

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2014 年 11 月 4 日

評估美國退市後國際投資大勢

顏至宏

香港科大商學院財務系客座教授

美國聯儲局前天(10 月 30 日)舉行議息會議後，決定從 11 月起終止整項資產購買計劃。這項決定其實已在市場預期當中，並沒有出人意表，因此，消息公佈後，對美股沒有產生任何不利衝擊，反而接著股市作出了強勁的反彈。指數從 16000 多點回升至目前 17400 點以上水準，反彈幅度超過 8%。

由此來看，目前即使美聯儲停止購買國債和資產抵押債券（MBS），但流動性也並沒有受到影響。十年期的國庫債券孳息率只從 10 月中的 2.12% 上升到 2.34%；而根據 Zillow 公佈的美國全國平均貸款利率只有 3.86%，都在在安全的範圍內。可以看到，美聯儲「收水」，美國金融市場和房屋市場幾乎不為所動。

究竟美國進入「後 QE」時代，對經濟復蘇有什麼影響？我們可以從兩方面來觀察，第一，從美國過去兩季，亦即第二季和第三季國內生產總值（GDP）分別為 4.8% 和 3.5%，表現都相當不錯，是 2003 年以來表現最好的兩個季度。連續兩季 GDP 增長露出可持續的力度，為過十年來所罕，意味復蘇的態勢和基礎應該相對穩定下來，復蘇之路愈走愈明朗。

10 年期債息水準不為所動

當美聯儲宣佈正式停止購債後，美元匯價呈強，美元指數升抵 86、87 水準，筆者估計，美元指數未來還會往上走，到明年開始加息後，指數有可能攀升至 90，甚至 92 的水平。美國經濟應該會持續走強直到過強的美元開始打擊美國出口，以及攀升的利息打擊美國房屋市場和消費意願。

再從另一個角度觀察，當聯儲局公佈停止購債後，美國 10 年期債券孳息率並沒有像一般人擔心那樣攀升，繼續只從 2.1% 上升到 2.3% 水準。這個水準應該是美國政府感到「舒服」的，不必過於憂慮影響經濟和增加每年償付債息的負擔。

過去幾周，雖然有不少資金從債市轉到股市，但從目前債市的表現來看，並未顯示有大量資金「出逃」。對於美國「退市」，債市能夠保持如此穩定，美國政府應

該可以喘下一口氣。因為若然國債孳息遽升，必然引發其他多個息率水準跳升，影響可大可小。至於美國30年房屋貸款息率水準，如今也能夠保持平穩在3.86%，比起三個月前，反而是下跌了。

消費得到收入增長支持

值得注意的是，美國老百姓的收入目前亦有所增加。過去兩年，據美國政府公佈資料，家庭可支配收入的增長速度達到3%至4%水平，較美國消費物價指數(CPI)為高。換言之，美國老百姓的購買力也有所增加，對消費起到一定支撐作用。

此外，對美國經濟復蘇還有一個有利因素，就是石油價格如今顯著下降。油價下跌，對美國老百姓的家庭消費支出有實質性的裨益，現時油價較最高峰時，已下跌了約1美元，一般家庭可以節約50至60美元，由此使家庭得到約2%至3%的額外消費空間。

當生活擺脫了金融危機後最惡劣的情況，並且逐步好轉，以致也慢慢有空間和意欲去進一步改善生活。

事實上，美國房屋市場從2012年反彈迄今，回升幅度接近30%。明顯看到，當前美國經濟增長的另一個動力來源，是來自房地產市場的「二貸」。目前通個物業進行再按的「二貸」，數額有1600億至1800億左右。若然能夠保時這個數額水準，相等於美國2014年GDP的1%。只要美國老百姓拿「二貸」的部分資金進行再消費，對刺激經濟的幫助相當大。

從以上分析可見，零售市場和房地產市場表現相對良好，筆者估計，美國經濟到明年後期加息，亦即從目前到明年第三、四季，復蘇的步伐可望穩定前行。

美國「收水」 中國「放水」

當美國經濟向好，對中國經濟的發展也有一定幫助。我們可從兩個不同的角度看。第一，美國如今開始「收水」，不過，其「收水」之際的經濟底子也算厚，故而後果並未對金融市場產生顯著衝擊。

另一方面，中國第三季GDP增速只有7.3%，因此，中國當前「穩經濟」政策，在地產市場、零售市場甚至股票市場，都在慢慢「放水」。據中國五大國有銀行最新出爐的今年三季報顯示，中國銀行、建設銀行和農業銀行在三季度，從人民銀行一共獲得了約3,600億元人民幣的流動性。

