

作為債券或定息投資者，最擔心的其實不是美國經濟繼續低迷，反而是美國復甦太快，通脹的壓力迫使聯儲局提早退市。

美國退市風險

12月14日，美國聯儲局推出了不設上限的第四輪量化寬鬆措施，每月買入400億美元的國債，繼續增加貨幣供應，壓低債券收益率，刺激經濟，直到失業率回落至6.5%並通脹回升至2.5%，同時答應將超低利率維持至2015年。但假若聯儲局開始退市，對市場會有甚麼影響？

過去的量化寬鬆措施對實體經濟的影響不是十分有效，在經濟學中有所謂流動性陷阱(Liquidity Trap)，即當利息太低時，低息本身已不能鼓勵消費者增加信貸消費和企業借貸投資。事實上，美國人在2008年已開始減債，他們了解到房地產及股票的回報並不如前般高，不再奢望房地產及股票投資會提供足夠的財富退休，故必須勒緊褲頭減低開支，增加儲蓄。

例如今年11月的美國個人儲蓄率為3.6%，遠高於2005年4月的1%。直至6月，美國非金融企業手上的現金高達2萬億(Trillion)美元，故企業缺的不是錢，缺的是投資機會，是財政政策的清晰度，這方面量化寬鬆政策的作用非常有限。英倫銀行亦由於量化寬鬆的效果不明顯，已在11月停止有關行動。

低息造成資產泡沫

量化寬鬆政策雖然對實體經濟的效果不明顯，但對資產價格的影響則十分顯著，特別對有收益的資產，如債券，高息股及房地產，在某些板塊甚至已造成泡沫。故筆者對聯儲局未來退市，對某些資產價格的影響十分擔心，泡沫一破往後的調整可以很嚴重。先說香港樓市，根據中原城市領先指數過去3年樓價上升50%，原因之一是超低按揭利率。雖然樓市上升了那麼多，租金的收益率還是比按揭利率

高，但若利率回升，樓市泡沫還能維持嗎？不要說太遠，2007年按揭利率大概為5厘，若利率回到這個水平，樓價需要跌一半才能令租金收益跟按揭利率打平。

在低息環境中要增加債券收益率，不外是做長做低，即增加年期或接受較低信貸評級。現在美國10年國債的收益率才1.8%，而10年債券的持久期(Duration)大概為7.5，即利率升1厘，債券下跌7.5%，故只要利率上升1厘，差不多4年的收益便化為烏有，故美國國債的利率風險相當高。

近年高收益(High Yield)債券十分盛行，但新發行的收益率卻愈來愈低，跟風險愈來愈不成正比，一旦利率上揚，高收益債券下跌的風險可以相當大。加上私人銀行為爭取佣金及公司利息收入，積極鼓勵客人借美元或港元，利用槓桿購買作Carry Trade賺取息差，但高收益債券市場流動性及成交偏低，故當投資者一旦拆倉，價格下行的速度可以很快。

房託似有泡沫味道

近年高息股也成為追息一族追捧的對象，其中最具代表性便是房託這個板塊，很多房托在一兩年翻了一倍，令投資者「財息兼收」。當中龍頭領匯房產基金(00823)3年升了一倍，這刻領匯歷史息率只有3.5厘，以房託來說並不吸引，似乎已有一點泡沫的味道。

作為債券或定息投資者，最擔心的其實不是美國經濟繼續低迷，反而是美國復甦太快，通脹的壓力迫使聯儲局提早退市。最近美國30年長債孳息已由7月的2.5厘回升至現時2.9厘，領匯也從高位調整了10%，顯示退市的預期，可能正慢慢反映在資產價格上。FM

王家其

翔騰投資管理董事及風險管理官，曾任職國際投行銷售及結構產品部，具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。為美國康乃爾大學物理學博士，特許財務分析師及金融風險管理師。

