



## 美國加息對亞洲證券市場的啟示

美國聯邦基金利率上升會令美國的現金和短期國債比風險資產更加吸引。美國短期利息上升，不管是如何的現金流模式又或是貨幣面值，其影響遍及所有資產類別。我們預期部份市場會重新分配資產，從風險資產轉移到無風險資產。但是，為甚麼市場看來會憂慮資金會從風險資產大規模流走？而為甚麼這看法並不成立？本月我們會探討初步的美國息率變化會如何影響美國和亞洲的股值。

### 美國加息如何影響收益率曲線的思考框架

假設其他因素沒有變動，美國聯邦基金利率上升使債券和股票看來會沒那麼吸引，但其實其他因素很少會沒有變動的。

一旦加息，沿整條收益率曲線的利率將同時上升。加息的恐懼就是源自這個假設。只有這樣的平行上移能提高所有風險資產的現金流折現率(例如股票和公司債券)。因此，如果現金流保持不變的話，這些資產的現值就會下降。

重要的是，根據聯邦基金利率的設定，聯儲局只會控制短期利率。相比起通脹，這個政策息率或會更受聯邦公開市場委員會對經濟增長的評估影響。

此外，這個短期利率是較長期利率的一個弱槓桿。有更長期限的利息會受到預期未來實際利率、預期通脹和期限風險溢價的綜合影響，而期限風險溢價會跟隨這些因素的波動。市場預期未來會有高通脹，或是有可能出現突如其來的通脹，將會被轉化為較高的長期利率。聯儲局的信譽與這些市場預期緊緊相扣，而失去信譽相信是長期利率的最大風險。

在過去20年的加息週期裡，相信聯儲局的信譽在一開始加息時就得以加強。其中一個跡象是美國收益率曲線愈

趨扁平。在每個週期，短期息率較長期息率上升得快。有趣的是，在過去四次加息週期中的兩次，收益率曲線較長的部份(10年至30年)的收益率為下降。

收益率曲線平行移動跟在任何一年收到股票市場長期年均回報一樣罕見。最有可能的是，未來的聯邦基金利率上調並不會在整條收益率曲線的任何一點上，轉化為更高的利率。

如圖一所示，只有在1994年的加息週期，我們可看到整條收益率曲線向上移動，可是期限較長的收益率升幅都是低於期限較短的。

圖一 加息開始後一年的美國國債收益變動 (百分比)

聯儲局加息日期	3個月	2年	5年	10年	30年
2/4/1994	2.67	2.86	2.11	1.62	1.27
3/25/1997	-0.20	-0.72	-1.01	-1.13	-1.04
6/30/1999	1.01	0.68	0.38	0.10	-0.19
6/30/2004	1.85	0.84	-0.14	-0.71	-1.11

開始加息後一年，各債券在各時期的收益率變化(百分比)。  
資料來源: 彭博

這個加息週期的小例子至少證明了，即使加息後，長期利率都有可能下降。聯儲局一旦踏出第一步對抗通脹，在收益率曲線上，預期通脹就會下降。當預期通脹下降的綜合影響較預期短期利率上升的影響大時，這情況就會使期限更長的名義收益率下降。

### 過去，在加息週期後發生了甚麼事？

聯邦基金加息後，風險資產會出現拋售嗎？為便於討論，讓我們先看看在上一個聯邦基金加息周期時的亞洲主權債券收益(美元/美元期限)。在至今17次加息中，2004年6月，聯儲局首次加息，利率增加25個基點(0.25%)。當2007年8月週期轉為減息週期時，亞洲債券已有27.8%的回報(每年8.1%)。<sup>1</sup>

