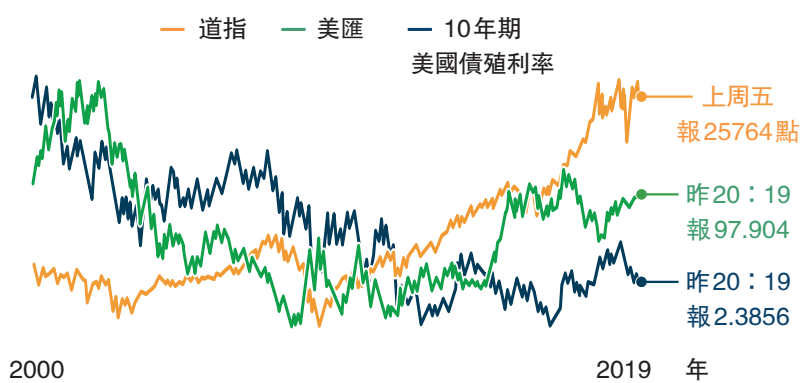


貿談將曠日持久 股匯債三升多壞事

2000年後美國股市、匯市及債市走勢



近年外匯基金出現股匯債「三升」時間

- 2006年** ● 美匯指數全年走軟，美聯儲加息周期完結（2004至2006年）
- 2007年** ● 美匯指數全年走軟，美國次按危機開始
- 2009年第3季** ● 金融市場由金融海嘯的谷底（2009年3月）復甦
- 2010年第3季** ● 美聯儲推第二輪量化寬鬆（QE2）
- 2012年第3季** ● 美聯儲推第三輪量化寬鬆（QE3）
- 2013年第3季** ● 美聯儲準備縮減QE債債規模
- 2016年第3季** ● 英國於6月底公投決定「脫歐」，美國準備大選
- 2017年** ● 美匯指數全年走軟，美國政府推動減稅
- 2019年第1季** ● 美聯儲放緩加息縮表步伐，中美貿易戰有緩和跡象

製表：香港文匯報記者 岑健樂

過往股匯債三升「黑手」多是美聯儲

香港文匯報訊（記者 岑健樂）事實上，自2005年金管局宣佈優化聯繫匯率制度運作的措施，包括推出7.75強方兌換保證與7.85弱方兌換保證以來，外匯基金曾先後多次在季度表現上出現匯、股及債同時都錄得進賬的局面，有時情況更連續多季出現（如2006年、2007年與2017年，詳見附表）。與此同時，翻查當時的政經情況，記者發現很多時股匯債三升的「幕後黑手」都是美聯儲推行寬鬆的貨幣政策。

例如美聯儲於金融海嘯後，前後推出的3輪量化寬鬆（QE）措施分別導致了外匯基金於2009年第3季、2010年第3季與2012年下半年都出現股匯債三升的情況。至於QE3的餘波更導致了新興市場出現自QE後最後一波升市，從而令外匯基金於2013年第3季亦出現股匯債三升。

市場看法一面倒推升

至於另一個推動股匯債三升出現的情況則是市場對未來經濟環境的判斷導致的。例如2016年6月，英國意外在公投中決定「脫歐」，同時美聯儲擔憂英國「脫歐」對全球經濟構成嚴重衝擊，宣佈維持利率不變。同



美聯儲主席鮑威爾

一時間，在美國總統大選中，大眾認為民主黨的希拉里很大機會獲勝，且美聯儲將會延續較寬鬆的貨幣政策。

在這些因素共同影響下，市場判斷資金泛濫的情況將得到維持，因此繼續在金融市場上進行炒作，從而令外匯基金2016年第3季出現股匯債三升。

此外，2017年全年外匯基金的股匯債三升亦是出於市場對未來經濟環境的判斷導致的。2016年11月，特朗普「爆冷」當選美國總統。由於特朗普期望透過減稅與推動基建刺激美國經濟，市場普遍認為這些舉措將加劇美國的財政赤字與貿易赤字，令美元轉弱。因此，美元資金再次在世界不同國家與地區興風作浪，令股匯債三升。