可以說，目前美國在「收水」；中國則在「放水」，基於美國市場的變化，對中國出口外銷產生影響。整體來看，中美經濟基本維持良好增長狀態，故未來一兩年都應該比較正面。

近日，滬深指數回升。上証綜指亦突破了 2400 點，為過去兩、三年來的高點，政府也鼓勵老百姓投資股票，並且在多個領域向市場提供流動性。筆者估計，未來一兩年，中國的經濟轉型雖則要經歷一些陣痛，但只要把過去積習的污垢以及在經濟多個領域的泡沫擠掉，展現真正的經濟面目，雖然 GDP 高逾 10% 或以上的增速已成歷史，但 7.3% 或更低一些的增速，是剔除「水份」後的真實增長，反而使老百姓對中國經濟的未來瞧到希望。

病毒和伊斯蘭國的威脅

如今美聯儲正式宣佈往後不再購債，很多人關心此舉會否對新興市場產生衝擊。筆者認為，因為資金的流動是雙向的。究竟從新興市場流往美國的資金有多少？與此同時，從美國流向新興市場的資金又有多少？流動是有一定的相互影響性。

目前，當美國退市，美元呈強，對新興市場國家說，本來留在當地部分資金難免流到美國市場。但相信很快就會發現，流往美國的資金，其回報率不會太久便到頂峰。另一方面，因資金流出，新興市場的經濟短期或許受到一些影響，但照目前形勢衡量，並未看到新興市場有顯著令人不安的重大風險因素。

比較令人擔心的，反而是伊波拉病毒的擴散、以及伊斯蘭國（ISIS）對歐美國家安全威脅，甚至也不能排除極端份子對美國本土發動恐怖襲擊，一如「九一一」那樣，突如其來大力破壞美國的經濟。換句話說，這兩項反而是目前對金融市場最大的風險來源。

從目前抗疫最新情況看，病毒似乎受到一定控制，較過去恐慌高潮已得到一些舒緩，但畢竟病毒的潛藏和爆發往往帶有週期性，因此，若病毒大規模擴散風險未能有效控制，影響難以逆料，尤其對旅遊業的衝擊不能掉以輕心。

總括來說，當前對金融市場產生波動的最大威脅，是在非傳統安全領域，包括伊波拉病毒失控擴散和伊斯蘭國所發動的恐怖襲擊。美國退市後，經濟復蘇的穩定性應該可以繼續維持。

對香港房屋市場影響

六年前，當美聯儲啟動印鈔機大印美鈔時，由於港幣和美元掛鈎，因此，香港開始享受低資金成本的好處，不少人在房地產投資受益，而當目前美聯儲停止印鈔票時且利率要開始上揚，對香港樓市到底又有何影響？

不少在香港投資房地產朋友擔心，QE 結束後，美聯儲明年下半年開始加息，資金可能會撤離香港，導致房價可能下跌。投資者有這樣的擔憂，有其道理，因為六年前美聯儲開始量化寬鬆，使熱錢在新興市場興風作浪，進入股市和房地產市場，使得股票和房地產價格飆升，尤其是香港的房價漲幅驚人。私宅價格自 2009 年以來，已上漲超過 80%，政府在幾年內陸續推出多輪辣招，才勉強穩住了市場。如今面對 QE 退場，必將面臨資金撤回美國的情況。尤其是一旦美國的利率上升，如果香港不跟著調升利率，熱錢必然會大量抽離香港。

然而，美聯儲這次 QE 的結束，對全球經濟實際影響應該不會太大，因為新興市場對於 QE 退場的影響已有一個相當長的消化過程。去年中啟動 QE 退場之後，已經引發全球金融市場的大幅波動，導致南非、巴西、印度、印尼等部分新興市場國家經歷了資本外流導致的資產價格下跌和貨幣貶值的雙重打擊。

所以，QE 結束不太可能導致亞洲地區出現金融危機，反而擔心美國貨幣政策正常化帶來的新興地區，包含香港的融資成本增加。如果加息幅度太大，超過 1.5%，可能會打擊香港的房地產市場。但預期這個可能性應該不大，因為美國目前的物價和 CPI 都在安全範圍內，除了部分地區的房地產呈現過熱情況，沒必要靠加息來冷卻剛剛步入正軌的美國經濟。因此 QE 結束不會對香港房市造成太大影響。