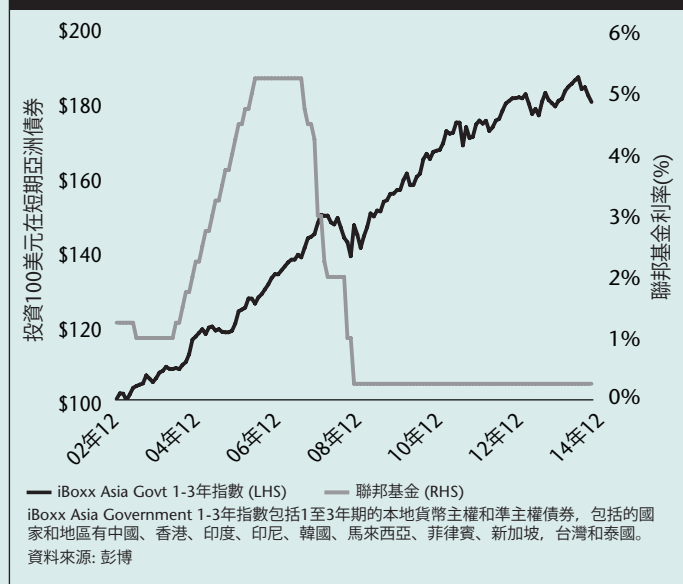
圖二顯示了亞洲債券在上一個加息週期的穩健步伐。



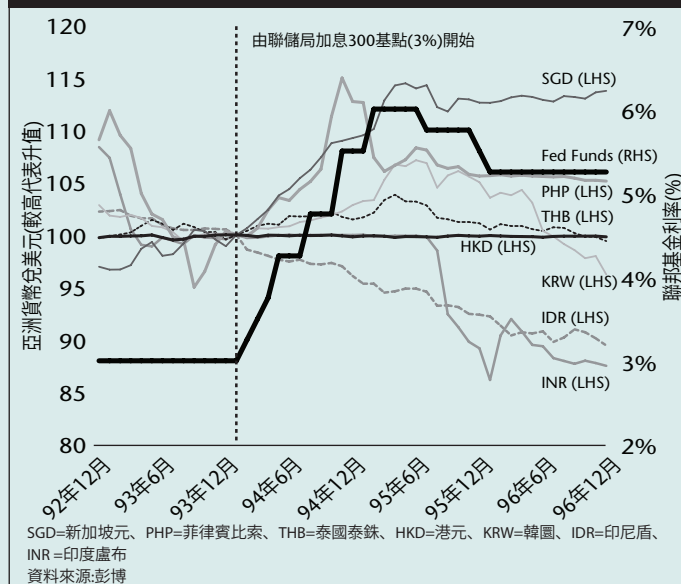
<sup>1</sup> 短期亞洲主權債券是這裡的焦點。由於美國聯邦基金利率是隔夜拆息，我們希望減少在美國和亞洲經濟之間，預期通脹差異的影響，因為它通常會支配較長期限的回報差異。

# 「美國短期利率上升並不必定會令亞洲收益率曲線上任何一點的利率更高。」

圖二 亞洲債券對加息週期的沉默反應 (12/31/02–12/31/14)



圖三 亞洲貨幣對聯邦基金大幅增加的反應



跟標準普爾500指數一樣，亞洲股市（除了日本股市，MSCI AC Asia指數的年均回報為33.2%）大幅上升（年均10.4%）。即使中期美國國債在這段期間也有年均3.7%的回報。<sup>2</sup>

## 貨幣表現如何？

標準的說法是因為美元存款利率較高，美國加息吸引投資者到美國。或是，加息或引證了經濟持續增長，令美國股市上漲。於是，流動和開放的美國資本市場吸收國際投資，增加對美元的需求，因而損害了亞洲貨幣。

讓我們來看看圖三的歷史記錄。1994年6月的情況顯示了亞洲貨幣相對地穩步上揚，開始加息後，總量加強。由1994年開始加息直至緊縮週期，亞洲貨幣平均增值了3.7%。亞洲貨幣在2004-2006年加息週期也沒受到打擊，當時平均增值了12.4%。

貨幣變動令亞洲債券有更高的回報，而不是受到打壓（相對於收益較低的美國國債）。在2004年至2006年的週期間，美國加息425基點(4.25%)，亞洲本地債券的總回報表現也較為出色(票息+價格回報+貨幣升值)。

## 亞洲債券的雙倍期限

亞洲當地貨幣債券的變化對全球和本地的利率都很敏感。由更傾向全球融合的國家發行的主權債券也應對全球利率變動更為敏感。這是一個理論，但實際上，主權債券對全球利率的敏感度（美國利率是是次討論中的全球利率代表）是隨著時間而變化的。很多情況下，本地的利率變化跟美國、歐洲或日本發生的事情是完全無關的。

從歷史上看，亞洲本地貨幣債券對當地的經濟和貨幣政策細節更敏感。在2005年6月，即是美國開始加息週期之後一年，整條南韓的收益率曲線下跌了40-55基點(0.40-0.55%)。在那段期間，美國聯邦基金利率上升了225基點(2.25%)。

南韓的資本市場已是相對完善，因此當南韓的10年期國債價格上升了3%時，一些專家感到驚訝，因為他們假設已發展國家的亞洲債券會跟隨美國聯邦基金的步伐。當他們看到該債券(價格+票息+貨幣回報)總回報率達到21%時，會更加驚訝。

美國短期利率上升並不必定會令亞洲收益率曲線上任何一點的利率更高。即使美國國債曲線亦不是與美國短期利率步伐一致——在2004年至2006年週期的首12個月，10年期美國國債收益下跌了70基點(0.70%)。

<sup>2</sup> 資料來源：巴克萊中期美國國債指數，6/30/04-8/31/07。

## 「美國聯儲局的緊縮政策和亞洲各國央行的寬鬆傾向形成了鮮明的對比。」

非美元的主權債券有全球期限和本地貨幣期限。亞洲債券對全球利率變化的敏感度各有不同。當亞洲的業務和信貸週期與全球的週期同步時，其敏感度更高。例如當全球同步復甦時，各國包括亞洲的實際利率和通脹壓力也會提高。一般來說，亞洲本土貨幣債券對當地貨幣期限是更敏感的，即是說，債券的價格敏感度是因應本地利率的變化。

