

強美元令亞洲特別痛苦

**國際視野**Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

只不過是幾個星期，市場參與者就要忍受不只一處，而是兩處外傷。第一，是影子銀行系統的死亡（將債項作證券化不再可行），以及隨之而來的「去槓桿化」（deleveraging）。第二，大量的美元「挾淡倉」亦大幅提高了多個市場的資金成本。我相信，對亞洲來說，美元「挾淡倉」危機是特別痛苦的。

以內地的房地產發展商為例子。1年前大部分能夠借入美元的內地房地產發展商都覺得，它們幾乎沒有資金成本，因為人民幣兌美元只會升值（當賣出樓宇後，就可以將升了值的人民幣兌換回美元來還款）。

不幸地，由於美元現在不再貶值，它們的資金成本在一夜之間，即上升了幾個百分點。因此，對於它們的股價不振，我們不應該感到意外。由於美國以「去槓桿化」來減債需要持續一段時間，這可以解釋到亞洲股市為何持續低迷。

這就是現時的情況。但我相信，投資者想知道將來的發展會怎樣。我的基本原則是，盡量避免對未來作出預測。儘管如此，我相信，仍然有幾點關於投資環境以及投資在亞洲的前景的觀點，是大部分人都會同意的。

全球放緩最少6個月

第一，全世界任何地方的增長都正在放緩，而且至少會維持6個月。事實上，金融海嘯現正開始真正傷害實體經濟，我預期第四季會有一連串十分疲弱的增長數據。

第二，儘管歐美國家的中央銀行大舉向銀行體系注資，通脹風險將不存在。畢竟，銀行危機是在通縮方面，這已經開始在官方的消費物價指數（CPI）中反映出來。

第三，我們現正處於一個強美元的環境。一方面，美國透過減少入口，正在減少輸出美元。另一方面，其他國家卻又要爭着取得美元，來減低它們的美元債務。再者，影子銀行系統的死亡和信貸緊縮，又令到以美元作抵押借貸不可能。最重要的是，美元作為儲備貨幣的地位再被確認，其他國家一是成為美國的朋友，不然就要在這個艱難時期懷揣有大量美元儲備。

第四，毫無疑問，金融機構正面對收緊監管的壓力，要對資金管理行業作出更嚴格的監管。政客現正尋求懲罰對沖基金和其他基金經理。這就好像美國在「911事件」後，以反恐戰為名，攻打伊拉克、推翻薩達姆一樣。

對對沖基金來說，這是尤其尖銳的，因為政客和媒體好像合謀般，要將它們說是造成金融海嘯的惡棍。然而，值

亞洲貨幣過去3個月對美元跌幅顯著



亞洲貨幣	跌幅 (%)
南韓圓	38
印尼盾	32
印度盧比	14
菲律賓披索	8.3
馬來西亞幣	6.8
台灣新台幣	5.4
泰國銖	2.8

▲大量的美元「挾淡倉」亦大幅提高了多個市場的資金成本。對亞洲來說，美元「挾淡倉」危機是特別痛苦的。（彭博社）

得注意的是，金融市場上受到最嚴格監管的參與者——銀行，今年已魚貫地申請破產。但我們卻被告知，我們需要更多的監管，而出錯的是市場上受到最少監管的對沖基金。

在這方面，近期的禁止沽空活動，已經為大家上了一課。事實上，禁止沽空活動雖然對暫時穩定銀行的股價可能有相當作用，但現時已經十分明顯，它對銀行的持久表現並無作用。反而，它還產生了一些不在預期之內的嚴重後果。

因為這剝奪了對沖基金經理用作風險管理的基本方法，令到整個對沖基金行業的商業模式都變得不穩定，引致資金加速撤走。自從禁止沽空活動之後，銀行股的流通性下降了，其波幅卻增加了，買賣差價更增加了1倍之多。

對沖基金資金成本已變得昂貴

第五點是在於對沖基金行業的商業模式。可以說，不同對沖基金的虧蝕，經常都出現在同一時間，顯示出對沖基金行業的商業模式確有其缺陷。事實上，在影子銀行系統死亡後，對沖基金傳統的資金來源——透過主要經紀行，將會永久變得較昂貴。

在危機之前，大多數經紀活動都被看作對於資產負債表是中性的。資產和負債是大致組合的。但是，市場信心崩潰後顯示，這個模式易受狙擊，而且在受壓時期，它需要倚賴較昂貴的外部資金。這將會提高未來的資金成本，不

論是來自內部的還是外部的。

亞洲基金仍不乏營商機會

然而，當資金成本變得較昂貴時，這些倖存下來的對沖基金的投資機會，亦會比以往吸引很多。原因是：

第一，對沖基金行業將會收縮，其2萬億美元的資產規模可能會減少一半。業者的數目亦會減少。

第二，同樣重要的是，銀行的「自營交易」（Proprietary Trading）（即銀行為賺取直接收益，而不是佣金的交易）亦將會大幅收縮。

投資銀行的自營交易活動有兩個目的——向市場提供有效率的資本，以及為銀行賺取投資回報。可以將這兩種活動比喻成「運輸」和「儲存」。「運輸」是提供流動性以及作為資金流向的中介。這是銀行一個合法和正統的功能，也是其股東資金的一個合法和正統的用途。

但是，對我來說，「儲存」活動究竟是不是完全屬於投資銀行，卻是不大清楚的。在現實中，這種投資活動較常來自一些「專職基金」（Dedicated Funds）。即基金經理直接向終端投資者負責，而不是間接地使用銀行那些受監管用途的資本。

這令我對亞洲繼續看好。雖然有人認為，亞洲的對沖基金行業仍在幼兒期，那些「儲存」活動的絕大多數回報都是被投資銀行佔有。但現時投資銀行大幅收縮「自營交易」，將會給一些資本雄厚的基金留下很多機會。