亂世捲黃金 今次捲現金

中美貿易摩擦忽然升溫，雙方劍拔弩張，港股短短一個多星期大瀉逾2,000點。這真是一個不正常的大時代，不久前公佈業績的外匯基金，出現少見的股匯債三升現象，金管局總裁陳德霖也形容此情況「不太尋常」。美國計劃進一步向中國貨品加徵關稅，中國隨即反制，雙方可能又將重新談判，尋求共識，貿易戰將曠日持久，投資者在此非常時期，該如何部署？

香港文匯報記者 岑健樂

分析員普遍認為，股匯債三升的情況不尋常，若出現通常代表金融市場過熱，呈現泡沫化的情況，故不排除日後會出現金融市場劇烈波動的情況。由於市況不明朗，分析員建議在這種環境下，作投資決定前需要三思。其中，分析員認為黃金今次不是如傳統智慧所描述般，是良好的避險的工具，因此建議如果投資者認為有金融風險，不妨增持現金，待日後金融市場情況明朗化後，再作進一步打算。

股債走勢普遍相反

第一上海首席策略師葉尚志與鼎成證券董事總經理熊麗萍日前接受香港文匯報訪問時都表示，一般來說，債券和股票市場的趨勢是相反的。如果經濟環境良好或處於減息周期，通脹率上升，那麼股市的表現通常會比較好，因為投資者認為投資股市回報比較高，可以買股票「財息兼收」，大撈一筆。相反，這時投資者不會想買債券，因為債市的回報一般而言會較股票為差，因此債市會相對冷清，而債券價格亦很有可能因而下跌。

相反，如果經濟環境轉差或處於加息周期，股市通常會下跌，甚至出現恐慌性拋售，令大部分投資者都不敢買股票，資金一般而言會流向債市避險，因債券可提供較穩定的利息收入，從而令債券價格上升。

資金缺乏炒作方向

至於匯市方面，葉尚志認為由於不同國家或地區之間的經濟情況有別，因此匯市的走向會較為反覆，而匯市與股市及債市的走勢相關度相對而言較難清楚看到。熊麗萍則認為匯市與資金流向有很大關係：如果資金大舉流入一個國家，那麼該國貨幣便會升值；相反，如果資金大舉流出一個國家，那麼該國貨幣便會貶值。由於流動性增長可推動資產價格上升，因此股市會因而受惠，或會出現股市與匯市同升的情況，但股匯債三升的情況則不太常見。

至於為何會出現股匯債三升的情況？熊麗萍認為這或與近年流動性持續泛濫有關。由於流動性太多，資產供應相對有限，因此除股市與匯市被炒起外，連債市都有大量資金追捧。此外，她認為股匯債三升或反映投資者摸不清市場與經濟前景，令資金沒有明顯流向。

不過她認為這可不是一個好現象。因為股匯債三升的情況不尋常，而實體經濟的增長或因與資產價格的增長出現嚴重脫節，反映金融市場過熱，呈現泡沫化的情況，故不排除日後會出現金融市場劇烈波動的情況。

債券價格跌幅較低

假如股匯債三升後真的出現金融市場劇烈波動，那麼投資者應該如何自處？葉尚志認為債券仍是相對較好的避險工具，因其可提供較穩定的利息收入，即使不幸出現股匯債同時下跌的情況，債券價格的跌幅通常較股市與匯市為低。至於熊麗萍則認為如果投資者認為有金融風險，不妨增持現金，待日後金融市場情況明朗化後，再作進一步打算。

此外，兩人都不同地認為，黃金不是如傳統智慧所描述般，是良好的避險工具。葉尚志認為黃金現時其中一個主要用途是抗通脹，但現時不少地區通脹率都不高，因此黃金似乎難以大升。至於熊麗萍則認為黃金與美匯指數很多時呈相反走向，由於現時美匯指數沒有明顯大幅下挫，因此黃金似乎不是很好的避險工具。