長遠而言，這是其中一個原因，亞洲本地貨幣債券並未受到對沖，可以提供多樣化好處。

### 亞洲股市期限

美國利率上升對亞洲股市的影響是頗為細微的，但以不同的方式出現。理論上來說，股票的市場價值應該代表了能回報股東的自由現金流現值。如果現金流穩定，更高的折扣率應該可以壓低現金流量的現值。作為長期資產，股市應該對利率的變化具有較高的敏感度，但即使是在美國，他們只有很短的實證存續期間。

當我們研究亞洲股市對利率變化的敏感度時，我們究竟是在談論誰的利率？事實上，亞洲股市價格對美國利率瞬間改變的敏感度是零。如果以一日的利率變化來決定股票買賣，那實在是個不明智的投資者。

股票對利率變化的敏感度可以由較長線的視野、利率環境和更大的宏觀經濟週期上反映出來。我們假設收益率曲線的確跟全球所有曲線並行，現在已很清楚顯示美國短期利率上升並不代表美國或亞洲市場的收益會上升。但在此不可能發生的情況下，亞洲股市應怎樣定價？

任何公司給予的未來現金流可分拆為：(1) 經營性資產現值（假設沒有增長）；(2) 增長機會現值。前者應有一個較長的期限，因為在經濟學角度來說，它是一個有固定現金流的風險債券。後者應對高息(或高通脹)具有免疫能力，因為快要開展的項目在本質上有更大的定價權。

擁有高槓桿、只有很少定價能力以及派息高的企業最容易受到加息影響。受監管的電力公司是一個很好的例子。較少受影響的行業包括房地產投資信託基金(REITs)和電訊，雖然這些公司一般都會派高息，但也可隨通脹加價。最不會受到影響的是無槓桿的高增長公司。

普遍股票的價值較多跟增長機會的現值有關，而不是現有的經營性資產價值。由於增長機會（此為定價權）主導了價值，預期有較低的實證存續期間的股票會被標準

股息折現模型分析中得出的估值折扣率影響，也是有其道理的。

假設亞洲公司比發達市場的同業能受益於更高的經濟增長率，他們內在價值較高的部分就在於增長的機會。因此，亞洲股市利率上升的敏感度應該較低。當然，槓桿、外幣負債和利率上升帶來較高的投資收益(例如銀行和保險)產生信貸危機，一個更全面的對策能夠探討其影響。

### 這次我們可以期待甚麼？

由於即將到來的美國利率週期可能會帶來不同的情況，回顧歷史對解決加息週期會令全球，特別是亞洲的風險資產帶來負收益的憂慮，是非常有用的。

我們可以更加肯定的一點是，亞洲的固定收入與本地的政策利率有更強大的連繫，而不是全球利率。反過來說，亞洲的政策利率是根據不同的經濟週期、通脹環境和經濟增長的參數來決定的。這一點是很重要的，因為現時的關鍵區別是美國和亞洲經濟都有不同的增長和貨幣政策軌跡。

美國正繼續復甦，而亞洲大部份國家仍然在涉水而行。美國聯儲局的緊縮政策和亞洲各國央行的寬鬆傾向形成了鮮明的對比。大多數亞洲國家的核心通脹率正在下降，給決策者有更多減息餘地，而許多亞洲貨幣機構今年都利用了這個優勢。

總括而言，雖然我們不能肯定美國加息對金融市場有何影響，歷史數據看來劃破了當聯儲局最終加息，市場會有一些相對反應的神話。股票價格不一定會下跌。債券價格也不一定會下跌，而美元也不一定會貶值。

**Gerald Hwang, CFA**  
基金經理  
銘基亞洲





Matthews Asia

## 披露及備註

本文討論的觀點與資料反映於特定時間的意見及市況評估，可能出現變動。閣下不應倚賴本文件作為買賣特定證券或整體市場的建議。

本介紹所載述的資料取自從數個在編彙本檔時相信是可靠及正確的來源。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

投資於國際及新興市場可能須面對額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資(香港)有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是屬於香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資(香港)有限公司，了解更多關於本基金的資料。

本文件在英國由Matthews Global Investors (UK) Limited發出。Matthews Global Investors (UK) Limited是Mirabella Financial Services LLP所委任的代表，而Mirabella Financial Services LLP則受英國金融管理局(Financial Conduct Authority, FRN 415559)授權和監管。

本文件未經任何監管機構審閱或批核。本文件只供機構/專業投資客戶參閱。

©2015 Matthews International Capital Management, LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI—2015年4月

電話: +1 (415) 954-4510  
電郵: [globalfunds@matthewsasia.com](mailto:globalfunds@matthewsasia.com)  
網站: [matthewsasia.com](http://matthewsasia.com)

香港:  
電話: +852-3901-0880  
網站: [hk.matthewsasia.com](http://hk.matthewsasia.com)