

引港爲鑑 別跟聯儲作對



國際視野
Louis-Vincent Gave
MW-GaveKal 總裁

即使漂亮女孩，在車禍中也難免受傷。這就是過去一年裏股市的遭遇，由驚為天人突然變得面目可憎。或許有人覺得不公，畢竟近年是信貸市場過度膨脹，錯不在股市。不幸的是，信貸泡沫一旦爆破，股市這條「池魚」也難免會被殃及。

這並不出奇，當信貸等級崩潰，發行或持有這些債務的公司，資產價值亦受到衝擊。接着，市場被拖入一種惡性循環之中：如果一位投資者覺得應該沽空某項債務證券，他大概也會同時沽空相關的股票，對於信貸負面新聞，股市的反應也是負面的。

我們每個人都受自己的經歷影響，最近發生的事情使我回憶起發生在97至98年間的亞洲金融危機，那是我成為投資者後面對的第一場危機。那次危機自1997年7月泰銖大幅貶值始，以1998年8月香港政府干預股市終結。當時，炒家對港股發起攻擊。他們先沽空港幣，推動息率上升，從而壓低股市。通過這種「雙邊操控」，狡猾的炒家借股市縮水撈上一筆是毫無疑問，還有可能趁貨幣貶值賺錢，這也反過來證明他們攻擊港幣的政策奏效。

在此情形之下，息率被人爲推高，股市受壓，港幣被置於過度緊縮之下。一貫以積極不干預爲做的香港政府迫於無奈，決定與投機大鱷們背水一戰。結果在短短幾個交易小時裏，港府出資高達150億美元，購入股票。

美救市沿用港98年策略

為何要舊事重提呢？是因為最近美國發生的事，我嗅到了1998年8月時香港的一絲氣息。事實上，無論是緊急支援房利美和房貸美，或允許銀行把按揭證券抵押給聯儲局，換成更易脫手的美國國債，美國政府本質上不過是在信貸市場翻用香港當年的策略。

而且，美國政府並不只是在債券市場隨意插手，它還宣布沽空舉動將受到更嚴厲的審查，淡友在沽空19隻金融股之前更須先借入股票。巧的是，這與1998年在香港發生的情況類似。當年，任何一家投資銀行或者對沖基金，若在沽出股票之前沒有借入足夠的股票，都會遭遇香港證監會如泰山壓頂式的盤查（我有些朋友就曾被邀到香港證監會，解釋他們某些交易）。

如今香港的故事有了個美好的結局。儘管在那時，看似所有人都同意，香港政府採取的措施是鹵莽；如果中央不出手，港元聯繫匯率制度有可能被擊潰；大家當時都認爲，應該把所有股票賣給那個想操控自由市場價格



面對兩房帶來的金融危機，聯儲局、財政部及美國證交會等機構正插手干預，務求在短時間內將信貸市場穩定下來；圖為聯儲局主席伯南克。（資料圖片）

的傻瓜。香港政府的干預爲亞洲金融危機畫上了句點。更讓人欣慰的是，在入市干預之後數年，香港政府將其持有的股份以可觀的利潤轉讓給公眾。

今時今日，聯儲局、財政部及美國證交會正在努力使信貸市場穩定下來。或許有人會說，銀行已經瘋了這麼久，信貸市場不堪修復，因此美國當局的努力是白費，甚至會起到反效果。但我經歷過香港政府干預的年代，我會相信，以上的不是事實，而是一個大話。

待經濟好轉 銀行自然脫困

聯儲局看來在避免就業率造成更大的衝擊，做得夠多了。另外，退稅及出口增長也可將支持未來一年的經濟。自此以後，美國的房產市場將開始企穩，美國經濟的基礎將更穩定。如果剛剛描繪的這幅圖畫變爲現實，美國主要的金融機構不至於要面對真正的債務償還危機。在公允價值會計下，它們的資產負債表可能惡化，甚至入不敷支，但除非它們的「債仔」突然出現大量違約（至今還沒有發生），否則在未來數個月裏，甚至數年

裏，這些資產帳面價值撤減，不會影響到金融機構的現金流。隨着美國經濟自2009年開始好轉，銀行應該可以通過陡斜的收益率曲線、低風險的新貸款，來扭轉近期資產帳面的減值，將它們的資產負債表重新弄得漂漂亮亮。包括零售、貿易類、工業產出量、就業率及製造業指數在內的大多數經濟數據，迄今爲止都在進一步爲聯儲局的立場提供支持。看來，大多數證據都在說明，聯儲局對防止美國銀行系統資產蒸發無能爲力，一系列的銀行破產將是不可避免的。

但是這些證據有多可靠？因爲如今市場過於恐慌，銀行持有的債務證券無人願承接，令到銀行不得不按市價撥備，然後銀行的股票便很容易被人沽空，問題是到底這些市場價格反映出來的信息有多少價值？

美國當局最近已在嘗試打破這個惡性循環。這給投資者們留下兩種選擇，華爾街兩大古老諺語有云：「別跟聯儲局作對」和「別跟市場作對」。一旦遇上了聯儲局跟市場作戰，必須二選一。根據我的香港經驗，我想我會選擇聯儲局。