市場泡沫化 金融危機溫床

香港文匯報訊（記者 岑健樂）受惠股匯債三升，外匯基金上季投資收入達1,209億港元，按年急升約2.5倍，是有記錄以來單季最高。不過金管局總裁陳德霖認為，股匯債都錄得進賬，情況不太尋常，並擔心中美貿易談判一旦破裂，對環球金融市場帶來大影響。陳德霖的擔憂源自資本市場與

▶ 特朗普尋求連任，因此很可能在選舉前持續操作中美貿易議題。



實體經濟出現了扭曲性的發展，金融市場泡沫化，或會釀成經濟與金融危機。

2008金融海嘯有跡可尋

一般而言，資金大舉湧入股匯債三市會令實體經濟所得到的資金與投資相對較少，而且加劇貧富懸殊，不利實體經濟的中長期增長與發展。此外，匯率與資產價格上升會推高生產成本，削弱一個國家或地區在國際間的競爭力，進一步打擊它的出口與實體經濟增長。

由於金融市場通常會反映實體經濟增長前景的好壞，因此股匯債三市齊升或會使實體經濟的增長與資產價格的增長出現嚴重脫節，即金融市場泡沫化，從而令日後出現金融市場劇烈波動的情況，甚至出現

金融危機與經濟危機。

例如美匯指數由2002年至2008年第一季期間持續走低，令資金大舉湧入美國以外的股匯債三市，從而令外匯基金於2006年與2007年股匯債三升，但隨即於2008年爆發金融海嘯，令全球多國股市大跌。

同樣，美匯指數由2016年12月至2018年1月持續走低，使外匯基金於2017年股匯債三升，但隨即於2018年2月初爆發環球股災，令恆指在一個月內一度大跌逾4,000點。其後，同年7月中美貿易戰正式爆發，令部分資金流向美元避險，再令環球金融市場出現劇烈波動。因此，陳德霖的擔憂絕對不是危言聳聽。

投資者宜做好風險管理

那麼，投資者應該如何在不明朗的市況中進行部署？一般而言，「現金為王」是較好的選擇，因為「留得青山在，不怕沒柴燒」，在不明朗的市況與金融危機過後總有投資良機。由於美國總統特朗普尋求於2020年11月的總統選舉中連任，因此特朗普很可能在選舉前持續操作中美貿易議題，爭取選民支持。所以，在未來約一年半的時間，投資者需要小心做好風險管理。



不可能中的可能

股匯債的表現有點像經濟學中的「三元悖論」（Mundellian Trilemma），不可能同時出現一致的方向。一般而言，股市與債市的趨勢是相反的。如果經濟環境良好，那麼股市的表現通常會比較好，因為投資者買股票可以「財息兼收」；相反，因為債市的回報一般而言會較股票為差，而債券價格亦很有可能因而下跌。如果經濟環境轉差，股市通常會下跌，甚至出現恐慌性拋售，由於大部分投資者都不敢買股票，故資金一般會流向債市避險，從而令債券價格上升。

至於匯市方面的走勢，則需要視乎不同國家或地區之間的經濟情況，因此匯市的走向會較為反覆。一般而言，如果資金大舉流入一個國家，那麼該國貨幣便會升值；相反，如果資金大舉流出一個國家，那麼該國貨幣便會貶值。由於流動性增長可推動資產價格上升，因此股市會因而受惠，或會出現股市與匯市同升的情況，但股匯債三升的情況則不太常見。

新興市場最易起泡

此外，由於不少新興市場國家的貨幣發行模式主要以外匯儲備為基礎，因此當外匯儲備的上升時，新興市場國家的中央銀行大多傾向實施擴張性的貨幣政策，藉以推動經濟增長。在美元與本國貨幣供應增加甚至達到泛濫的情況下，如果新興市場國家的資產供應或實體投資機會不足，資金在苦無出路的情況下便會大舉湧向當地的金融市場進行炒作，從而出現股匯債三升的情況。

香港文匯報記者 岑健樂