

## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 通脹見底債牛尾 股債齊跌不出奇

近期焦點之一，當數一眾債王以及全球首富對債市的警告。的確，股市表現凌厲，但債市表現更令人嘖嘖稱奇。明明聯儲局揚言加息在即，哪怕一再推遲亦非束之高閣，但去年債息竟愈跌愈急。不少央行的量寬、減息更有恃無恐，雖名義負息仍續減下去，將書本理論視如無物；有說當下全球流動性陷阱如進黑洞視界範圍，所有理論失效。

愚見所及，一些不懂理論或學藝未深者較易傾向否定理論，否定歷史累積的智慧。若目睹一段時期內的市況未如理論所料般行就去否定理論，這跟眼見天文台連日測錯（假如）便否定物理學有何分別？一些人只愛根據自己的親身經驗便對世事一錘定音，但書本理論又何嘗不是千百年來的經驗總結？那些人忘記了一點：經不起時間考驗的，其實早已從書本中刪去。刪去的錯理論總遠比剩下碩果僅存的多，貿然否定理論價值，就如當年的什麼「新經濟」乃至近年流行的「--nomics」般，不少事後看來都覺可笑。

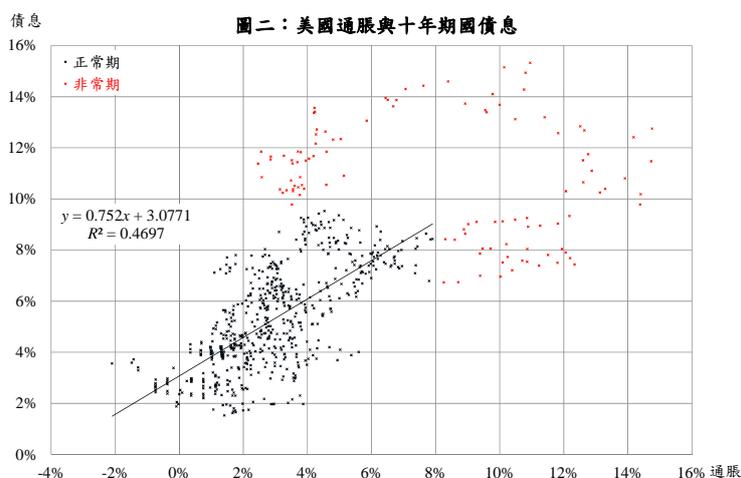
市場中人縱有不少讀過經濟，但或因自身利益關係，總以為大手寬鬆政策就是對。他們忘記了兩大教條理論：息不可負、有借有還。（名義）負息即是借錢還要倒貼息，誰會做？只有預期匯率升值可抵消蝕息，或通縮甚於蝕息，才呈現實質正回報。不過，匯率可否無止境升？要是無了期跌價（通縮）的市場，誰會長線投資？長年寬鬆政策，各國債務無論在公在私均有增無減，一路滾大的無了期債，竟要投資者倒貼利息去買，難道這就是傳統理論失效的新經濟？債王、首富所道出的，還不過是違反常理之象。

圖一：美國通脹與十年期國債息

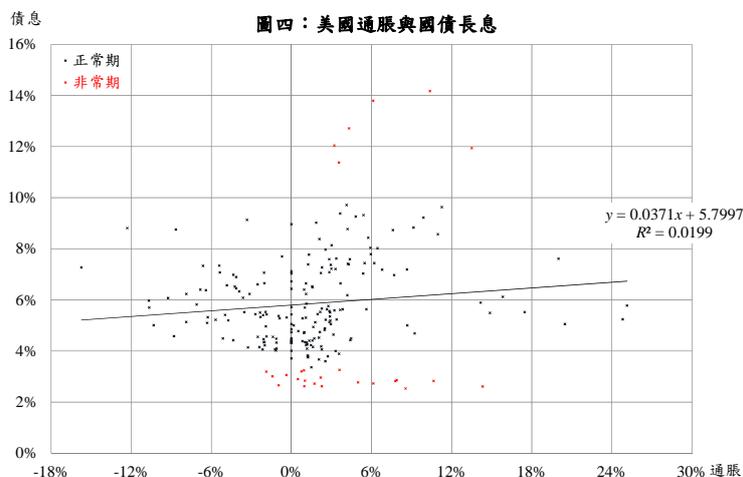


恪守息不可負、有借有還兩大原則（還談不上什麼理論），債市牛尾便不難見了。月度美國十年期國債孳息起自 1953 年，直觀而言，解釋債息上落非通脹莫屬【圖一】。通脹在時序上領先長息，而概念上，借長錢者首要考慮當是還債時的購買力（通脹）。若嫌這驟眼觀察不夠嚴謹，換個方式表達，再剔除通脹逾 8% 或債息逾 10% 之非常期，

