

## 《商報》專欄

### 債市痴呆呆 股市大時代？

先前人行減息，表面上兩地股市看似長空萬里，但希債爆煲消息又令港股無運行。話說回來，近來一個希債問題，另一個全球債價急跌皆令市場利淡氣氛再現。過去幾年大家都經歷不少歐債風暴，每次飽食驚風散後都是大團圓結局。當然，每次爆大鑊前都是風平浪靜。至於今次希臘會否就此從歐元區消失，筆者斷估不會。幾年前不脫歐，等現在環境好一點才離開？難道德拉吉及希臘人想再次經濟衰退？現在還不過是政治爭拗而已。

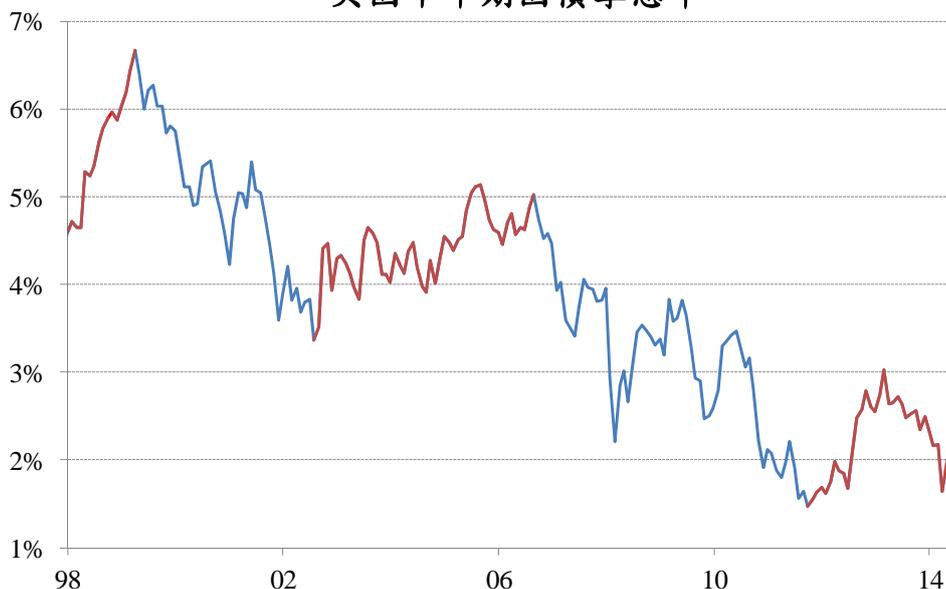
希債危機總會過去，餘下來卻仍是債的問題：債券市場走資。記得2013年中亦曾出現過新興市場走資潮，就是因為伯南克一句「或會收水」。債價向來對息口敏感，而年內美國將加息，難怪手揸大堆新興市場債或垃圾債的朋友驚惶失措。

有人憂慮債市大跌，但樂觀的朋友就會話：沽債買股吧。「棄債投股」向來是一大課題，只是由於近年全球央行皆放水，相關資產容易被炒起而造成股債齊升情況。但由於聯儲局加息在即，加上油價反彈或令通脹回升下，各國央行的貨幣政策未必如以往寬鬆，資金隨時撤出債市，「棄債投股」會否來臨？

其實要研究「棄債投股」的課題頗有難道。以美債為例，美債已經行了三十多年牛市，故揀選某段時間的「棄債」並不容易。筆者今次選了1998年亞洲金融危機為起點，並計算當中美債息抽升下環球股市的升跌情況。問題來了，什麼才叫「債息升市」？在此段間，升市最長久或升幅最大都可納入研究範圍。首先，圖一見到，前者上，2003至2007年的大型升浪是最長久的。至於後者，1998至2000年出現一陣美債息急抽情況，其升幅是期內眾反彈市之冠。故此，這兩時期是討論重點。除此之外，筆者也同樣計算2012年6月至今的債券拋售潮，因為若大家同意往後幾年都會出現「棄債」潮的話，那此段時期便值得看個究竟。

資金從債市流出一定流入股市嗎？表一見到，無論從新興市場或先進國家（全球十大經濟體，以GDP計）來看，由1998年亞洲金融風暴至今亦的確如此。例如1998至2000年或2003至2007年的債息反彈期中，發達與新興地區股市不單同升，後者升幅更以倍數計，遠遠拋離只升五至八成的先進地區，可見資金似乎不單由債轉股，更似是投入高風險的新興市場。稍有不同的是，近年發達地區股市表現優於新興國，這或可歸咎於近年全球實行前所未有的放水行動。但於美國帶頭收水下，資金漸漸撤離新興市場而返回先進經濟體。不過，無論如何，資金從債市流出，得益的仍是股市。

美國十年期國債孳息率



表一：美息反彈期間新興及先進國股市表現 (%)

%	MSCI 新興	金磚四國	靈貓六國
10/5/98-21/1/00	103	254	264
16/6/03-12/6/07	201	243	415
24/7/12-現在	9	56	37
	MSCI 環球	全球十大經濟體	
10/5/98-21/1/00	48	65	
16/6/03-12/6/07	76	93	
24/7/12-現在	43	47	

債息升股市旺，債息跌股亦跌嗎？筆者也計算了近十多年來美債息下跌全球股市的表現。表二見到，無論是新興或發達國家股市，2000至2003年或2007至2012年間兩者都分別錄得不同程度跌幅。最近2007至2012年新興市場就跌了一成四，發達國家兩成五。而且，三段年期皆見新興市場的平均跌幅大於發達國家，反映萬一債息跌而導致股市走資，新興股市就是重災區。

表一及表二已證實債息與股市的反向理論。不過，由於筆者只是研究美國國庫債，傳統上美債並不屬於高風險資產。在近年來新興大國持續崛起下，企業對資金需求愈來愈多，發債成為主要渠道籌集資金。眾所周知，新興市場債風險比美債高，近幾年亦見高息債是除了股市外吸資力最強的地方，流動性之高令高息債市場與一般股市波幅無異。故此，棄債是否一定投股？或者，但未必一定。

不過，上文分析幾可肯定，當大家棄債時，市場氣氛肯定暢旺，起碼股市表現不俗。這也無可厚非，傳統上持債回報應較其他資產如股票或樓房低。當大家預期市場氣氛轉

旺下，資金從債市流出，股市或成資金其中一個目的地，新興市場更是焦點所在。由是觀之，若果大家認為美債息已見低的話，年內環球股市似乎仍然樂觀。

**表二：美息回落期間新興及先進國股市表現（%）**

	MSCI 新興	金磚四國	靈貓六國
22/1/00-15/6/03	-35	26	-1
13/6/07-23/7/12	-14	-13	17
	MSCI 環球	全球十大經濟體	
22/1/00-15/6/03	-34	-32	
13/6/07-23/7/12	-25	-33	

劉振業  
環球金融市場部