

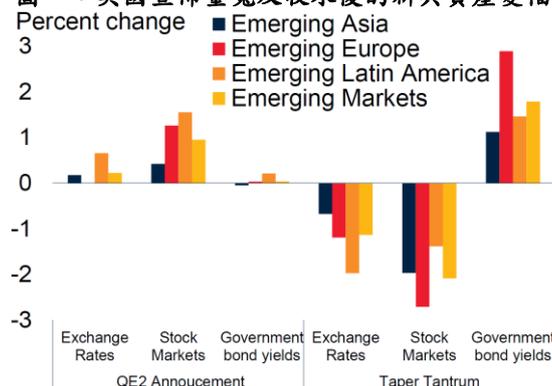
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 加息最怕釀恐懼 新興企債最受累

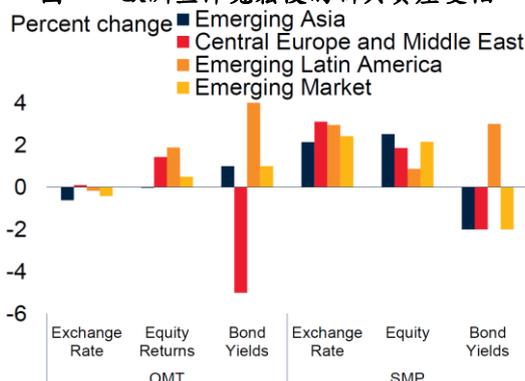
美國加息在即，各界都在關注其所帶來的影響。然而加息日子往往也是升市日子，但市場的傳統認知還是驚的，即使驚加息導致跌市的具體理由卻說不清——唔知驚乜。世銀最近發表的《全球經濟展望》有大量相關數據，讓我們可手到拿來分析（參考）。

學界文獻研究加息對市況的影響，絕大多數聚焦宣佈效應（announcement effect），原因是當研究的時間窗口拉長，發生的事件多了，實證上便愈難鉤出純粹加息的影響，故世銀做的亦是類似。純計宣佈效應，無論是鬆的QE2還是緊的Taper Tantrum（TT），對股、息、匯的影響都在三個百分點內【圖一】。要留意的，是收水的效應大於量寬，而儘管股、匯反應均如預期（放水升收水跌），但債息的反應僅在收水時如預期般升。分區而言，各新興市場的反應雖方向一致但大小有異，亞洲對放或收水反應均較小。

圖一：美國宣佈量寬及收水後的新興資產變幅



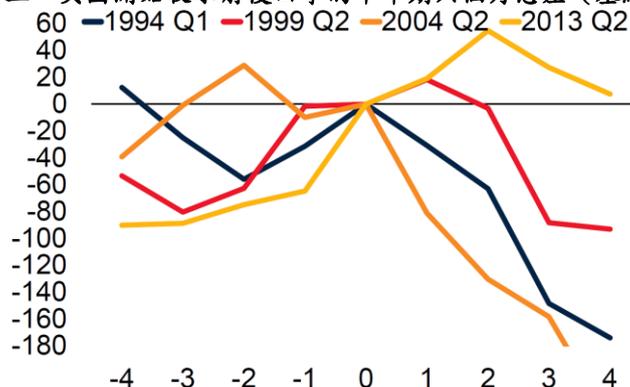
圖二：歐洲宣佈寬鬆後的新興資產變幅



歐洲方面，寬鬆的宣佈效應也在幾個百分點內，但對各地影響未必一致【圖二】。另外，兩輪寬鬆下股、匯的反映大致如預期般升，但債息卻只有歐洲的如預期般跌。

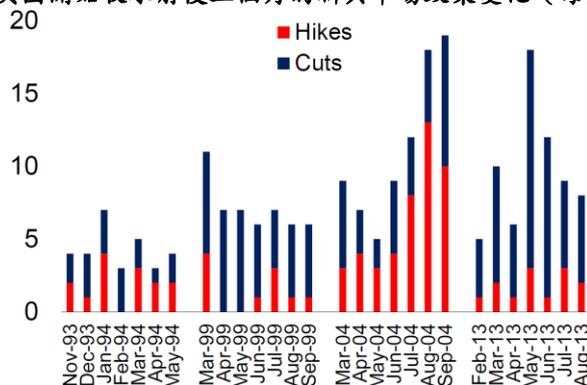
收水既對整條曲線的移動方向影響不明，那麼對息差的影響又如何呢？數據所見，收水前後四季的十年期六個月國債息差都比收水當刻為窄，但不計 2013 無加息那次，則過去三次加息前後的息差變化都呈多少收窄，或 flattening，預示經濟轉弱【圖三】。

