

市場焦點

轉回經濟基本面



國際視野

Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

上周發生了很多大事，各國聯手推出救市措施，這事肯定會被記入史冊，還有的是市場大幅波動，由災難式拋售到亢奮式反彈。

在事情漸見明朗的時候，投資者勢將把焦點放回經濟的基本面上，例如：

業績公布：9%標普 500 指數藍籌股已公布第 3 季度業績，平均每股盈利按年下跌 19%，金融股表現差勁，該界別每股盈利下跌 70%，非必須消費品製造商則表現最佳，每股盈利平均上漲 38%。在黑暗中的曙光是，45 家公司中，有 23 家公司布了好消息，較有 29% 溢預期為多。其中，個人護理品公司強生 (Johnson & Johnson) 的業績勝過市場預期，並把全年盈利預測調高。

貨幣市場：倫敦銀行同業拆息 (LIBOR) 與美國 3 個月國債的息差 (TED SPREAD) 下降。倫敦銀行同業拆息回軟，歐元銀行同業拆息 (Euribor) 回落，對於商業票據市場有即時的影響，優質商業票據的息率，連跌 4 天。在香港，金管局宣布保障所有銀行存款和提供資金後，港元銀行同業拆息 (HIBOR) 亦告回落。

美元供應：美元資金短缺，當然對信貸市場沒有好處。值得注意的是，擁有龐大美元資產的國家，開始推出措施讓她們的企業借入美元。韓國上周宣布，會使用其外匯儲備，去增加銀行的外匯流動性。雖然日本央行並無動用其全球第 2 大美元儲備，去拯救銀行，但日本央行卻首次借出美元。該行亦表示，在固定匯率下，可以有多少借多少。

企業債息未正常化 股市難復蘇

企業債券：大家都知道，企業債券市場正處於困境。事實上，現時企業債券與國庫債券孳息的息差之闊，為過往罕見。無論如何，這種回報要回到正常水平，只是時間問題。企業債券孳息需要正常化，若不能如此，股票市場終難以持續復蘇。

企業賴以融資的商業票據市場死寂，令所有人減少投資該市場。結果是，現時的市場價格並不能反映資產的長期



儘管過去數周的經濟活動受嚴重打擊，數據疲弱令人失望，令我們難以樂觀起來，但可幸的是，我們相信這只是一個周期性下滑，總有一天會由衰轉盛。

(彭博社)

價值。更甚的是，低殘的價格迫使這些票據的持有者也沽貨，價格的波動以及買賣差價拉闊令買家卻步。過多的游資可以推高資產價格到瘋癲水平，資金退潮亦會過分壓低資產價格，這說明資產價格按所謂市場價格入帳的會計制度，是何等的荒謬。

此情此景，投資者通常會想，跟上一次不同，我們正經歷的並非周期性下滑，而是要為過往所做過的罪過來一次贖罪。

無可否認地，這次與以往不同是，我們懼怕歐美金融體系會因高負債而土崩瓦解，這種恐懼令全球史無前例地聯手推出救市措施，致力把金融體系的負債，轉移至政府的資產負債表。執筆之時，市場仍正在檢視各國能否負擔起這巨大擔子。好像冰島，便證明財政十分脆弱。從匯率的變化，市場似乎對歐洲一些政府的負擔能力，有所懷疑。除了信貸市場大崩圍之外，過去數周的經濟活動亦受嚴

重打擊。令人失望的銷售數字、聯儲局褐皮書的疲弱數據、工業生產減少、存貨的震盪，慘不忍睹的消費者信心調查結果。過去數周，實在沒有一件事叫我們樂觀起來。

有趣地，過去數天市場把憂慮的重點，從信貸危機本身到其所造成的經濟衰退。分析員正在修正手頭上的盈利預測，經濟學家也正在修訂手頭上的經濟增長預測。

市場接受經濟衰退 是個好消息

這反而可能是個好消息！因為過去兩周的我們所怕的是，半數銀行正步向倒閉，我們要面對一個「與上次不同」的危機。現在，如果股價下跌是因為我們擔心企業盈利下跌及經濟增長放緩，那就是說，投資者願意接受我們是走向經濟的低谷。「這是個與上次不同危機」的陰霾將會慢慢消失，取而代之的是，我們相信這只是一個周期性下滑，而周期的特點在於，有一天會由衰轉盛。