

# 環球拋售潮持續 亞股市底勝歐美



## 國際視野

Louis-Vincent Gave  
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

任何情況下，只要市場的關注過多，股市的龐大沽壓就會掩至。不幸地，我們身處的亞洲，正是近期下跌波幅最大的市場。當美國和歐洲08年至今分別下跌了6%及8%之際，亞洲同時期下跌了10%。「重新聯繫」(recoupling)一詞再次成爲行內熱話，市場對於美國經濟放緩會拖累亞洲經濟之討論，亦再度興起。諺語「危機之中，唯一上升的就是相聯關係」(In a crisis, the only thing that goes up is correlation)，再次實現。

無可否認，亞洲市場，確實受到美國金融市場消息警號及讓人失望的經濟數據雙重打擊。上周四，美林公布要作出達167億美元的減值，第四季蝕錢98億美元；美國12月新屋動工數字急跌14%至16年低位；費城1月份製造業指數收縮，情況更是自2001年恐怖襲擊事件以來最嚴峻的。

這些因素影響下，市場更加擔憂美國經濟會衰退，投資者亦因而拋售股票：標普500指數跌2.9%，道指跌2.5%。Russell 2000指數上周五再跌2.8%後，技術上來說已經步入了熊市。那麼，我們應如何自處？

經濟數據方面，我並不太過擔心費城聯邦儲備局公布的數據表現。實情是，這個令人「震驚」的製造業指數走勢，正好切合一個循環中期的放緩，但離開衰退水平還有一段距離。當然，這個數字很有可能還是會跌至衰退的水平，但絕不是今天的事。

### 債券保險商「爆煲」連鎖反應大

更值得擔憂的，其實是那些金融界的壞消息。美林的虧蝕，其中一部分來自爲債券保險商ACA所作出的26億美元撥備。上月，ACA的評級一下子被調低了12級至CCC級。這事件，再次突顯次按風暴中最麻煩的事，就是評級機構與大型金融機構的可信性盡毀。事件讓我想起了安然(Enron)事件中，金融機構對會計公

司的信心盡失一樣。

從這些事件中，我了解到當信任一旦失去，就要花好一段時間來重新站穩陣腳。今日，評級機構大有可能調降MBIA和Ambac等債券保險商的評級，導致總值2.4萬億美元的擔保債券前景成疑。單是這樣，已經足夠引起這些債券的投資者恐慌，令他們把手上可賣的都賣掉。固定收入產品的評級調降，就是這樣把環球股市拖跌的。

事實上，資產評級突然遭調降，會迅速引起骨牌效應。舉例說，一家保險公司的債券評級遭調降，爲保持資本充足比率，保險公司會被迫出售手上的股份，因而拖低股市。股票被拋售，又會令別的公司資本充足比率下降，引發另一輪的拋售。

今日，全球的股份拋售，似乎大部分都是被迫的。這情況有機會維持一段長時間，股市已大量超賣，投資者情緒亦壞無可壞。

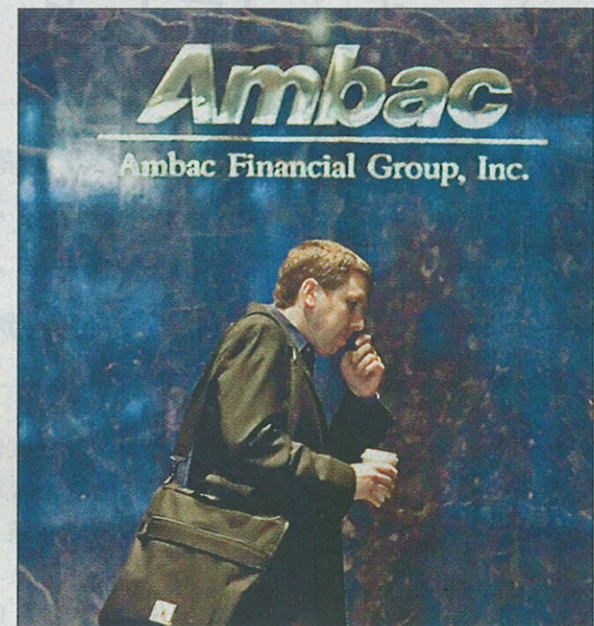
更重要的是，當一些投資者被迫在「大拍賣」中沽貨套現時，就是撿平貨的好時候。我想說，日本以外的亞洲股市，大致上表現都較西方市場優勝。例如繼上周大跌後，基本上美股由按過去一年表現計已是負數，但日本以外亞洲市場則仍然有25%升幅。

### 外資撤走 亞洲短線沽壓大

此外，當美國股市已跌低過8月中的低位之際，大部分亞洲的指數仍然與8月低位保持一段距離。照我看，這就是亞洲在今次風暴中表現最強硬的指標。

所以，眼前的大跌，是由市場的擔憂而成的。這麼負面的形勢，或會因爲以下兩個因素而持續下去：

(1) 市場技術走勢差勁：事實上，港股於周三的大跌市中遭大量沽售，這清楚顯示市場正在清貨，由弱手(weak hands)轉至強手(strong hands)手中，反映離見底不遠。不過，市場實在嚴重失衡。上周三，恒指裂口低開2.7%後，一直就沒有回頭。隨後指數一直未能重上該日開市水平，收市前的跌幅更一直擴大。好友一直未能帶來顯著的動力，我想恒指因而會見更大的沽壓。上周五成交之中，一成來自短倉。所以，未來一段時間之內，任何的反彈，都可能只是一場短促的「倉潮」。



因着市場關注債券商可能因爲次按問題受累，評級機構可能短期內調低Ambac等債券商的評級。(資料圖片)

(2) 更讓人擔心的是，股市失去了本地投資者的支持。去年8月，海外投資者大舉撤走07年上半年注入亞洲的資金，本地投資者即滿懷信心入市，把指數托向高位。最近，我們又見證了一次外資大舉撤離(我估計過去幾個月，共有約200億美元資金由亞洲股市流走)。不過，本地投資者今次再不願接貨。

環顧經濟基本因素，我仍然相信亞洲是最強勁的，並希望股市差不多會見底。正如美林主席兼行政總裁John Thain所說，美林的撤帳是非常保守的(以便日後的業績更加好看)。聯儲局主席伯南克肯定會繼續減息。美國政府又似乎會有一系列大型的經濟刺激措施。同一時間，亞洲的經濟活動仍然非常穩健。

雖然仍然有更大的沽壓，但我們不要忘記，股票其實就是利率折算後的未來現金流。今日，利率一再下跌，而亞洲的未來現金流，相信會繼續保持強勁。