圖三：美國開始收水前後四季的十年期六個月息差（基點）

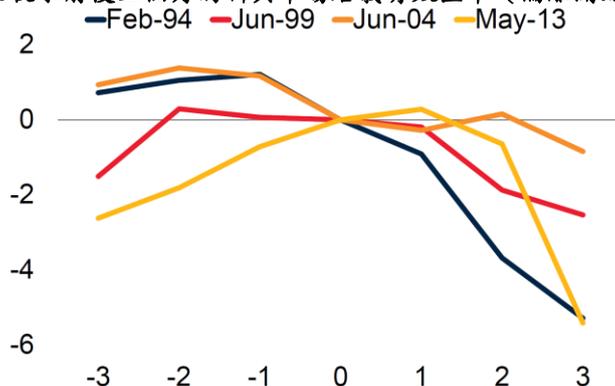


至於美國收水會否帶動其他新興市場效尤，跟風加呢？點算世銀涵蓋的新興市場，可見除 2004 年的一次加息外，再之前兩輪的美國加息並無帶動其他國家跟隨【圖四】。其實外圍跟否也很視乎全球環境。1994 及 2004 年時新興市場環境尚好，跟加的不少；但 1999 年發生亞洲風暴後，不少新興市場重挫，減的居多，2013 年 TT 情況亦相若。

圖四：美國開始收水前後三個月的新興市場政策變化（每月數目）

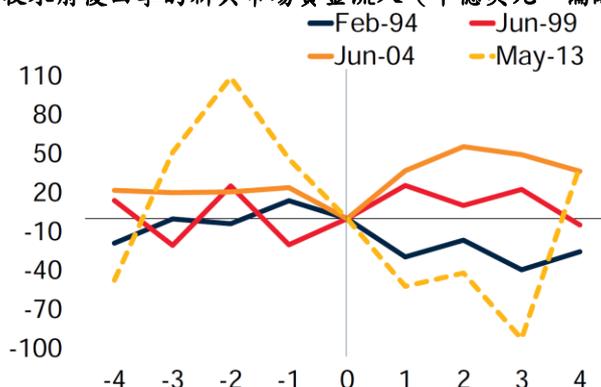


圖五：美國開始收水前後三個月的新興市場名義有效匯率（偏離開始收水時的幅度）



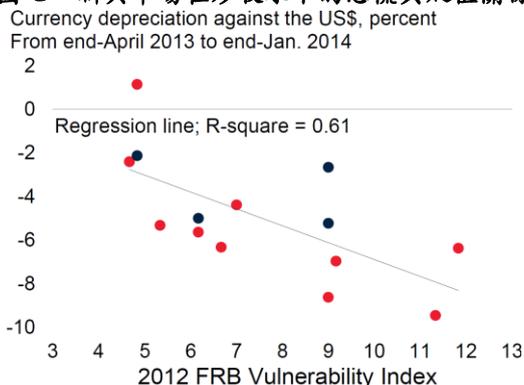
每逢收水，新興市場的匯率多會轉弱，不管原因是息差拉闊還是 risk-off【圖五】。然而，這是否意味資金必然流出新興體系呢？也不一定。觀乎過去幾次收水經驗來看，每次皆不同的：2004 年全球見底後全球均加息，資金並無從新興體單邊流出【圖六】。

圖六：美國開始收水前後四季的新興市場資金流入（十億美元，偏離開始收水時計）

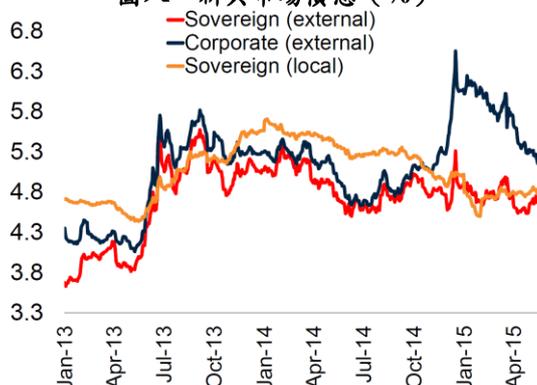


收水的真正殺傷力或不在於其「宣佈」或息口壓力般簡單，而在嚇怕市場壞氣氛。正如伯南克論量寬也指理論欠奉但實際見效，關鍵似乎取決於市場怎樣認知這個政策。看來，央行做什麼還不及市場怎理解重要。所以，收水所帶來的衝擊或不是收水本身，而是市場被收水嚇倒。聯儲局編制的恐慌指數，正與新興市場貨幣貶值反比【圖七】。

