

《信報》專欄〈一名經人〉

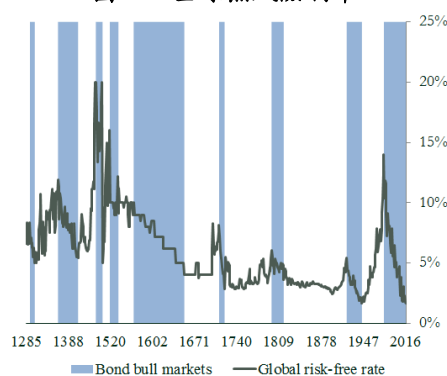
債市長牛應已過 未必震撼卻襟拖

今年已知的主題之一，肯定離不開美國加息。不過單單美國加息，影響還不算大，畢竟聯儲局早在前年已揭開了加息序幕。論實際上的影響還看整體孳息曲線見底回升，因為真正影響市場的到底是市場利率而非指標利率。隨着全球由荒謬的負息物極而反，加上全球多國債務已趨不可持續水平，是次整體利率回升很可能引發全球債務危機。

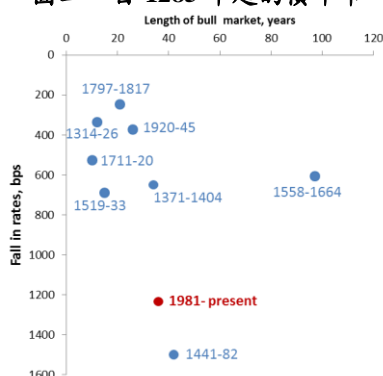
哈佛大學 Niall Ferguson (《金錢崛起》作者) 門生 Paul Schmelzing (論文委員還有 Carmen Reinhart 和 Barry Eichengreen) 最近轉到英倫銀行，發表了八個世紀的債市回顧 (見參考)。對其論據於此不表，不過其數據卻是他處鮮見，今文取其圖表討論一番。

先是全球無風險利率【圖一】，出處大概與 *A History of Interest Rates* 一書的接近，不過功夫是要將全球各地 (主要還是歐美) 的加權出來。觀圖所見，利率常態在 13 至 17 世紀時偏高，介乎 5 至 10 厘，而打後則多數低於 5 厘。至於週期，之前曾指利率每 60 年見頂一次，但只取美國自 18 世紀末立國至今的而論。今觀 732 年 (2016-1285+1) 利率史僅見六次高位，較應有的十二次 ($\approx 731 \div 60$) 少一半。論利率下跌週期的時間，史上固然有兩次遠遠長過今次卅多年的，不過論利率低位，今次顯然史無前例地低。

圖一：全球無風險利率



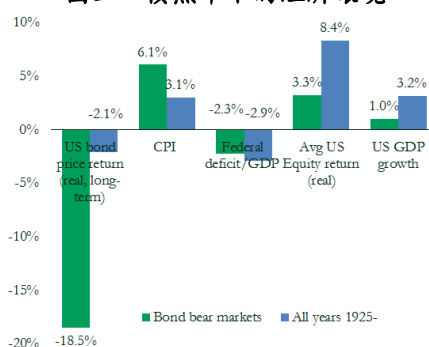
圖二：自 1285 年起的債牛市



具體而言，1285年起至今可點算出九次債券牛市，即利率跌的日子；五次「正常」的為時不逾四十年，利率跌不逾7厘，例外的有十五世紀、十六世紀和今次【圖二】。十五、六世紀的債長牛不難解釋，當時歐洲四處戰亂、版圖擴張，國家發債開始普遍，而隨着海運貿易興起，經濟改善下債不愁買家，息遂長跌。但今次呢，論債市的年期，已很接近十五世紀次長那次，在無債市崛起那偶然因素下，看來債牛日子應已過了。

