（一）

完稿之時是11月中，筆者11月頭在自己Patreon寫了一系列名為「買啦！仲等？」的文章。顧名思義，就是相信當時是不錯的買入時機。筆者為何有如此的想法？皆因早前美國就業數據開始轉差，聯儲局官員也開始放軟口風，而美國通脹數字也繼續回落。市場憧憬美國快將停加息，甚至預期下年上半年有機會減息，於是乎，美國10年國債債息（以下簡稱「債息」）由高位回落不少。

到11月14日，美國公佈的通脹數據，低於市場預期。市場普遍認為本次加息周期已經結束，並開始炒作明年減息。債息再大跌，也就代表美債的價格回升，同時間股市也由低位反彈。

當然，通脹會否死灰復燃，仍有變數。即使通脹受控，聯儲局是否會在下年減息，也是未知之數。不過投資市場永遠是炒預期，而無論如何，即使再會加息，可能也只是一兩次。聯儲局本輪加息，應該已相當接近尾聲。減息方面，猜測上半年減息可能太進取，但下半年減息則相當有可能。

既然下年將會減息是大概率事件，最直接的問題來了：減息周期，買甚麼？炒減息，買乜？

本文主要探討兩大資產類別：債券和股票，在減息周期下的表現。然後再討論，投資者應該如何部署。結論是：還是應該買股票。

（二）

首先討論香港樓市（港樓），減息是否應該投資港樓？似乎不是。和主流的看法不同，筆者認為利息走勢，對香港樓價的影響極細。讀者可能反駁：過去兩年美國「暴力加息」，港樓不是高位回落嗎？但，兩件事同時發生，不代表是因果關係。看看之前幾次的加息周期，港樓有沒有受影響？好像沒有。

筆者曾經本欄提過，自2003年「沙士」後港樓近20年的升勢，很大程度和內地人來港買樓有關。同樣地，過去兩年港樓的跌勢，也是和移民潮，以及內地買家大減有關。

港樓投資價值如何，不在本文討論。但筆者相信，港樓的走勢，不見得和息口有很大關係。況且，現在港樓的人場費仍貴，交易成本也高，所以似乎不是「炒減息」的好工具。

（三）

另一方面，不少香港人選擇「做定期存款」（定存），鎖定高息。2022年環球股市大跌，做定存的是贏家。今年呢？環球股市表現還好，但港股依然弱勢，做定存的，仍能安慰自己說：至少比起買港股輸錢好。

和外國的情況不同，香港過去兩年的通脹並不高，所以做定存的利息，甚至能夠跑贏通脹。

可是，之後又怎樣？

定存的最大問題，是年期短，一般最多只得一年。即使閣下鎖定了5厘高息，但下年又怎麼辦？筆者相當肯定，閣下的定存下年到期時，不太可能再獲得高息。

固然投資者可以等到定存到期，下年拿回錢再投資。可是投資市場瞬息萬變，股市升起上來「唔係人咁品」，例如最近兩個星期，美股就升了超過10%。

做定存的問題，是自我設限，限制了潛在回報。最難搞的是，若股市持續上升，當閣下明年拿回錢才再買股票，則可能會「摸頂」。

所以，我們還是還原基本步，看看兩款大路投資工具：債券和股票

（四）

債券相比於定存，有不少優點。首先是可以長期投資，閣下大可以買一隻20年後到期的債券。只要發行人不違約，投資者每年收多少息，本金取回多少，全部都是早早知道。另外，債券也可以中途賣出，萬一投資者改變主意，想轉買股票，已收到的票息也是袋袋平安。相反，定存想提早贖回，往往要罰息。

最重要的是，「減息周期有利債券」，似乎是合理的說法。美國聯儲局只能直接控制聯邦基金利率，這是短息。不過，首先短息可以慢慢地傳導至長息。另外，聯儲局近年也會擴表，直接在市場上買入長債（就是大家都熟悉的「量化寬鬆」QE），也可以「縮表」。擴表縮表，就直接影響長債債息了。

聯儲局減息，債息自然回落，債價就自然升，不是嗎？讓我們看看數據

以上的圖表（表1），之後還會用到。表1總結了聯儲局近9次「減息周期」。最近一次是2020年3月，在世紀疫情下，聯儲局極速減息至零息水平。

留意，表1的「減息周期」，由是第一次減息開始，一直到最後一次減息，讀者務必緊記此點。「債市表現」，以彭博的美國債券指數量度。「股市表現」，則是美股標普500指數。

我們看到，對上9次「減息周期」中，債市升足9次，無一次例外。而且平均升幅也有近20%，相當不錯（但留意部份減息周期持續了數年）。

最重要的是：9次減息周期中，債市每一次都跑贏股市，無一例外。9次加息周期中，股市的回報，平均不夠2%，和債市的20%差天共地。特別留意，在2001-2003以及2007-2008的減息周期中，美股都重挫。

細心一想，這個現象相當合理。聯儲局減息，一般會令債息也下跌，債息跌就代表債價升。

另一方面，不妨想想，甚麼情況下聯儲局會減息？一般是「經濟放慢或衰退」，這答案答對一半。現實上我們看到，聯儲局最近3次減息，都是因為「出事」。2001年是科網泡沫爆破，還有是對沖基金LTCM破產。2008年是金融海嘯，而2020年就是百年一遇的世紀疫情。既然聯儲局總是在「出事」才減息，股市在減息周期中表現不濟，不是很合理嗎？