即見一甲子來的關係相當線性；其實即使不剔除任何數據，也一樣見此關係【圖二】。



一甲子間通脹、長息一上一落，是偶然嗎？答此一問也不困難，因數據紀錄可遠至18世紀末近美國立國之時——這在 *Historical Statistics of the States of the United States* 及 *A History of Interest Rates* 兩書中不難找到。長年數據可見通脹及債息均曾「四上四落」【圖三】。換上散點圖再剔去非常期後，仍見兩者正比關係，縱已變得較弱【圖四】。

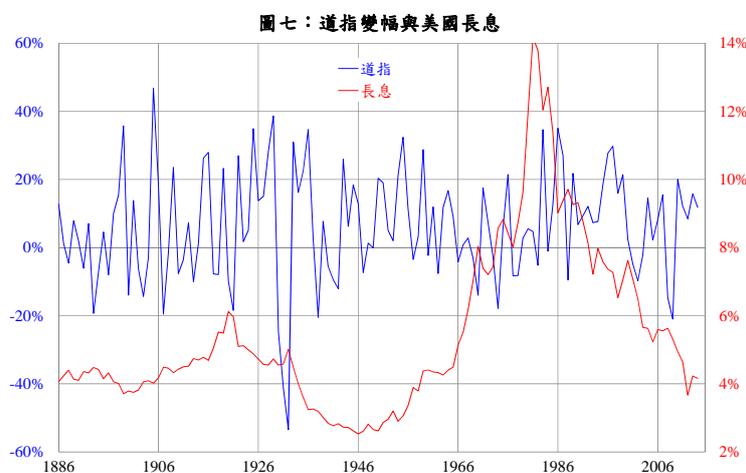
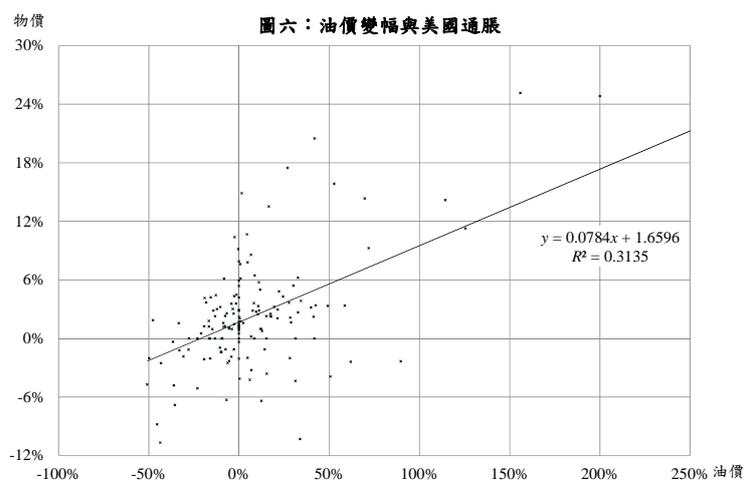


既知道了決定債息長線走勢的一大因素是通脹後，下一問自然是通脹將何去何從。儘管當代學界、央行愛將通脹成因複雜化，但要一言以蔽之，還是麵粉貴了麵包才貴。

從英國石油公司自 1860 年代起的油價紀錄所見，其按年變幅與物價按年變幅（通脹）多年來關係密切，尤當大上落時【圖五】。當代學界研究指通脹的非核心部分影響降，而央行愈來愈能控制通脹預期，話雖如此，但大上落如過去大半年者，油價冧三分二，結果全球通脹幾無一倖免（或許除本港外）大跌，諸國債息之愈瀉愈急亦多少因此。

