

# 告儲局 搞股市 小心兆生無日明



國際視野 潘迪藍  
GaveKal Dragonomics  
資深經濟師

我們先假設英倫銀行前行長金默文（Mervyn King）的說法是對的，各大央行每星期的策略，現在已變成在它們的權限之內，阻止股市下跌。我們再假設，市場完全相信各大央行實現這個目的的決心。

對於全球馬首是瞻的美股來說，在邏輯上，這樣的命題意味着，它們的價格會由兩個部分組成：第一，是那些股票的內在價值；第二，是美國聯儲局對認沽期權（put options）的隱性支持。根據我們的估值模型來粗略估計，這些認沽期權大約代表了標普 500 指數現值的 15% 至 25%，意味着美股即使不算是徹頭徹尾的泡沫，也有被高估。

## 希拉里倘勝選 華府財策料不變

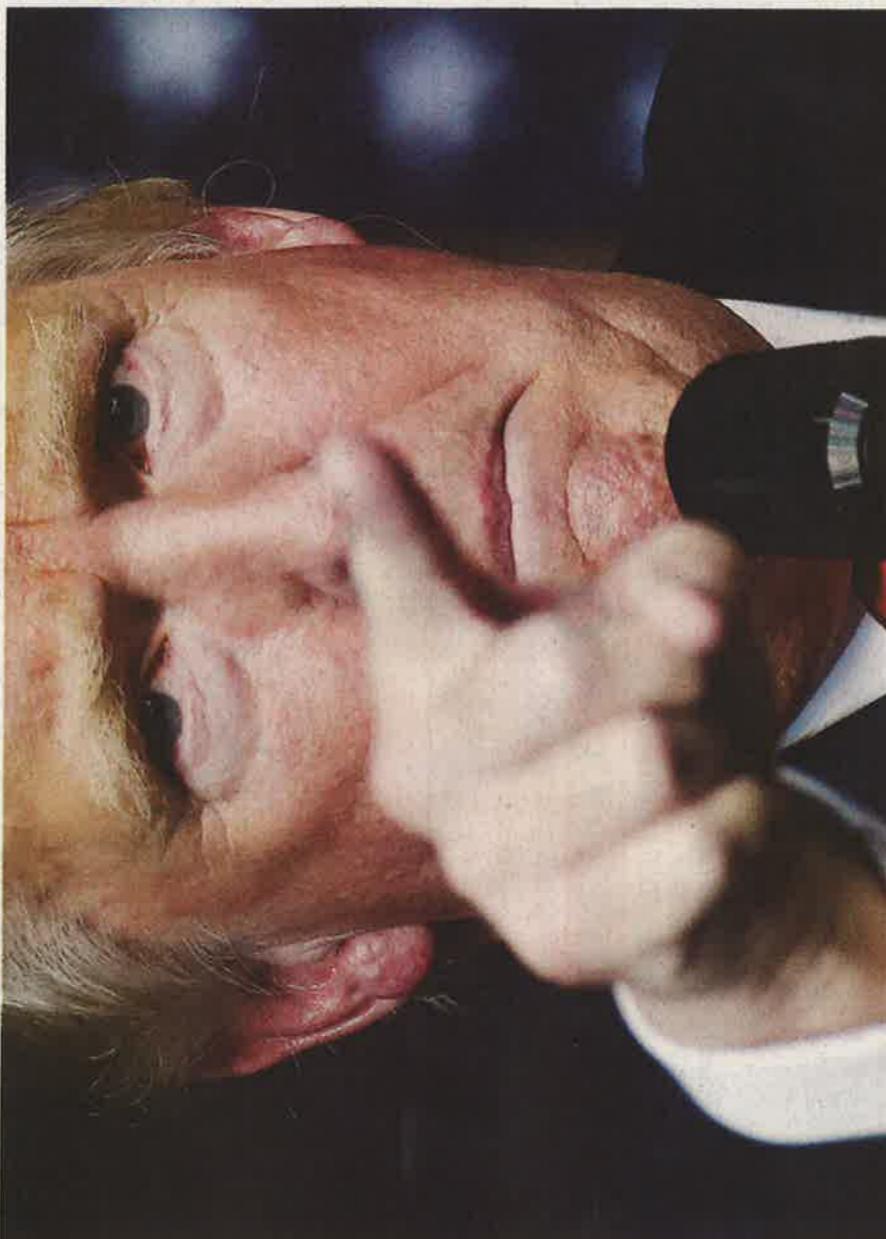
至少 5 年前，我已經在這個專欄提出，「不正常的低利率，其實就等於向窮人徵稅」。當時沒有資產的人或者富有的人提供津貼」。現時很清楚，在近幾年的超低利率政策中得益最多的美國選民，他們屬意的美國總統人選就是希拉里。因此，如果市場相信，民主黨會在 11 月的美國總統選舉中勝出，美國政府的政策不會出現什麼大變化，認沽期權對資產市場的支持就不會受到明顯的不利影響。

