取西德）、英、日四大貨幣體的政策利率，水平上固然有分高低，但長線走勢大抵一致【圖一】。不過細看之下，也見四大政策尤美、歐（德）偶爾背馳（見黃框），儘管英美較一致。其中兩次明顯背馳的日子在1980年代初及1990年代後期，這正是市況較差的日子。

圖一：四大貨幣體政策利率

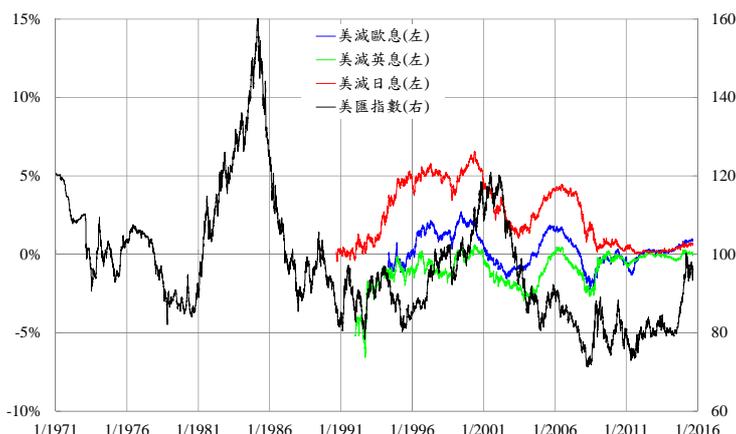


其實只要計算美國與其餘三大幣體的政策利率差，不難想像這是決定美匯的要素。近半世紀以來關係顯示，政策息差確與美匯相關，且肉眼粗略可見，息差領先美匯兩、三、四年不等【圖二】。於是，政策背馳、息差擴闊的年份不景，相當於美匯強現不景。

圖二：政策息差與美匯指數

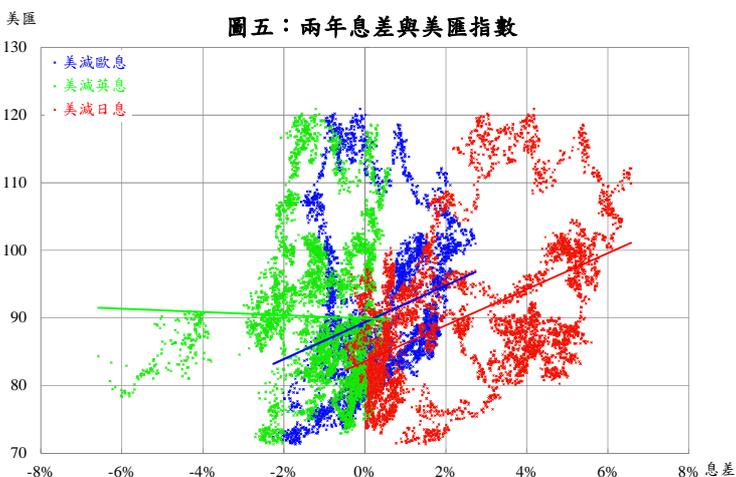
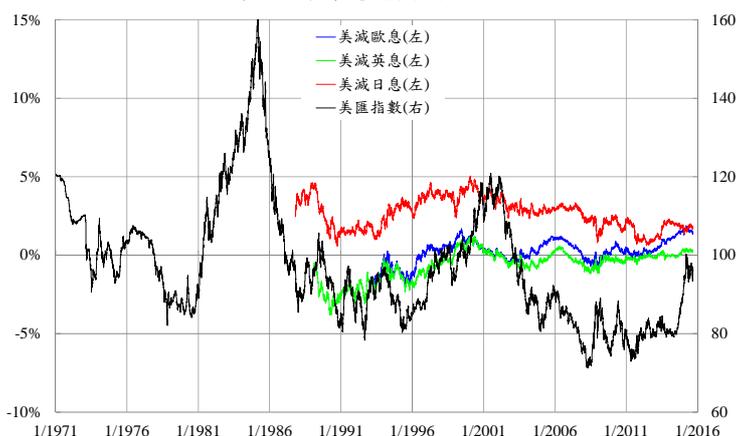


圖三：兩年息差與美匯指數



政策利率往往未能準確反映市場融資成本，反而市場利率卻某程度具政策前瞻性。將各政策利率差換上兩年期國債孳息來計算，雖然歷史不算悠久、僅至 1990 年代初，但卻較貼地反映利率前景。觀圖所見，短債息差稍稍領先美匯，至近年亦然【圖三】。至於市場較大的長年期國債，數據所見，其息差與美匯關係不及短年期債的【圖四】。看來，長息差較反映相對的實體經濟前景，相對的政策前景還宜回溯到短債息差上。

