

# 揭美國國庫券強勢之謎

國際  
視野Pierre Gave  
GaveKal 亞洲區研究部主管

近期我們周遊列國，與投資者會面時，發現很少客戶感到樂觀，因為市場上找不到可靠的趨勢。之前美元疲弱，以及某些資產因美元疲弱而走強（如石油、礦產、香港的房地產等），是一個可賺錢的方向，然而，以過去幾周來看，隨便跳上「弱美元」列車的，亦要小心以下的風險。

1. 每當弱美元轉弱就升值的資產，是愈來愈少。過往，當美元轉弱時，亞洲的股市通常都會做好，原因包括：（a）大部分亞洲投資者只會選擇美元和該國貨幣，當美元轉弱時，資金就會回流該國。（b）亞洲的資本市場仍然是不成熟的，大多數公司為它們的長期資本開支進行融資時，仍然傾向採用美元。因此，美元下跌，就意味着資金成本下跌。

但是，由今年初起，美元疲弱，就對亞洲的股市沒有什麼幫助。

## 弱美元不再有助亞股

2. 有些資產以往每當美元轉弱就會升值，但近來卻表現得反覆無常，例如石油、白銀、黃金近期之大瀉。這麼反覆的表現，令人嗅到牛市終結快將到來的氣味。

市場清楚開始顯示出，美元再進一步的轉弱，對於宏觀經濟環境並無正面的幫助。由於美國的貿易赤字主要來自與中國的貿易以及石油出口國的石油進口，美元轉弱，就意味着，美國與非中國、非石油出口國的貿易伙伴的貿易進一步收窄。

同時，弱美元更會突顯全球的通脹壓力，侵蝕利潤，迫使其他國家的中央銀行採取較為緊縮的貨幣政策。

## 過弱美元會刺激商品價格

我們最近會面的大多數客戶如此不安的真正原因是，他們覺得，QE2（第2輪量化寬鬆措施）改變了我們的金融體系的「度量衡」以挽救經濟，但沒有人知道這樣會有什麼後果。

事實上，投資的一切都是和價值有關——找出價值在哪些地方，以及為何價值會隨着時間而變化。我們用貨幣來衡量價值，雖則很難解釋貨幣本身為何有價值，因為發行貨幣其實不需要多少成本。

所以投資有兩面。容易的一面是嘗試去理解哪些價值如何互相影響（例如，股票和債券，或者中國和日本，誰較值得投資）。

困難的一面是嘗試去理解貨幣本身的價值是否會改變。貨幣本身有兩種價值，本地的價格（與利率有關），以及國際價格（與匯率有關）。

不同的貨幣又代表着不同的經濟和政治制度，互相競爭。現時，有三大經濟板塊（美國、歐盟、中國）合計佔了全球超過一半的GDP。

## 令經濟轉弱 通脹上揚

但它們的貨幣卻是完全不正常的，由政府 and 中央銀行嚴密操控和干預。這令到投資者失去正常的「度量衡」系統去衡量如何投資，以及感到這狀態不能維持。無怪乎金融市場上的不安感這樣高。

明白此義，則美國國庫券近期的轉強亦很易解釋。年初至今強勁的企業盈利和充裕的資金持續支持着股市，但對宏觀經濟的憂慮卻隱然而生，其中之一是商品價格急升最終會拖慢經濟，美國國庫券正是對沖這風險的工具。

事實上，美國國庫券的孳息率是在2月中達到巔峰，那時每桶石油的價格是超過100美元。這情況令人開始擔心油價過度上升，會引發出一輪新的經濟收縮期（稱為「馬爾薩斯路障」，馬爾薩斯是18世紀英國著名經濟學家，他認為人口增長會受到糧食等天然資源所限，馬爾薩斯路障便指像石油等資源價格上升，最終會抑制經濟增長）。

但是，近期，商品價格大瀉，債券的孳息率也繼續試低位。這有什麼解釋呢？

### 1. 短暫的下跌？

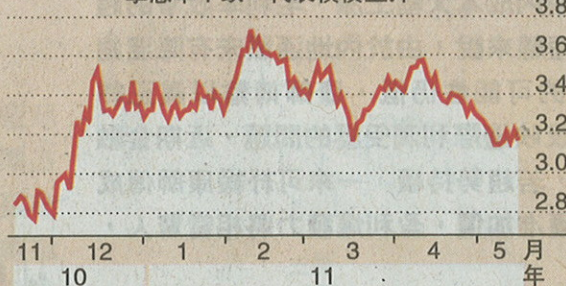
雖然油價最近出現戲劇性的下跌，但企在每桶95美元至100美元之間。國庫券市場投資者可能會覺得，油價現時下跌只是短暫的現象。事實上，油價上周好像已經跌定了。而且，投資者心裏盤算，油價還要跌得更多，美國經濟才能完全擺脫困境。

