

國際視野

潘迪藍：美債息變動科網股受壓

文章日期：2017年6月19日

【明報專訊】現時，有三個數據會對環球金融股的股價產生不同程度的衝擊，那就是油價、美元匯率以及美國的利率。其他因素通常只是噪音，實際影響微不足道。

長遠來說，這三個數字的變化，甚至還會主導經濟周期，以及決定幾乎任何投資策略的表現。以今年為例，投資環境主要由以下幾個趨勢影響：油價下滑、美元走低，10年期美國國庫券的孳息率逐漸回落，令美國國庫券的孳息率曲線變平。

對金融資產來說，低油價、弱美元及低孳息率的組合，就有如一支強心針。簡單來說，由今年初至今，投資者幾乎是購買什麼都能夠賺錢，除非那些資產生產能源或原材料，或者取決於美國國庫券的孳息率曲線來賺錢。但儘管高收益債券、房地產及商品以外的股票幾乎全部上漲，有一個資產類別的增長卻高於一切，那就是增長股。

MSCI增長指數半年升16%

在一個能源價格下滑、美元下跌、孳息率下跌的環境中，投資者顯然接受了任何股價都仍然可以有增長的說法。由今年初至今，MSCI全球增長指數已上升了16%。直至上周，增長股跑贏大市的表現才突然停止了。這並不是由任何企業盈利的重大公告、政策或者經濟數據引發。

事實上，過去一周出現的大部分數據，例如美國消費物價指數（CPI）、零售銷售數據等，大致上都是比較弱。根據過去的模式，這應該會令投資者繼續不理會價格而購入資產，不論是在科技方面，還是在新興市場方面。

然而，這一次，市場的表現卻不同，尤其是科技股被大幅拋售。這意味着，必定有一些東西變化了，那是什麼？我認為，過去一周的重要變化是，美國國庫券的孳息率進一步下跌。上周三，10年期美國國庫券的孳息率觸及2.10厘，這乃是美國總統選舉以來首次。

美10年債息上周觸及2.10厘

更糟糕的是，美國國庫券的孳息率現時幾乎是好像英國脫歐公投之後的那段日子般平坦，甚至比歐債危機或者2016年初「中國經濟即將爆煲」恐慌那段日子更平坦（見圖）。

這帶出了投資者現時面臨的最重要問題：美國長期債券孳息率將會怎樣發展？是大致穩定在現時2.15厘的水平嗎？還是將會爆發新一輪的上升期或下跌期？讓我們中肯地討論以下三種情境：

1. 環球增長仍然乏力，但足夠避免出現重大的危機。在這種環境下，美國國庫券的孳息率將繼續徘徊在2.2厘至2.4厘之間，或者略低於美國的名義GDP增長率的水平。在這種情形下，投資者將繼續願意付出較高的價格來購買增長股。

同時，美國利率的上限將會防止美元出現任何大幅升值。這又意味着，投資者可以藉其他外幣賺取更高回報，特別是一些孳息率高於美國的新興市場。

簡單來說，這和今年至今的情況大致相同：新興市場、高收益債券、增長股的表現將跑贏大市。

2. 隨着美國經濟放緩，美國國庫券的孳息率將不能維持在現時大約2.15厘的水平。相反，還會下跌至1.8厘。如果過去一周有任何信息的話，那就是，這一發展並不受股市歡迎。因為資金會撤離「擁擠交易」（crowded trades），空倉會等待平倉。

在這種環境下，孳息率而非投機成為股市的主要驅動力。投資組合都是一些沉悶和可以預測的高息股，例如電訊股、食品股、醫療保健和公用事業等跑贏大市的股票。

預期債息上升 可買金融股日股

3. 美國國庫券的孳息率下跌至2.1厘，證實是市場對於美國消費物價指數疲弱的過度反應，這只是商品價格崩潰的直接後果。但是，除了石油和原材料價格下跌之外，還有其他事實，那就是勞動力市場緊張以及美元轉弱。最遲在今年底，美國的通脹數據就會開始回升，10年期美國國庫券的孳息率將回升至2.5厘以上。當然，美國國庫券孳息率曲線因而變得陡峭，隨後將會引發現時無人問津的銀行股，甚或能源股和原材料股等周期性很強的股票跑贏大市；還有可能引發美元反彈。這又可能會引致日本股市在房地產和金融股帶動之下，大幅跑贏其他國家的股市。這是因為，日本股市一向都會在美元轉強、美國國庫券孳息率曲線陡峭時表現出色。

說回之前的高增長金融股。有趣的是，在過去幾個交易日，儘管孳息率曲線顯著變平，美國的金融股實際上開始跑贏大市。

當然，美國金融股最近這個狀況可能只是因為「擁擠交易」有些放鬆了。

畢竟，毫無疑問，現時絕大多數投資者的投資策略大致上都是基於上述的第一種情境。

由今年初至今的大部分時間，若減持科技股、增持金融股和能源股，都是痛苦的。但是，為何在孳息率再次下跌時，卻把金融股的空倉平掉？

在邏輯上，這些空倉應該是投資者現時希望維持的。而且，有趣的是，在6月份，也可看到日本股市有些不錯的出色表現。

預期債息下跌 應買高息股

綜合來說，在現階段，若押注在FAANG（美國五大科技股，即facebook、亞馬遜、蘋果公司（Apple Inc.）、Netflix及Google母公司Alphabet），即是打賭投資環境沒有改變，美國國庫券孳息率處於一個穩定的狀態。

若有投資者認為，美國國庫券的孳息率不能維持在現時大約2.15厘的水平，就應該開始做以下兩件事的其中之一。

如果他們認為美國國庫券的孳息率將會上升，他們應該將其投資組合轉向金融股或/及日股。如果他們認為美國國庫券的孳息率將會下跌，他們則應該將其投資組合轉向高息股。又或者，他們應該同時兩手準備。

只要孳息率最終真的是向其中一個方向移動，一個兩手準備、槓鈴般的組合並沒有什麼問題。

GaveKal Dragonomics資深經濟師

[潘迪藍 國際視野]