圖七：新興市場在炒收水下的恐慌與貶值關係



圖八：新興市場債息（%）



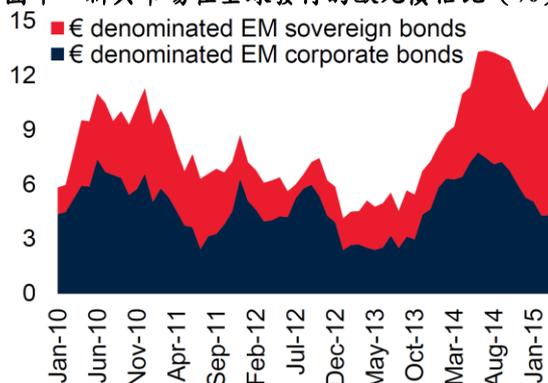
若然關鍵在於恐慌與否（或程度），那麼 2013 年的 TT 縱無加息亦導致新興走資，便不難理解了。那次收水宣言其實確令市場相信，美國十年期長息在短短四個月內抽升 1.4 厘（五、六次加幅），儘管後來回落，但新興市場債息在跟升了後卻沒跟跌【圖八】。隨着今年加息逼近，自 2 月以來債息再升，但今次帶來的威脅則主要在新興企債市場。由此可見，美國每次加息引發恐慌的機制都有不同，故產生影響難以整體一概而論。

圖九：流入新興市場的外資（百萬美元，四週移動平均）

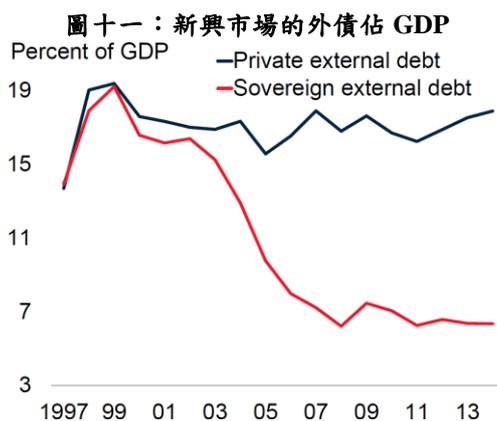


另外，收水對新興市場不同資產的影響也各有異，不只各債息表現有異（圖八），股、債表現更見分別了。觀圖所見，年初至今雖然企債息抽，但新興債仍有資金流入，股市才在企債息抽的同期有資金走，可見後兩者才是今輪美國加息的重災區【圖九】。至於緣何新興企債息抽得較勁，其一關鍵則在歐元計價債所佔的比例。小心觀察可見，新興企債息抽的日子就是歐元債佔比減的日子，即被拋的主要都是歐元企債【圖十】。

圖十：新興市場在全球發行的歐元債佔比（%）



至於企債被拋的程度甚於主權債（情況不限歐元），歸根究底還在債務是否過多。以佔 GDP 計，自 1997 亞洲金融風暴至今，主權債佔比已大跌逾 10% 至單位百分比，但私企外債佔比則一直維持在近兩成水平，沒怎跌過【圖十一】。之所以有債務危機，原因總在債務是否過多。要知加息還會引發哪裏的債務危機，比較各地企債水平吧。



今文所見，加息的宣佈效應主要影響股匯兩市，至於對息差、外圍政策及資金流，影響不一。唯一較明顯的影響，是透過恐慌拋售債市，尤其對新興企債所帶來的衝擊。多年以來新興市場國庫改善，但私企債務比例仍高，這似是今輪加息下的黑天鵝處。

參考：World Bank Group (2015), *Global Economic Prospects: The Global Economy in Transition*, June.

羅家聰  
環球金融市場部