

盤路一面倒 輕易激起千層浪



國際視野 潘迪藍
Gavekal Dragonomics
資深經濟師

今個月發生了4件非常重要的事情：美國就業數據強勁、石油輸出國組織（OPEC）決定不減產、歐洲央行（ECB）貨幣刺激措施升級，以及國際貨幣基金組織（IMF）決定將人民幣納入特別提款權（SDR）貨幣籃子之內。這幾件事主程度主宰世界經濟在未來一年的走勢。儘管所有這些事件都是可以預見的，但在它們發生之前，卻很難估量它們對股市影響的程度。



為何市場對美國即將加息以及人民幣的轉勢不以為然，對歐盟和石油出口國組織的消息卻反應這麼大？因為石油出口國組織決定不減產，就如國際貨幣基金組織決定將人民幣納入SDR般，是意料中事。圖為石油出口國組織主席Emmanuel Ibe Kachikwu（左）及秘書長巴德里（右）。（資料圖片）

美國的經濟數據強勁，加上美國聯儲局暗示，將會在12月16日的議息會上決定加息，所以加息看來已經是事在必行，而且其影響已經被股市消化和反映了。同樣地，人民幣在8月份的轉勢，已被國際間接受，這只是市場化改革的一部分，而不是進行危險的競爭性貶值。另一方面，歐洲央行在12月3日的公布，引發了自2009年金融海嘯危機以來貨幣和債券市場最大的波動。而儘管油價近期已經大有跌穿8月份低位的趨勢，石油出口國組織在12月4日的會議仍然決定不會減產。為什麼市場對於美國即將加息以及人民幣的轉勢不以為然，但對於歐盟和石油出口國組織的消息，卻反應這麼大？

人幣轉勢 市場已消化

傳統智慧認為，投資者對於美國和中國的新聞早已做足心理準備；但歐洲央行行長德拉吉的宣布，卻令市場相當失望，甚至石油出口國組織的會議都充滿了政治變數。但這個解釋是不能令人信服的。因為石油出口國組織決定不減產，至少是好像國際貨幣基金組織決定將人民幣納入其特別提款權（SDR）般，是意料中事。

反而，美國勞工部在12月4日宣布的11月份非農業新增職位數目（高達21.1萬個，比市場預期的20萬個還要多一點），卻是真的充滿變數，因為以往有些月份曾經因為統計因素而低至10萬個。

市場重倉沽歐元 突發消息掀升勢

最引人注目的還是，歐洲央行所謂「令人失望」的宣布，其實真的沒有什麼大不了。當德拉吉明確表示，歐洲央行打算加強其量化寬鬆計劃時，市場就應該知道，它最合邏輯的做法，就必定是延長購買債券的期限至2016年9月之後，以及削減該行的存款利率。加大每月買債的規模從來沒有任何意義，因為歐洲央行已經創造了驚人水平的超額儲備金，而外圍的

信貸緊縮亦已經結束。在意大利、西班牙和法國，信貸正在以一個非常體面的步伐增長。

美債美股倉位均衡 波動較小

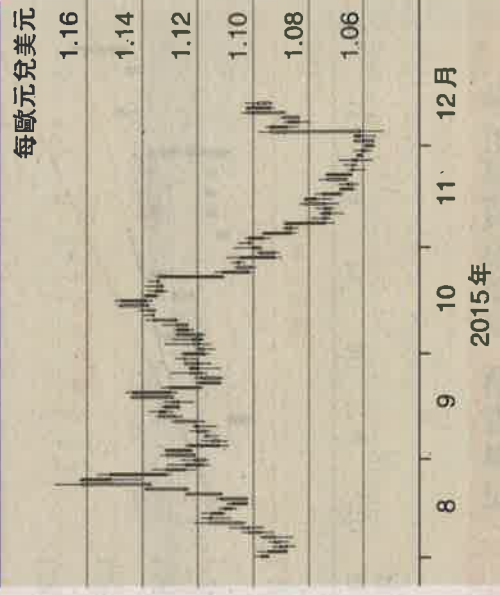
或許，德拉吉是犯了一個微小的戰術錯誤，令分析員有所誤會，而預期歐洲央行會有一些更加戲劇性的行動。但是，不論以任何客觀標準來說，歐洲央行在12月3日的宣布，都是中央銀行史上最大的經濟刺激措施之一。

若將這四件事情放在一起比較，市場對它們的反應有如天壤之別。這絕對不能以某些消息令人驚喜來解釋。一個比較好的解釋是，不同市場的倉盤（positioning）分佈並不相同。美國債券市場和股票市場的看漲者和看淡者是相當平衡的。這就是為什麼對於美國利率預期的些小變化，是不太可能對市場產生太大的衝擊。同樣地，就中國經濟增長問題而大做文章，亦好像溫暖的天氣般，早已經接近尾聲。可是，貨幣和石油市場卻是另一回事。

12月10日，歐元兌美元的匯率變化，是自從2009年以來最大的。這並不是因為歐洲央行的宣布造成的衝擊太過歐元危機期間發生的所有事情，這只是因為看好美元的人和看淡歐元的人比記憶中的任何時候更多。這令到已經持續超過7年的美元牛市出現一個轉捩點。

在石油市場，其倉盤也是單向的，只是沒有那麼極端而已。雖然在紐約商品交易所，12月4日那個星期的投機性長倉合約只是47.6萬張，略低於5月份的高峰期（一星期53.1萬張）以及10月份的高峰期（一星期49.4萬張），但這仍然比投機性的淡倉合約（26.7萬張）多出幾乎一倍。這並不意味只持續了15個月的石油熊市出現轉捩點。所有這一切，都反映了對未來一年的市場前景的看法。正如我們在過去兩個月所說，在貨幣市場上，（美國和歐盟等）貨幣政策分化的影響還沒有完全體現出來。

歐元近日顯著波動



假如你接受我們的觀點，以及歷史證據，利率差異並不是匯率波動的唯——或者甚至最重要的決定性因素，那麼你現在可以考慮打賭，美元匯率將會維持穩定，甚或略為轉弱。而且，若美元好像我們預期般，在聯儲局加息之後兌歐元和日圓開始轉弱，那麼相對其他新興市場的貨幣來說，亦可能會出現同樣的情形。

逆向投資 在轉捩點才奏效

但要留意，逆勢而行只是在市場出現轉捩點時才有效。若是在一個大升浪或大跌市的中央，逆勢而行並沒有任何意義。石油市場似乎就是這樣，因為石油出口國組織壟斷石油定價的機制正在瓦解（我們在過去一年已經討論過其原因）。只要能源市場和貨幣市場上看漲者和看淡者繼續不平衡，油價和美元就可能繼續下跌，而其他資產則會繼續上漲。