

跌市下須留意市場反應



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

夏季那次股災後，至今過了大概3個月，新一輪的風暴又捲至。日圓續闖高位、息差和波幅重返夏季的高水平、道指一再下試低位。這究竟是夏季那次股災的重演，還是截然不同的一次難關？

與8月跌市3不同

今次股市大跌與8月份那次股災的相異之處：

- 1. 市場不再相信聯儲局：**8月17日，聯儲局入市兼且減貼現率半厘。一個月之後，一次過減聯邦基金利率和貼現率半厘。一直至10月底，聯儲局那份明顯轉為強硬的會議聲明暗示，減息期已經結束。不過，市場的反應告訴我們，大家根本沒有把聯儲局的說話聽進耳裏。3個月的美國國庫票據孳息急跌至3.5厘，預示市場料利率還會再多減1厘！金價直逼歷史高位、油價向着每桶100美元的水平進發、美元輾轉跌至歷史低位。歷史悠久、兼備受重視的投資者情緒調查MarketWane顯示，93%投資者相信金價未來12個月升勢會持續，另有89%受訪者認為油價會續尋新高。這些數字都是前所未見的歷史數字。那麼，究竟有什麼理據支持市場認為聯儲局會繼續減息，並且讓美元繼續貶值？

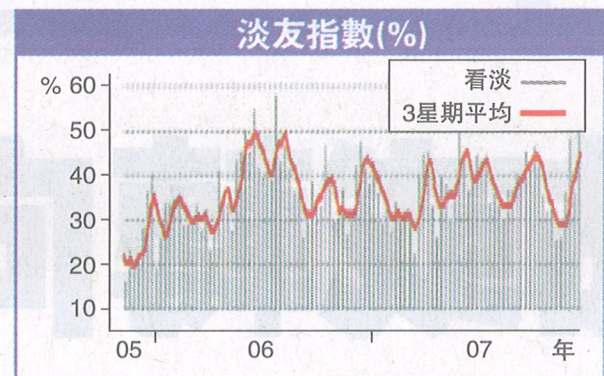
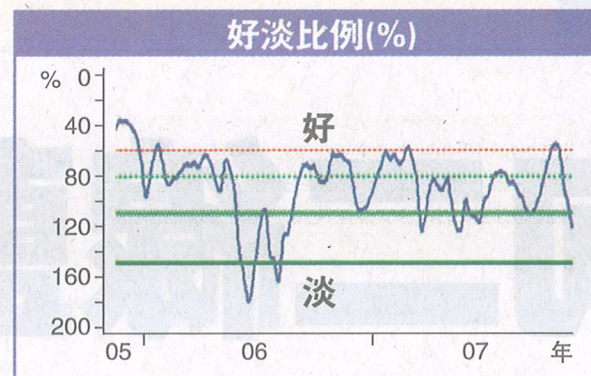
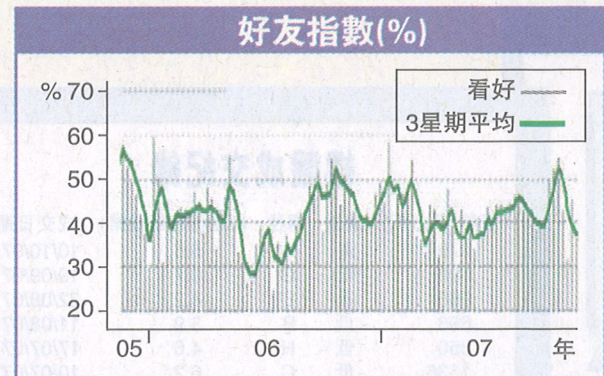
2. 另一個主要不同之處是，今次美國銀行業似乎被捲進了風眼裏去。過去兩星期，花旗、美林、摩根士丹利排着隊為次按作撥備。除了高盛之外，美國銀行業的股價亦相繼尋底。

這着實令人擔心。當利率下跌，銀行股就會跑贏大市，這是我的黃金定律。最低限度，銀行股表現一定會好過債市。如果這兩個情況都沒有發生，那代表投資者開始擔心銀行資產負債表上究竟還存在什麼問題，以及銀行有沒有能力走出困局，發展新的業務。利率下跌而銀行股表現差勁，意味着銀行將大幅減少新貸款，進一步引發通貨緊縮，就像1990年的日本、91年的瑞典和挪威、92年的法國，以及97至98年的泰國、南韓、馬來西亞和印尼。

3. 夏季之前，除了房地產和次按業務之外，經濟體內每一個板塊都有很好的表現。然而，過去幾星期，我們見到連串上市公司都站出來，重新調整市場對它們前景的預期。

看淡後市投資者急增

面對着這些轉變，我們實在不應對市場現時的反應感



到突然。市場討厭驚訝，特別是負面的驚訝。此情此景之下，投資者對於投資前景的預期，出現了空前的極端。石油、黃金和商品一面倒被看好，美元、美股被看淡。

後市長遠發展4可能

以上的圖表顯示出就在5個星期之前，看好標普500指數的投資者超過50%，看淡的人數僅及看好的一半。短短五個星期之後，看好的比例急降至36%，看淡的則增加至51%。在這個失衡的情況之下，短期之內實在是一個很好的買貨機會。那麼，長遠來說又應該怎樣做？照我看，以下4種可能性，各有不同的應對：

一. 聯儲局堅持不減息，但美國經濟在強勁出口、不俗的資本開支，以及孳息曲線較陡斜（即短息遠低於長息，有利「借短貸長」）的支持下，成功跨過次按這個難關；大為利好美元，金價則會跌；已經反映了聯儲局會繼續減息的港股和中資股會受壓，同時亦會不利美國甚至是全球的政府債券。受惠股份類別，則會由現時的商品生產商和周期性股份，轉為科技、保健、消費品，甚至是金融等較傳統的增長類股份。

二. 聯儲局堅持不減息，美國經濟被信貸風暴吹得七零八落；若是這樣，美國會進入一個日本式的通貨緊縮期。全球的股票、商品和美元會大瀉，政府債券則大受

歡迎。

三. 聯儲局採取行動助美國經濟重新上路，但行動不奏效；滯脹將會出現。黃金和商品會做好，股票和美元的表現則不堪入目。基本上，除了債券之外，大部分金融產品的價格都已反映了這種可能性。

四. 聯儲局採取行動並成功推動美國經濟重拾升軌；對股票、商品市場、美元來說是大好消息，但對債市卻是沉重打擊。

銅價無力創高的啟示

那麼，上述4個情況，那一項的出現機會較大？現時，只有政府經濟數據和市場價格這兩種資料，可以為這個問題提供答案。不過，政府經濟數據皆滯後。至於市場價格，在這個恐慌性的市場之中，實在有可能會過分反映上升或下跌的風險。

所以，我會選擇緊貼市場，讓市場的反應去回答這個問題。在金融市場中有這麼一句諺語：「銅是唯一有博士名銜的金屬」，意指銅是經濟周期的一個良好指標。有趣的是，眾多商品之中，就只有銅未能成功挑戰新高。那麼，這是否意味着第一或第二種可能性出現的機會大些？確有這個可能。無論如何，我對第三種可能性會抱保留態度，因為這是市場上最多人認為會出現的可能性。