共和黨方面，富商特朗普在初選活動提出的假設就是，他已經足夠富有，因此不會出現利益衝突問題，令他在政策上傾向富有階層。由於美國國內的政治氣氛出現異常轉變，這樣的假設有不少人受落，令他在個多星期前代表共和黨，成為總統候選人。

## 特朗普勝選 或推新規管聯儲局

除上述的政治計算，讓我們進一步假設，美國聯儲局阻止美國股市下跌的操作，是得到美國國內一些強大金融機構及一些外國中央銀行的協助，後者發現原來正在支持美國股市。這就令人憂慮，一旦特朗普成為美國總統的話，美國聯儲局透過認沽期權（put options）來對美國股市的支持將會消失。因為特朗普已經表明，支持最初由肯塔基州參議員保羅（Rand Paul）提出、對聯儲局進行審計的法案（Audit the Fed），所以他可能會尋求一些新的規則，來規管聯儲局和金融市場之間的關係。

由此可見，若民意調查開始傾向特朗普，美國聯儲局、美國金融機構，以及外國中央銀行的合作，將有可能瓦解。我個人對政治問題沒有特別的洞察，儘管兩個星期



特朗普（圖）已經表明，支持最初由肯塔基州參議員保羅提出、對聯儲局進行審計的法案（Audit the Fed），所以他倘當選，可能會尋求一些新的規則，來規管聯儲局和金融市場之間的關係。（資料圖片）

**► 美國股市現時的情形，就如博奕論之中典型的囚徒困境。若市場場上的各個個圈困境。若玩家都不拋售美股，還可以暫時維持現狀；但若其中一個玩家率先拋售，就可能引致美股全線大跌，而且下跌速度會相當快。**

前的美國共和黨全國代表大會顯得相當混亂，被傳媒形容為「史上最大失敗」，但上星期一召開的民主黨全國代表大會也同樣不堪。就在民主黨的全國代表大會開幕前，「維基解密」（WikiLeaks）披露了 1.9 萬封黑客盜取的電子郵件；這些電子郵件的內容顯示，早在提名初選開始時，民主黨全國委員會就已經傾向希拉里，並且設法阻止桑德斯競選，包括質疑身為猶太人的桑德斯是否無神論者等，行為很不恰當。

當有人率先拋售 美股或全線挫

這些聯儲局「支持者」的行為，將無可避免地推低美國股市。若這些行為為大規模出現的話，更會令特朗普當選美國總統的機會增加。對於聯儲局的「支持者」來說，假設特朗普當選美國總統，他們必定會有所損失。因此，美國股市現時的情形，就如博奕論（Game Theory）之中的典型囚徒困境（Prisoner's Dilemma）。若市場上的各個大玩家都不拋售美股，還可以暫時維持現狀；但若其中一個玩家率先拋售，就可能引致美股全線大跌，而且下跌速度會相當快。這種「協議」的問題是，一旦其中一方對其餘各方是否能夠保持行動一致失去信心時，其理性反應必然是自己率先抽身而退，因為這樣可以減少自己的損失。我很想看看，美國聯儲局的一眾博士如何從他們這幾年挖下的深淵中抽身而退，操控市場在一段時間內是可行的，但當有一天它變得不可行時，逃生門通常都

不夠闊，無法讓所有人在逃出。

**對沖特朗普當選風險 Call 波動指數**

我個人不是投機者，但若要對沖特朗普當選的風險，購買波動指數（VIX）的認購期權（call options）是不錯的方法。因為特朗普當選的機會，並不像某些輿論所形容的那麼低。另一種方法，可能是購買 12 月到期的標普 500 指數的認沽期權（put options）。畢竟，要英國人推翻上個月全民公投通過退出歐盟的結果，機會不高。民粹主義高漲，會有利特朗普的選情。我們確實生活在一個很奇怪的時代。