

金融市場命繫決策層

**國際視野**

Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

全球股市仍然面對兩股逆風。第一股逆風，是信貸市場上不斷出現的接管事件。過去一星期，LIBOR（倫敦銀行同業拆息）和HIBOR（香港銀行同業拆息）繼續扯高，更多美國大型銀行倒閉。很明顯，在雷曼兄弟破產之後，銀行仍然不願意互相拆借資金。

而歐洲國家的金融機構的情況也愈來愈令人擔憂，因為它們不像美國的同行，其本國政府對它們的支持相對較少（政府未有減息，也沒有多大可能由政府接管，因為政府的預算已很緊縮）。但這也不是我過去一周最擔心的，反而第二股逆風就真的令我心寒。

太依賴政策方案 忽視5大風險

第二股逆風，是市場和經濟增長的方向現在很倚賴少數政策制定者的決定。當所有人還在注視美國財政部的7000億美元救市方案如何設計時，還有數個有關政策的風險卻沒有人留意，包括：

- (a) 對沖基金被打擊，令到全球各地的股市成交量萎縮；
- (b) 愈來愈多規管的潛在風險；
- (c) 聯儲局過去一年不願意增加貨幣發行量；
- (d) 歐洲央行繼續拒絕減息，當歐洲的經濟毫無進展、無計可施時，現時偏高的利率絕不是好的政策；
- (e) 中國的經濟增長正急速放緩（已超越了製造業，還包括很明顯的房地產行業），但尚未看到貨幣政策方面有寬鬆的措施。

當有這麼多政策風險時，對投資者來說，便很難看透大市的發展。當然，在熊市時期，這種情形是在大家預期之內的。畢竟所有讀者都知道，熊市不會以好消息結束，只有在牛市以好消息結束。不要忘記，資本主義經濟擁有驚人的適應和重新發展能力，只要政策制定者沒有用錯政策阻礙復蘇即可。

但在美國參議院，美國財長保爾森和那些嘩眾取寵的參議員，幾乎令人們對雙方能就救市方案達成協議感到沮喪。最初，當美國財政部提出7000億美元的救市方案，以協助那些受財困的金融機構時，好像要消除金融業困境。

當然，當救市方案發表後，每個投資者的疑問都是，新成立的「新消費信託公司」（Resolution Trust Corp, RTC）接管資產時，將會如何定價？那些資產會否以市價接管？還是以票面價值接管？抑或兩者之間？



大多數投資者都期望美國財長保爾森（左）和聯儲局主席伯南克（右）能夠有具體明確的方案，但他們令人覺得其對於如何運用那7000億美元等問題，像全沒概念。更令人心寒的是，市場似乎十分倚賴這些少數政策制定者的決定。（資料圖片）

保爾森救市方案 聽來空洞無物

絕大多數投資者和美國國會議員都期望，美國財長保爾森和聯儲局主席伯南克上參議院時會就此澄清；然而，那些聽證會簡直是徹底的鬧劇。保爾森令人覺得，他對於如何運用那7000億美元、將會收購哪些資產、將會如何定價，好像完全沒有概念。他對大部分問題的答案都是「我們會向專家尋求建議」，「我們會找來全行最好的人才」。

伯南克的表現則好一點。他漸漸淺白地解釋了，為何美國的銀行系統要由按市值計算資產價格（mark-to-market accounting），轉為他形容為「持有至到期」（hold-to-maturity accounting）的方式來計算資產價格。但是，當他被要求從理論的闡述達致一些具體的政策結論時，他一再放棄機會。

一名共和黨參議員問伯南克，他的意思是不是說，按市值計算資產價格必須暫停，以作為7000億美元方案的條件之一。不料這時伯南克卻突然改變口風，聲稱一個以市場為基礎的拍賣機制，是確立「持有至成熟」的資產價格的唯一方式。

無力處理危機 打擊市場信心

看到兩人的表現，相信沒有人會懷疑，保爾森的救市方案「已死」（很難獲美國國會通過），他必須重寫一個新的方案。更迫切的問題是，財政部完全喪失處理這個危機的能力，很可能會打擊市場的信心——至少短期內會如此。

不過，若投資者就此認為，全球經濟無可避免地

會崩潰，那又言過其實。想像一下，在1989年的儲蓄及房屋貸款機構S&L的危機時，一個投資者被告知，在未來15年內：

- (a) 日經指數會由38900點（1990年1月）大跌至7800點（2003年）；
- (b) 日本的銀行（當時是全球性的金融巨擘，在全球十大市值公司中佔去七席）將會把其資本差不多全作撥備，而且還不止一次，而是兩次；
- (c) 出現兩次伊拉克戰爭，油價一度升至每桶150美元；
- (d) 亞洲出現金融危機，差不多整個中產階層因此而消失；
- (e) 蘇聯在1991年分裂成多個國家，而它的主要繼承者俄羅斯在1998年陷於國家財政破產；
- (f) 整個北歐的銀行制度都失敗；
- (g) 法國最大的其中一間銀行里昂「爆煲」，差不多引發該國整個銀行系統崩潰。

風波大小 視乎執政者行動

那個投資者很可能會因而認定，股票是投資工具的最後選擇，金融業是就業的最後選擇。但事實上，1990年代和2000年代卻可能是將來的歷史書上記載為「黃金時期」的年代，因為其間全球經濟增長是空前的快。

但願我們現在運遇的，只是這個「新黃金時期」的一個小風波。然而，這得假設政策制定者不要以毫無行動、加稅、增加管制、關稅及增加資金成本來殺掉金鵝。