於是乎，若只看表1，讀者可能心想：「減息周期」債券表現明顯好過股票，每次如是。所以我現在就全數沽出股票，轉投債券。

世事可沒有這麼簡單。讀者先想一想，上表有何不足之處，下一節為大家解釋。

（五）

上一節我們檢視了歷史數據，發現過去9個「減息周期」，債市每一次都錄得升幅，而且每一次都跑贏股市。而股市的表現則明顯落後幾條街，有時更會重挫。

所以，「減息周期」就買債吧，還不簡單？

不過，以上的想法，有其不足之處。可以和讀者分享，筆者現在仍然是100%股票，絶對不打算轉買債券。

表1「減息周期」的分析，坊間也經常看到。有何不足？正如筆者文中曾提到：「表中的「減息周期」，由是第一次減息開始，一直到最後一次減息，讀者務必緊記此點」

這裡有3個問題，由最輕微的開始講。首先，「減息周期」由第一次減息計起。但接下來甚麼時侯會減息？沒有人知道。現在就去買債，直到第一次減息前，可能有頗長的時間。會發生甚麼事？沒有人知道，表1也沒有計及。

問題二：讀者心想，若明年聯儲局真的減息，到時我就自然知道是「第一次減息」，是「減息周期」的開始。的確如此。不過，假設聯儲局之後一直減息，例如2025年減至2厘。到時你如何知道這是「最後一次」？明顯不會知道。上面的表1，我們做事後孔明，當然知道哪一次是「最後一次」，但當你身在局中，就不會知道了。

大家此刻只關心「減息周期」中，債券和股票的表現。但有沒有想過，在「非減息周期」中，兩者表現又如何？讓筆者現在告訴你

表2，是「非減息周期」下股市的回報，也就是表1沒有覆蓋的時間。讀者務必留意一點：「非減息周期」並不等於「加息周期」。表1的「減息周期」，就是由第一次減息，至到最後一次減息。最後一次減息後，會發生甚麼事？不一定很快加息，利率可以在低位徘徊很久。例如2007-2008的「減息周期」完結後，聯儲局維持了近7年的低息。

問題就來了：從表2我們看到，股票在「非減息周期」中，表現相當出色。例如2008年最後一次減息後，聯儲局到2015年才加息，然後到2019年開始減息，直到2020年3月，世紀疫情下最後一次減息。在這個極長的「非減息周期」，標普指數升了230%！1992年至2001年的情況，也是類似。

筆者手上沒有「非減息周期」中債券的表現，但可以肯定的是，在「非減息周期」下，債券的表現，肯定比不上股市。

（六）

可能讀者仍會感到疑惑：好了，「減息周期」中債券跑贏；「非減息周期」中則是股票跑出。不是代表各擅勝場嗎？而且明明說，接下來是「減息周期」開始，為何不是買債？答案是：投資是長途賽。

第一個問題，是投資者不可能預先知道「減息周期」何時開始。由現在直到聯儲局第一次減息，仍會是「非減息周期」，而在「非減息周期」中，債券多數會跑輸

同樣地，即使讀者等到聯儲局第一次減息才買債，但仍然不會知道何時是「減息周期」完結。換句話講，到時投資者很可能踏入了「非減息周期」而不自知，而債券很可能會跑輸。

不過最重要的是：留意歷史上，「減息周期」只是少數日子，多數日子都是「非減息周期」。由表1看到，減息周期住往不足1年，最多也只是3年多。但看看表2？「非減息周期」，可以長達10年。

換句話講，「減息周期」債券跑出，「非減息周期」股票跑出。但歷史上絶大多數時間都是「非減息周期」。所以股票回報長期跑贏債券，並非偶然。

投資者當然希望「賺到盡」，低位買高位沽。最好就「減息周期」時買債，「非減息周期」買股。可是，這根本是不可能的任務。

投資者應該退而求其次，選擇長期持有股票，股票有時會跑輸債券，但跑贏的時間居多。況且，股票跑贏時的幅度，也足以夠補償跑輸時的幅度，拉勻還是會跑贏。

（七）

筆者用一個小故事作結：想像兩隊排球隊，S隊和B隊。S隊實力高於B隊一班，但比賽場地有半邊是爛地，在爛地作賽的隊伍，必輸無疑。即使是實力較高的S隊，在爛地作賽也會輸給B隊。

在賽事中，兩隊都有在爛地作賽的時間。不過留意，首先B隊在爛地作賽的局數比S隊多，自然是劣勢。另外，S隊在爛地作賽時會輸給B隊，但只是輸幾分。相反，B隊在爛地作賽之時，S隊則可以大勝。

顯而易見，整個賽事下來，S隊明顯會獲勝。而場邊投注的觀眾，當然也應該押注S隊，特別是大家都不知道兩隊何時會換位　—　但大家知道S隊實力較強，而且在爛地作賽的局數較少，就已經足夠。

股票就是S隊，債券就是B隊。投資者若押注B隊，偶爾可能有斬獲。但長遠下來，勝利必是屬於S隊。