

反彈持續 根本未好



國際視野

Pierre Gave
Gavkal亞洲區研究部主管

去年金融市場的變化，可說是完全沒有先例的。一方面，我們遇上一個巨大的金融危機，引致全球經濟出現自1930年代大蕭條以來最嚴酷的衰退。另一方面，我們亦看到各國政府都以完全異常的政策回應危機，包括：非常進取地大幅削減利率，採取寬鬆的財政手段以及刺激消費。

換句話說，當一股無可抗拒的力量（完全沒有先例的救市行動）遇上一件不能移動的物件（迅速崩潰的全球經濟），究竟是誰勝誰負？這幾個月來，投資者多數都打賭，不能移動的物件會勝出。

因此，當投資者改為持有現金時，全球都出現資產價格大跌——恍似世界末日臨近，與紐約大學經濟學教授魯比尼（Nouriel Roubini）持相同立場的分析員才是正確（魯比尼有「新末日博士」之稱，差不多15年前已開始預言全球經濟崩潰）。

救市力量超預期

然而，近幾個星期，形勢似乎有些改變，無可否認，部分是因為那股不能抗拒的力量被提高至超出預期。這可以從以下幾點看到：

在政策層面，美國財政部的「公私伙拍大計」，有助從銀行的資產負債表中移走有毒資產。再加上美國聯儲局（及英國、瑞士、日本等）宣布採用「量化寬鬆」政策，「按市值入帳」的暫緩執行（美國財務會計準則委員會（FASB）上星期對「按市值入帳」公布了一個大為寬鬆的解釋）。還有預期的國際貨幣基金組織（IMF）的再集資（中國最近宣布，若國際貨幣基金會發行債券，它將會購入）。這種種合計，明顯提高了金融市場的活力。

市場仍關注美救市效用

這些形形色色的穩定計劃，連同游資的注入，將可以有效消除史無前例的不確定情緒。正是因為這些不確定情緒，令我們的經濟和金融市場自雷曼兄弟破產之後大受打擊。當然，現時全球的視線都集中在美國財長蓋特納的救市大計上，而最常見的批評包括：

（一）從財政部主管的救市基金中增撥750億至1000億美元（令聯儲局為信貸市場解凍的資金增至約1萬億美元），以加大力度恢復呆滯的信貸市場正常運作，是否足夠？
（二）銀行和投資者之間的叫價和出價的差距會否繼續「差天共地」？（銀行是否願意將它們的貸款以較低價入帳）
（三）是否將收購「結構性產品」的槓桿比例限制



這幾個月來，投資者多數都打賭，迅速崩潰的全球經濟，會打倒這次完全沒有先例的救市行動。左為美國財長蓋特納，右為倫敦上街抗議的示威者。



為最高2倍（相對於銀行貸款的的槓桿比例最高為6倍），財政部就可以達到它想要的——令遭受重創的結構性產品市場重生？

投資者承受風險意願提高

在風險承受的層面，從過去幾天的一連串事件中，可以看到，投資者承受風險的意願提高了。例如，繼渣打（2888）和星展之後，匯控（0005）成功進行其龐大的供股集資行動。而生產平治汽車的德國戴姆勒汽車公司（Daimler AG），則獲得阿布扎比的官方投資基金 Ashar Investments 以19.5億歐元入股。世茂房地產（0813）宣布，已取得中國農業銀行一筆150億元人民幣的信貸額度（這亦突顯了內地怎樣推動游資重入貸款市場）。

於是，美元和日圓停止升勢，甚至還明顯回軟（根據近幾年的經驗，美元和日圓弱，就即是新興市場的經濟強）。當然，一燕不能成夏，一隻麻雀也不能帶來春天。舉例說，企業借貸的成本還是太高，不足以出現真正和可持續的經濟復蘇。

美樓市「易於負擔」二手房銷售勁

在增長層面，在近期公布的多個指數中，包括德國ZEW經濟景氣指數、日本第3產業指數、美國供應管理協會（ISM）指數等，最重要的似乎是美國樓市中已有一些見底的迹象。繼上周的新屋動工數字之後，申請按揭及建築許可證的數目亦比預期為佳。二手房屋銷售數字更出奇地強勁（相當於一年賣出472萬間，按月

上升5.1%），其中相當部分是由一些首次置業買家買入「銀主盤」。

事實上，美國的樓價中位數已按年下跌15.5%。美國家庭每月樓宇按揭負擔的中位數已下跌至750美元（這是自從1980年以來，美國家庭的每月樓宇按揭負擔首次低於一盎司黃金，金價上周報每盎司927美元）。申請按揭負擔的年新要求，則由5.5萬美元，降低至3.5萬美元。換句話說，美國樓價之「易於負擔」，正開始吸引買家重新入市。

至此，讀者可能仍然有疑問，有什麼東西能夠繼續推動股市上升？又或者，有什麼東西能夠令這反彈潮結束？以我的意見，這反彈潮應可持續一段時間，只因股市之前實在被過度拋售。

東歐國家狀況令人關注

但是，若真有一些東西能夠令這反彈潮結束，那相信一定是東歐地區的壞消息。例如上星期，俄羅斯的Finance Leasing Co的逾期未還貸款就像連發般震撼了債市。還有傳言指國際貨幣基金組織可能會撤下拉脫維亞不顧，因為該波羅的海國家在改善財政赤字方面沒有什麼進展。匈牙利方面，總理久爾查尼上周一請辭後，其貨幣兌歐元即下跌了2.6%。

正如索羅斯上星期在《金融時報》撰文所說：東歐的情況看來是愈來愈不穩定（危險），即將舉行的G20峰會提供了一個機會讓各國共同商議拯救東歐的計劃。若不抓緊這個機會，金融市場的變數或不明朗，將會重新擴大，至少在歐洲方面是如此。