

還未到瞓身低吸時



國際視野 潘迪藍

Gave Kai Dragonomics
投資經濟網

隨着新興市場股市在過去3星期上漲13%，超過了年初至今先進國家股市的表現，市場正出現一種說法，指新興市場經過4年跑輸大市之後，現時正處於「一人生人難得一次的趁低吸納機會」。但我們認為，投資者應該謹慎。雖然由於美元見頂以及商品價格企穩，新興市場股市確實有可能在未來幾個月繼續反彈，但它們的長期前景依然十分艱難，令人望而卻步。

跨境資金流動的分析表明，過去4年對新興市場的資產價格有很大影響的去槓桿化，仍然要維持好一段日子。如果去槓桿化過程是有秩序的，那些不利因素將是可控的。但是，持續的調整將會令這些市場的資產容易受到短期震盪，令到出現無秩序和破壞性風險的機會大增。

新興市場指數反彈13% 比美股高

誠然，驟眼看來，新興市場股市的前景近來似乎已經改善了。過去6星期，由於油價反彈了33%，代表大宗商品價格的標準普爾高盛商品指數（GSCI）已經上漲了13%。另一方面，美元的廣義貿易加權指數超越了1998年亞洲金融風暴期間的高位之後，已經開始轉弱，暗示着對新興市場貨幣來說，最壞的情況可能已經結束。因此，MSCI新興市場指數已經由1月21日的低位反彈了13.3%，比美股同期的升幅要高出一倍。隨着中國決策者一再承諾將會保持人民幣穩定，以及盡全力支持國內經濟增長，令人憧憬新興市場股市的反彈將可持續。

資產價格上升吸外資 形成良性循環

然而，新興市場股市的長期前景卻是嚴峻的。在金融海嘯之後的幾年，新興市場的股市曾受益不淺。由於先進國家推行量化寬鬆政策，令國內的流動性大增，而利率則接近零，它們對發展中國家的商品需求強勁，而且還有大量資金湧入新興市場尋求較高的回報。

這些湧入的資金不但推高了發展中國家的貨幣，亦壓低了它們的實質利率，令其國內信貸大增，支持到它們的經濟增長，以及推高其資產價格。反過來，較快的經濟增長和資產價格上升，又會吸引更多資本流入，形成一個良性循環。其中最明顯的就是，它們的外匯儲備迅速上升至前所未有的12.7萬億美元。

美國結束量寬 新興市場外儲流失

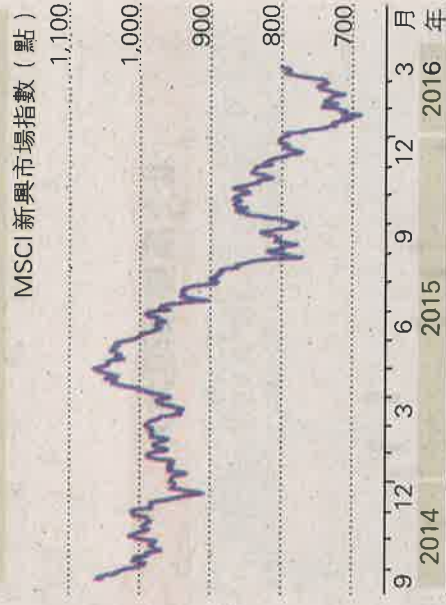
但是，由2014年中開始，整個情況漸漸出現逆



巴西的財政狀況明顯惡化，商品行業出現大崩盤，某家主要銀行的資產負債表出現隱藏虧蝕，或是人民幣進一步急劇貶值等四種情形皆有可能出現，甚或同時出現。無論出現任何一種，均會引發新興市場的資產再次被全面拋售，因此，新興經濟體的股市短期內仍有相當風險會出現震盪。圖為巴西興建中的奧林匹克公園。（資料圖片）

新興市場前景嚴峻

自2014年開始，美國結束量寬及零利率，而商品價格又見頂回落，新興市場信貸收緊，投資者開始由新興經濟體撤出資金。新興經濟體的央行為了控制走資而耗用外儲，令其外儲至今減少了約1萬億美元。



轉。因為美國結束量化寬鬆和零利率政策，中國經濟增長則出現結構放緩，商品價格又見頂回落；新興市場的信貸收緊，投資者開始由新興經濟體撤出資金。

新興經濟體的央行為了控制資金外流，以及支持它們的貨幣，只好耗用其外匯儲備。因此，由2014年中至今，新興經濟體的外匯儲備已經減少了大約1萬億美元。（若將資產負債表以外的遠期外匯倉盤也計算在內，它們的外匯儲備實際可能跌得更多。）

有些人會爭辯說，新興經濟體的外匯儲備下跌，部分是因為美元轉強，令其出現兌匯損失，但這是混淆了原因和結果。美元由2014年中開始轉強，以及全球外匯儲備下跌，都是因為新興經濟體出現去槓桿化，令資本從它們國內流出。

隨時再流走1萬億美元資金

隨着資本外流，上述的良性循環出現逆轉。資本外流不僅拖低了新興經濟體的貨幣，還推高了它們的實質利率以及壓抑信貸，令其經濟增長放緩，以及資產價格下跌——後兩者又會反過來又引致資本進一步外流。

若與新興經濟體在2009年至2014年間累積的外匯儲備比較，這個去槓桿化過程只完成了大約一半。這意味着，新興經濟體很可能還要再流出1萬億美元的資本。

對於資產負債表較健康的新興經濟體來說，它們可以透過國內的寬鬆政策，來抵消收緊的財政狀況。但更麻煩的是，資本外流令新興經濟體很易受到外部或內部的破壞性衝擊。這可能會令有秩序的去槓桿化過程突然變成無秩序的資金外逃。因此，新興經濟體的

股市仍然有相當的風險在短期內出現震盪。

巴西的財政狀況明顯惡化，商品行業出現大崩盤，某家主要銀行的資產負債表出現隱藏虧蝕，或者人民幣進一步急劇貶值等四種情形全部都有可能出現，甚至有可能同時出現超過一種情形。而上述四種情形的任何一種出現，都會引發新興市場的資產再次被全面拋售，令投資者承受更多痛苦。所以，還是那句，保持謹慎。