

美元轉強 困擾亞洲



國際視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

對於持有大量股票的投資者來說，今年是十分艱難的一年。但對於持大量亞洲股票的人來說，就更加是難上加難了。今年至今，MSCI 環球指數下跌了 15.2%，但 MSCI 亞洲指數（日本除外）便下跌了 29%，後者的跌幅幾乎是前者的兩倍。究竟我們應該如何解釋後者的持續「跑輸大市」呢？

首先，是美國的次級按揭危機引發全球信貸緊縮，直至現時，金融業仍然處於水深火熱之中。隨着大幅降低資產帳面值以及欠缺資本，各地的投資者的資產負債表都出現「收縮」的情況。為了糾正過度的槓桿效應，資金多數都會調回本國。投資者被迫拋售所有它們能夠出售的東西。對亞洲來說，那意味着，很多協助其股市在前年和去年狂飆的外國游資，現在都突然變得乾涸。

資金撤離 亞股續跑輸

更加雪上加霜的是，亞洲受到商品價格脫韁般飛漲的打擊。這主要是由美國聯邦儲備局引發。因為聯儲局突然讓美元貶值，於是引致商品價格上升。對亞洲來說，商品價格上升可說是一場災難，因為亞洲的製造業基地需要消耗大量的原料。通脹迫使亞洲各國在全球經濟放緩時加息。結果是更多亞洲資產被外國投資者拋售，甚至本國的投資者也開始拋售。

但是，現在商品價格已正在調整（自從 7 月 2 日以來，路透社/CRB 商品指數已下跌了 16%，油價則在同期下跌了 18%），為何亞洲的股票仍然跑輸大市？我相信，部分原因是因為美元近期反彈。

事實上，曾有一段長時間，對亞洲的企業來說，借入美元貸款，是不二的經營法門。畢竟，大家都認為，亞洲貨幣兌美元只會上升，不會下跌。但現時美元正在回升，對於擁有大量槓桿式的美元借貸的亞洲企業來說，問題就大了。

韓企高外債問題浮水面

以韓國為例，韓圓兌美元過去一周跌了 3.3%，過去一個月更跌了 7.6%。韓國的前景還是不穩固的，因為外國投資者繼續將手持的股票變換成現金。以美元來計算，南韓 KOSPI 指數過去 1 個月已下跌了 14%，這是繼中國大陸之後表現最差的亞洲市場。

對於一個出口佔其 GDP 超過 40% 的國家來說，弱貨幣是有其好處的。但為何韓國近月來要加息和一再干預市場，以支持其貨幣？

當然，有些人會說，韓國政府會做任何事，以避免再次被國際貨幣基金會到訪（1997 年亞洲金融風暴爆發後，韓國被迫向國際貨幣基金會求助，並接受後者要求緊縮經濟）。但現時並不是 1997 年的歷史重演。不錯，經常帳正在惡化，但韓國的財政仍是規矩的。過去幾年，韓國都沒有好像 1997 年之前般被控制。

但是，韓國有一個似曾相識和令人不安的企業債務問題。分別只是在 1997 年，是少數財閥欠下巨大的債務。今次的債務問題卻是較多分佈在中小企業。這意味着，在初期，任何潛在的信貸危機都只會緩慢地曝光，拖欠還款事件不會像亞洲金融風暴時那樣一下子大規模爆發。

因此，韓國政府干預貨幣市場，並非為了刺激市場的信心。韓國央行一方面是想幫助企業脫離困境（因為它們以美元還債的成本愈來愈高）。另一方面，韓國政府



自己也有美元債務（例如，韓國政府持有的韓國鐵路公司，最近就發行了 2 億美元的美元債券）。

在過去幾年，在亞洲區內，韓國的銀行業是少數能夠維持貸款每年增長 15% 至 20% 的。但是，這卻是在盈利沒有相應增長的情形下出現的。結果，在過去 3 年，韓國的信貸乘數（貸款增長/名義 GDP 增長）平均都達到 2.5 至 3 倍多（中國只是 1 倍多）。這些貸款大部分都流到了基本因素較弱的中小企業。

亞股估值吸引 獲利機會仍多

由於銀行業平均的貸存（貸款/存款）

比例都超過 1，貸款增長要收緊。這解釋了為何韓國外債急升。有些投資者會認為，這對韓國來說，是正面的消息，因為這表示韓國仍會繼續加息，韓國政府仍會購入其貨幣。

但很明顯，近來的資金外流顯示投資者更為關心風險問題。韓國迫切需要廉價的美元，正把該國推向愈來愈容易受狙擊的位置。

不過，亦容許我以一個較正面的觀點結束。亞洲區的股市在經過大舉拋售之後，正顯得相當吸引。一旦市場穩定下來，以及消化了美元上升的痛苦之後，敏銳的投資者將有很多機會獲利。