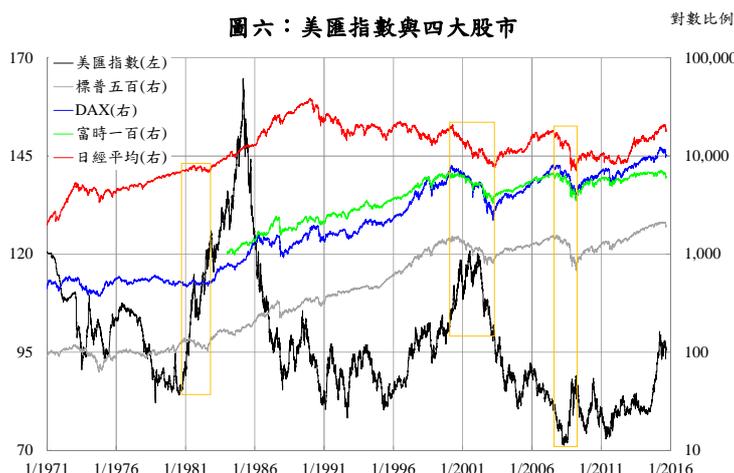
圖四：十年息差與美匯指數



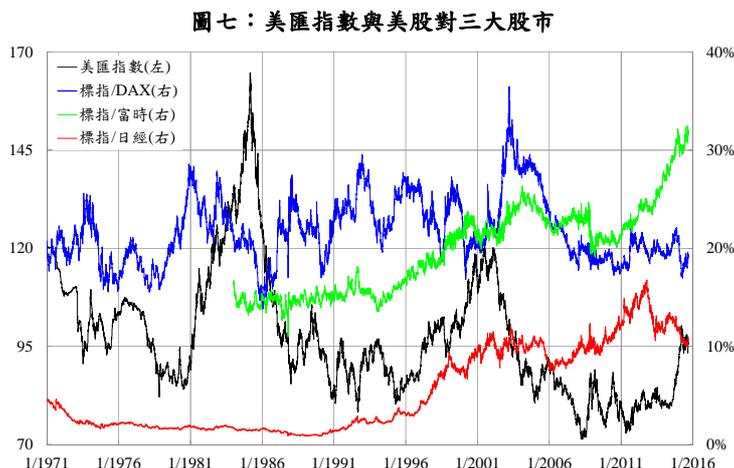
到底兩年期債息差與美匯關係有多強，將圖三數據化作散點圖示，可見數點雖散，但美國與歐、日的正比關係仍清晰【圖五】。須知歐、日兩幣在美匯指數裏佔逾七成，

故即使佔第三大的英鎊（12%）未見正比（綠線），但亦無損整體息差與匯價之關係。

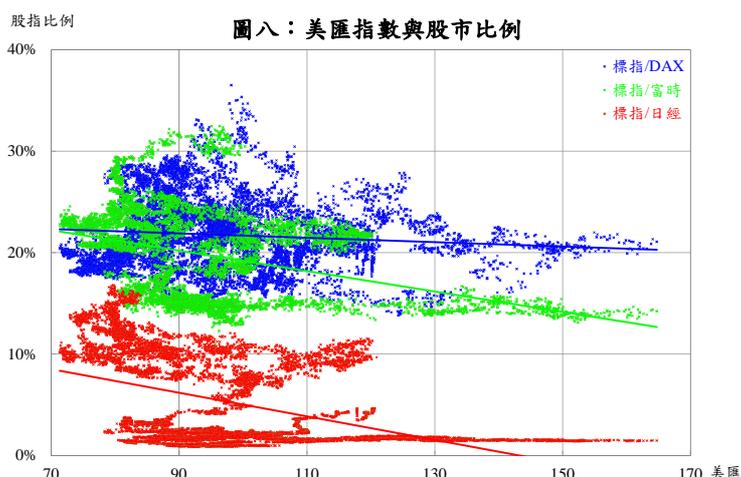
知道息差與美匯關係，好處是可以用一個指標（美匯）來反映美國單邊加息行動，而無需同時涉及多個息差，將分析化繁為簡。回到文初一問，是否單邊加息就跌市呢？換句話問，即是否當美匯強時股市便跌？同樣找來美、德、英、日四大股市，從1971年金本位倒台後至今所見，美匯強的日子確有熊市，包括1980年代初及2000年代初，甚至2007年股災美匯亦升【圖六】。不過，跌市時而在美匯強的初期，時而則在後期，到底今輪美匯大升後要多久牛市才轉熊，單從過往數次經驗還是總結不到什麼出來。