美國的零售銷售額在2007年底開始下跌，那時油價跌破80美元。美國的零售銷售額要到2008年底、2009年初油價再下跌一大截後才見底。

### 2. 聯儲局會否繼續購買美國國庫券？

## 美10年期債價升孳息回落

孳息率下跌，代表債價上升



明報製圖



在QE2結束之後，聯儲局仍然會繼續在美國國庫券市場出價投標購入國庫券。（資料圖片）

聯儲局公開市場委員會在4月27日開會之後，聯儲局主席伯南克證實，當QE2在6月結束之後，聯儲局也不會讓它的資產負債表收縮。相反，它會繼續將到期證券的收益再投資到美國國庫券之上。

這種做法會令聯儲局的資產保持平穩，但它持有的美國國庫券則會繼續上升。因為聯儲局是將到期的按揭貸款證券（Mortgage Backed Securities）的收益，再投資到美國國庫券之上，而不是再用來購入按揭貸款證券。

因此，即使在QE2結束之後，聯儲局仍然會繼續在美國國庫券市場出價投標購入國庫券。因此，一些為了另類原因而購買國庫券的投資者（例如作為商品價格急升拖慢經濟增長的對沖工具），就會決定繼續持貨，因為反正聯儲局不會從國庫券市場撤走。

## 投資者買國債 對沖經濟放緩

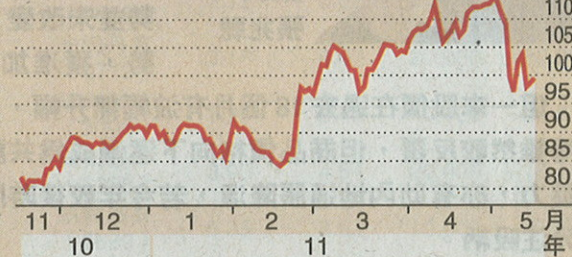
### 3. 外國買家？

外國買家最近購入美國國庫券，可能只是因為美國的貿易赤字最近擴大了，因此其他國家將那些貿易盈

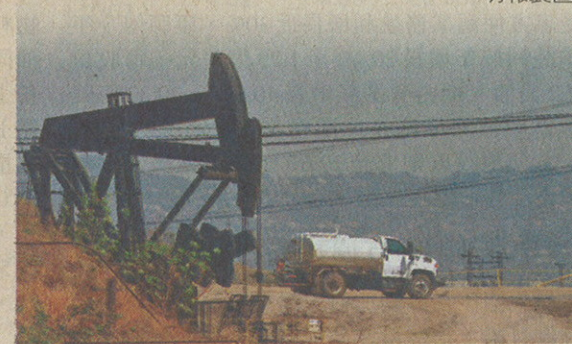
## 紐約期油上周已喘定

美元/每桶

上周收報 99.65 美元



明報製圖



紐約期油價格，月初一度急跌。（資料圖片）

餘購入國庫券。過去幾年，中國亦曾經推行儲備多元化，例如購入更多歐元。

但是，以歐元現時的價位，以歐洲經濟及貨幣聯盟（EMU）近期令人擔憂的地方，中國是否較傾向購買美元資產？

至少，希臘的還款能力的不確定性，會鼓勵人們對EMU的風險做多些對沖，具備深度和流通性的美國國庫券市場肯定是對沖工具之一。這樣的推測亦與歐元近期轉弱相合。

總而言之，美國國庫券市場現時有兩大支柱。第一，就是聯儲局的繼續入市。第二，就是因為人們擔心油價在每桶100美元之上，可能會削弱經濟增長，而購入美國國庫券作為對沖。

我們不預期聯儲局短期內會放棄將到期證券的收益再投資到國庫券的政策。因此，這條支柱將會繼續。但是，若油價遠低於每桶100美元，美國的經濟增長展望就會大大改觀。這時，曾經大手購入國庫券的投資者，就可能「損手」（因國庫券的價格這時會下跌）。