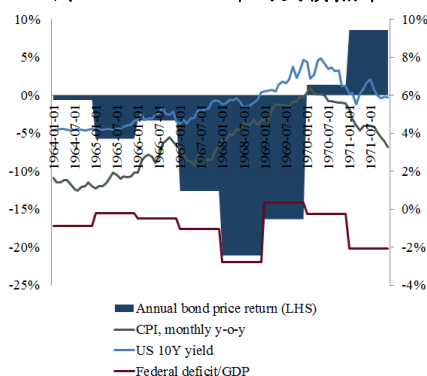
若債市真由牛轉熊者，對應的經濟情況又會如何？研究員計算了七個多世紀以來，分全期數據與債市熊市（圖一白色區域）下的幾個主要經濟變數表現【圖三】。固然，債價的實質虧損在熊市時遠大於全期。至於通脹，債熊市下的通脹高出全期的一倍——通脹乃債的剋星，這點不說自明。財赤方面，債熊與否分別不大。至於股市回報方面，以為債熊必然將資金推進股市嗎？結果剛剛相反，債無運行時，股市表現亦大為遜色。同理，債熊市下的經濟增長亦較平時低一大截。由此可見，債熊息升，結果很差的。

圖三：債熊市下的經濟環境



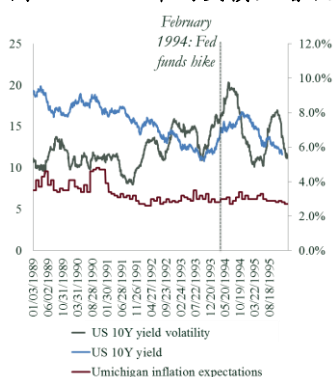
現在，看看近半個世紀的幾個債熊市，首先是1960年代後期的美債熊市【圖四】。隨着凱派復辟，1960年代後期的貨幣政策「漸失紀律」，從前跟黃金的美金供應關係在1967年起開始失守，通脹亦在差不多時間開始趨升。初期，美匯、美息如今天般升，及至1970/71年金本位正式倒台，升市轉至商品，通脹肆虐下美元展開了十年回落。

圖四：1967-71年的美債熊市



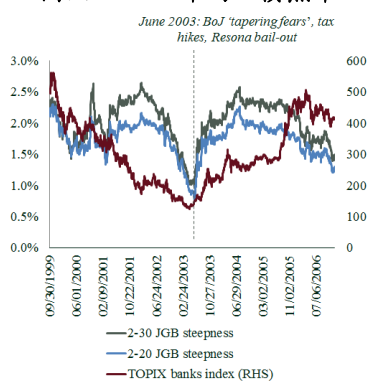
那次還沒有即時帶來麻煩，但1993至95年間的急加息，卻為債市帶來很大傷害，史稱美債大屠殺【圖五】。雖然通脹預期並無如1970年代那次般失控飆升而穩於3%，且長債孳息亦未見大幅上揚，但長債波幅卻由4%升至10%，雖然美股、美經濟仍好，但不少新興市場尤拉美國皆見債務違約甚至匯率危機，間接促成隨後亞洲金融風暴。

圖五：1994年的美債大屠殺



至於較近期的債熊市，有2003年的日本，但結果截然不同，因為當時全球見底，牛市盛世剛始，日債息升是反映日本前景也見曙光，故債市跌而股市升，孳息曲線上斜【圖六】。今次全球債息回升，會否也有着類似的全球復蘇背景？或者，但機會不大。畢竟全球仍有多個市場有相當泡沫尚未清理，這與2003年時槓桿去乾去淨大為不同。

圖六：2003年的日債熊市



從這三個案例可見，債熊市的殺傷力未必會如股災、樓災、匯率危機般即時性的。不過如上述多世紀的統計般所見到，較長線的通脹偏高、股市表現遜色和經濟低增長，卻不足為奇。債是頗「襟拖」的危機，不會一下子即爆，但卻尾大不掉地影響後代。

參考：Paul Schmelzing (2017), “Venetians, Volcker and Value-at-Risk: 8 Centuries of Bond Market Reversals,” *The Bank Underground*, 4th January.

羅家聰
環球金融市場部