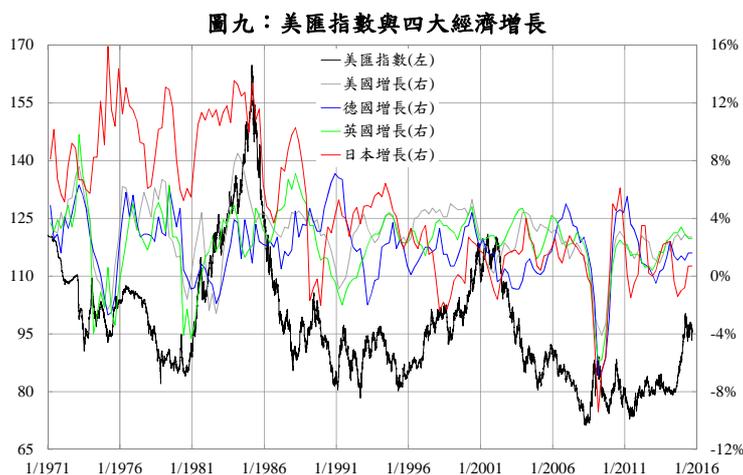
至於美匯強的日子裏，常理推斷資金回流美國。如此一來，美股又會否因而受惠，相對其他股市表現較好呢？將美股分別除以德、英、日股，似乎在美匯強的日子裏頭，美股不一定相對較強【圖七】。即使在今輪美匯強下，三個比例也有三個不同的方向！



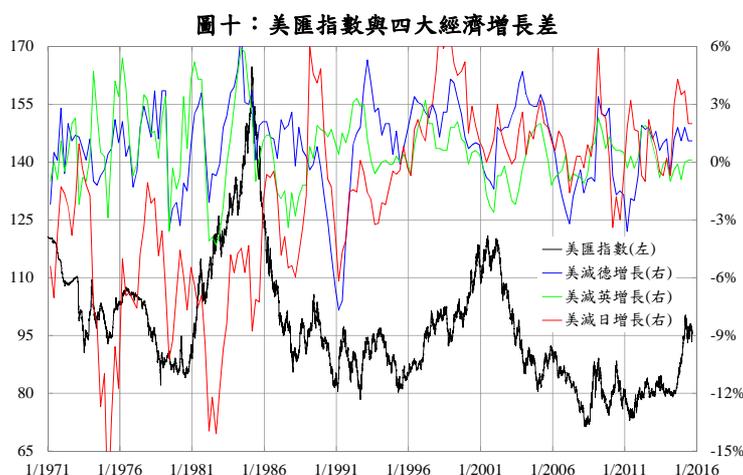
若將上述數據以散點圖示，即見情況其實有點相反：美匯愈強，美股表現相對愈差【圖八】。誠然，這反比關係不強，統計上亦未必顯著，但符合直覺觀察。美匯跌時，市場氣氛通常 risk-on，而升市亦多以外圍較美股明顯，即外幣強時，外圍股市相對強。一如早年美國量寬下美元弱美股強，到日本量寬日圓弱日股強，再到歐洲重複一遍後，均見弱幣未必刺激出口，但都有利本幣股市。可見美匯強弱反映整體氣氛多於資金流。



要是美匯與股市相關，順藤摸瓜，美匯強弱又會否與經濟盛衰相關呢？觀圖所見，四大經濟體的實質 GDP 按年增長看來互為相關，但這些增長與美匯卻未見明顯關係；這樣說，大衰退時美匯見升，但好些美匯沒升日子也見衰退，尤在 1970 年代【圖九】。



將美匯再與美國相對德、英、日的增長差距比較，更見本有的微弱關係也消失了；尤近二、卅年來，美與三國的增長差距一直保持穩定，匯率強弱應不是因素【圖十】。



近年都說打貨幣戰，意指貶值損人利己。在做出口生意為主的新興市場的確如是，但對於經濟本已成熟、貨幣早已國際化的幾大經濟體而言，匯率與相對經濟關係不大。

匯率貶值多少有利股市（相對而言，重溫圖八），但鬥貶之下美匯整體必然趨強，反過來計將不利全球股市（重溫圖六）。既然是相對息差在作怪，那麼加息本不可怕，不然 2004 至 06 年間全球加息豈非全球皆跌市？實情是息差相對穩定，全球股市俱升。今天美國還未加第一次息，儘管如此，歐日在量寬下，美與歐、日息差還是會拉闊的。久而久之，美匯強到某個程度，股市自然由升轉跌，美國加息只是加速拉闊息差而已。

羅家聰
環球金融市場部