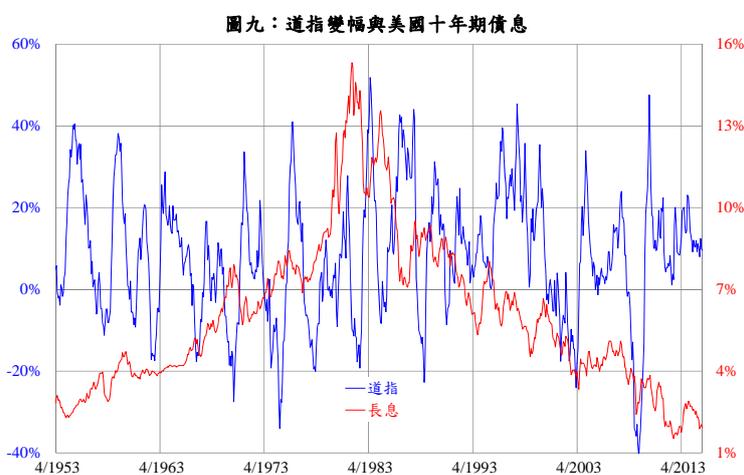
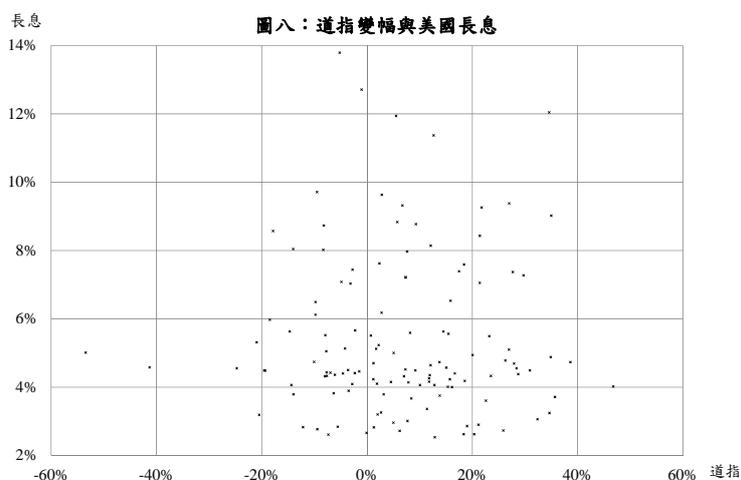


油價變幅與通脹關係是正比的【圖六】。不妨做個肉眼想像實驗：剔除分離分子，餘下的數點亦很大程度呈正比關係。油價已由低位回升近 50%，通脹顯然即將爆上。

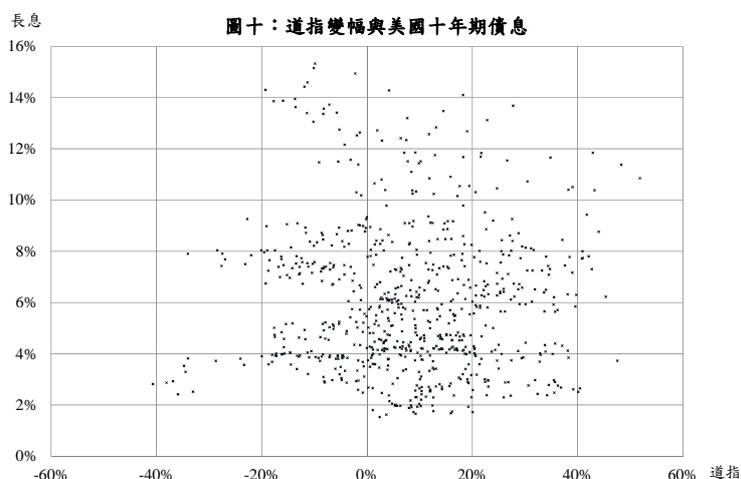


至於不少人以為與債市相關的股市，實證發現又如何呢？道指紀錄遠至 1885 年，

由當時至今的美股按年變幅與長息未見關係【圖七】，縱在散點圖上亦如是【圖八】。



長線的年度數據未見股債此消彼長，換上「較短線」、1953年起的月度數據如何？觀圖所見，在某幾年窗口的週期上或隱約見到關係，但整期來看還是不明顯【圖九】。仍不服者可再觀散點圖，結論一樣——是無結論【圖十】。於此，其實在幾年前的拙作「傳統智慧有局限 誰說股債必相反？」已有詳論。股、債的此消彼長縱有亦短暫。



應留意的，是自2009年至今美股直線上升之際，同期的長債息卻呈跌勢。誠然，過去卅多年亦如是的，股市長升，債息長跌。從大多數人熟悉的這兩段時期所見，股、

---

債價格是同升共跌而非此消彼長。引伸出來，若然債息有望長期趨升，且美股亦漸偏貴（市盈率趨近傳統 20 倍之危險水平），一旦逆轉，是可以股、債皆跌，無避難所的。

廿年前買債大賺，但其實同期買股賺得更多。在息不可負原則下，債牛固然會完，但在另一原則有借有還下，債息趨升必使無論在公在私皆出現違約、破產潮。如是者，股市定必受累，而股、債皆跌的情況便不難理解了。回想 1970 年代前後的大滯脹潮，債息趨升而股市長期（十多年）呆滯（橫行上落，secular bear），大概是這個情景了。

**羅家聰**  
**環球金融市場部**