

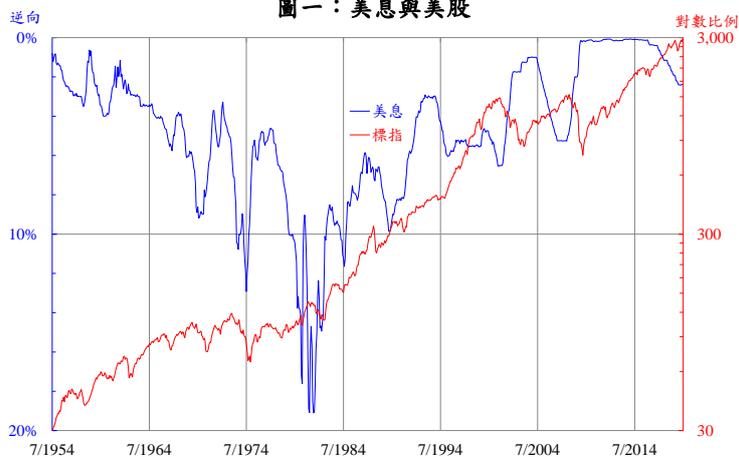
《信報》專欄〈一名經人〉

減息市升僅短線 長線利好卻未見

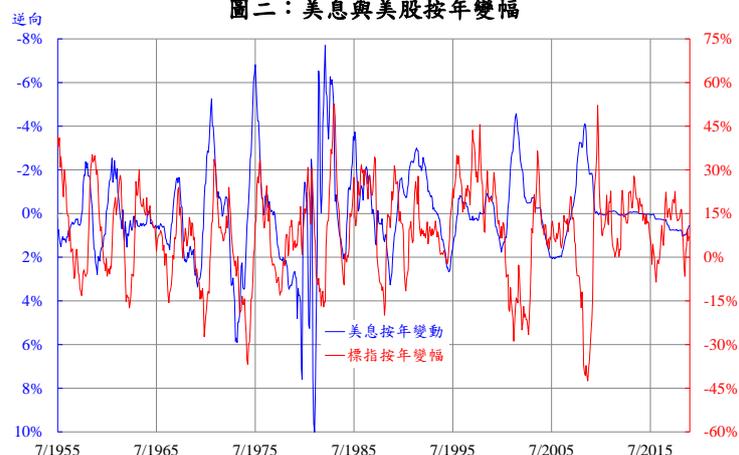
市場憧憬美國即將連番減息，股市旋即大幅炒上。息跌有利資產價格乃古舊學說；不是說舊就不合時宜要拋棄，有些舊說是愈舊愈經典的。然而，此舊說雖已入心入肺，但不對勁。遠的不說，就以近兩次減息週期為例，分別始於2000年尾和2007年秋的，但美股卻是在稍早或差不多同時見頂轉熊；儘管再對上的四次減息週期美股卻上升，但再之前的就跌了。這樣每逢減息之初股市或升或跌，豈能寫入書本成為「理論」？

聯邦基金利率始於1954年中，由當時起逾一甲子以來，與美股的關係是這樣的：1982年前（大緩和前）美息趨升，美股趨升；之後美息趨跌，美股也是趨升【圖一】。不過，兩者也非沒關係得這麼簡單。在1970年代美息加快上升，美股確由長升轉橫行（secular bull to secular bear）；至於之後廿年美息大減十多廿厘，美股升勢確又加快。除了長期來說兩者沒既定關係外，兩者在週期上的關係也不清晰。近四分之一世紀而言，美息與美股顯然是同方向的，背後很可能皆反映經濟盛衰：經濟好時，股市固然上升，息口亦可收緊；反之經濟差時，同樣道理，兩者俱跌。此乃兩者呈週期一致的主因。

圖一：美息與美股



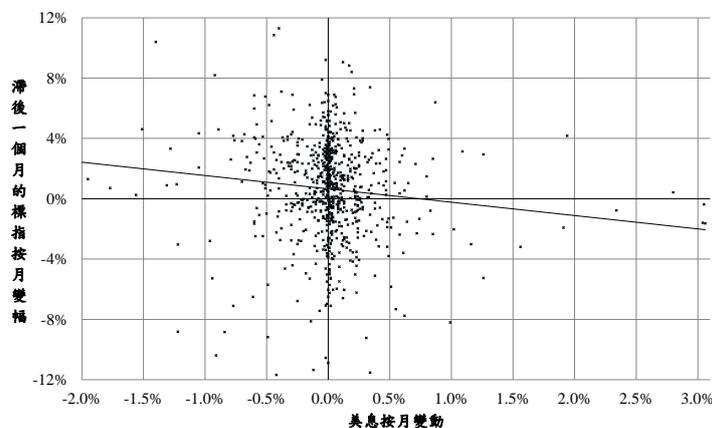
圖二：美息與美股按年變幅



然則，逢炒減息股市沖喜亦非假的，怎樣理解這點？這涉及變化與變化的關係了。將美息按年變動與美股按年變幅比較，則起碼在上世紀見到兩者的反比關係【圖二】。跟圖一兩者呈長期正或反比不同的是，圖二只比較了歷史上任意其中一年的時間窗口，反比關係就呈現了。換句話說，所謂減息利好股市只是短時間內的事，長線並不適用。留意兩者的反比關係本世紀起有弱化跡象，因為息口水平本已偏低，其變化也不會大。不過美股按年變幅卻未見因而降低；反而觀察到的是兩者漸趨各有各行，關係轉弱。

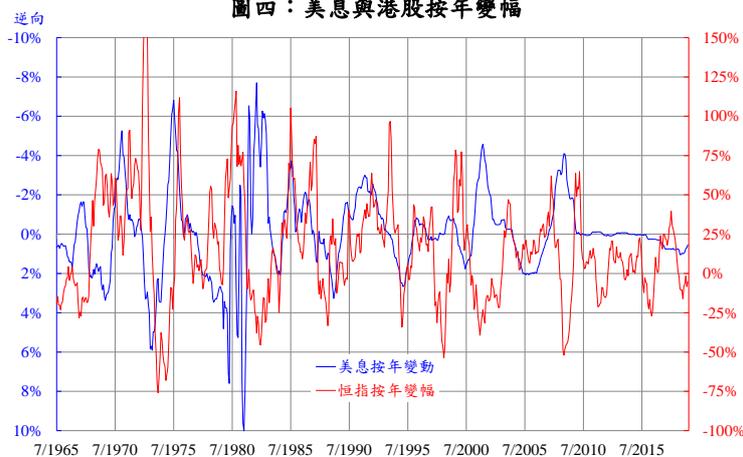
若將分析窗口進一步收窄，審視美息與美股的按月變幅關係，則見兩者仍呈反比，且美息行先於美股一個月【圖三】。然而，這反比關係肉眼也見是微弱的；計算顯示，減1厘息也推升不到美股1%，如斯沖喜，跟我們所理解差很遠呢！既然息口影響小，其他影響股市的因素如盈利、盛衰等，在中、長線而言便很容易蓋過息口這因素了。

圖三：美息與標指按月變幅



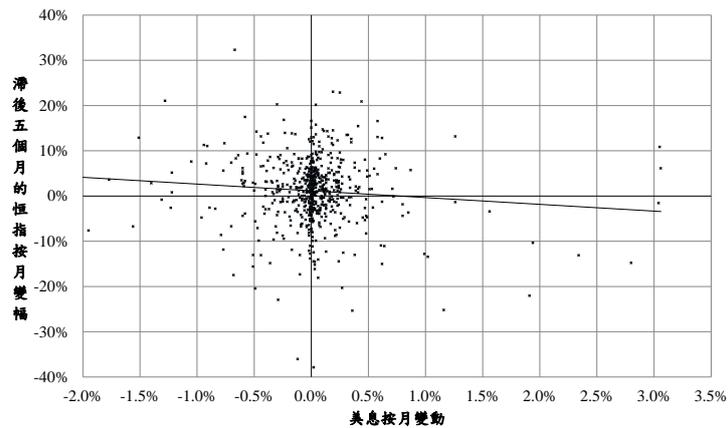
轉看本港。聯匯之下，港息走勢跟美息接近，故想當然是美國減息直接利好港股。但實證上，歷來美息與港股間之關係還不及美息與美股【圖四】。同是今個世紀開始，美息與港股間之關係較之前弱得多了，尤其當息口大減的日子，同期港股也在大跌。

圖四：美息與港股按年變幅



將兩者關係如上述般照辦煮碗收窄至一個月，同見減息確會利好港股，但很小幅，減1厘只推升港股1.5%——一個難以察覺的幅度【圖五】。實際上，無論美股或港股，與美息的散點圖所呈現是圓圓的一堆，這反比關係縱統計顯著，但誤差度可相當大。

圖五：美息與港股按月變幅



所以，股市前景還宜端視前景好壞而非息口上落。果真減息，前景亦好極有限。

羅家聰
環球金融市場部