

掛鈎美元 貨幣政策受制

亞洲難逃資產泡沫命運



國際視野
Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究主管

即將進入第4季，很多基金經理仍然坐擁大量現金。由於投資者希望將資金投入今年看俏的資產，第4季的投資氣氛很可能會變得熾熱。問題是，投資者應該追逐那些板塊？到目前為止，在全球的谷底反彈浪潮中，有4個明顯的贏家：金融股、科技股、商品、新興市場。但是，這四者上升的驅動力卻有很大分別。

金融股 股價回升已多

在後雷曼時代，無人能肯定我們是否面對金融股的末日，因此金融股非常便宜。但現時銀行已渡過了難關，它們的資產負債表已健康許多，股價亦已回升很多。在現時的價位購買這類股份的誘因已大為減少。

再者，雖然銀行的盈利和資產質素正在改善，它們在銷售貸款方面並無大進展（銀行不只借出貸款，還會將一些貸款生意出售）。而且，在未來幾年，這個行業會受到愈來愈多的監管。整體來說，這行業的基本因素十分具挑戰性。

科技股 行業將強勢反彈

這行業可說平安渡過了資金周轉危機，因為它一向都習慣應付這類危機，大致上可以自給自足。科技股的槓桿對於復蘇概念亦很敏感。正如我以前所說，這次衰退是很獨特的，企業一刀切的削減成本，這在辦公室的軟硬件方面。隨着盈利恢復，科技開支將會強勁反彈。科技創新仍然是發達國家的一大競爭優勢。

商品 美元難長期弱勢

商品價格上升的最大驅動力，無疑是弱美元。問題是美元會否繼續下跌？每天都有美國經濟復蘇的消息，美國的綜合領先經濟指標（LEI）日前上升，是最新的例子。（每當美國的LEI從低位強勁反彈時，它往往就意味着經濟衰退已結束。）

過去5年，投資者習慣將強勁的增長與弱美元聯繫起來。但翻看歷史，這不是必然的，強增長和強美元亦可以同時出現，特別是，當美國的經濟表現繼續勝過歐元區和英國時。

新興市場 上升潛力巨大

新興市場的基本因素令人信服——不論是新興市場的企業還是消費者，都沒有過度槓桿化的問題，政府開支沒有過度擴張，游資仍然非常強勁。例如，巴西現時的信貸增長每年超過20%，但它



美元的特續弱勢，令新興市場的資產價格升溫，內地股市在救市措施底下，早前便盡展強勢。

（資料圖片）

的儲備比例仍然高達42%。中國正出現破紀錄的貸款增長和貨幣供應增長，但它仍然在進行一系列的金融改革，以提高資本效率（例子包括類似納斯達克形式的創業板股市，以及放寬私募基金的監管）。大部分的新興市場估值還不算過高，它們仍有很大的上升潛力。

新興市場和科技股這兩個板塊的反彈，是有基本因素的支持，還有空間再上一層樓；但金融股和商品兩者就有點問題。正如那古老的格言所說：「若不明白，就不要買。」我不明白，為何在美國經濟出現回穩的跡象時，美元仍繼續下跌；也不明白，為何商品價格會上升，儘管供過於求；更不明白，銀行股為何上升，它們又不是以特許經營擴張。

我認為，新興市場和科技股背後的驅動力是較清晰的，也有較大機會接收到新的游資。但這也會給亞洲各國政府帶來另一難題。

大多數亞洲國家傾向將其貨幣與美元掛鈎，因此或多或少會被迫跟隨美國聯儲局的貨幣政策。因此，這可以令亞洲區的資產價格大起大落（香港的豪宅價格近來屢創新高，可能就是其中一個例子）。若聯儲局維持寬鬆的貨幣政策（從聯儲局上周的會議看來，這信息很清楚），亞洲國家可以如何收緊貨幣政策呢？

抹走泡沫靠4大方法

有四個可能的方法：

貨幣政策：這是中央銀行冷卻資產價格上漲最常用的方法。手段包括加息、提高儲備要求，或者設下貸款額度等。但是，有兩大理由，令我相信亞洲國家不大可能採取緊縮的貨幣政策。

第一，中國內地、台灣、韓國、印尼等多個亞洲國家和地區都在推行金融自由化，以推動本土消費

增長和整體的經濟增長；第二，亞洲國家以往從來沒有帶頭收緊貨幣政策。

財政政策：大多數經濟學家認為，西方國家的利率長期這麼低的主要原因是，經濟合作及發展組織（OECD）成員國政府隨時有可能會收緊財政政策，以改善其資產負債表。

當然，在亞洲，這個可能性不大。一來，因為大多數亞洲國家的政府的資產負債表是相當健康的。二來，它們也未必有單靠提高稅率就能收緊貨幣供應的方法。舉例說，在印尼，只有不到2%的家庭須繳交入息稅。

匯率政策：亞洲國家最易執行的其中一個方法，是改變其貨幣的匯率。這可以減少它們的經常帳盈餘，以及令外國投資者在高位將其當地的投資套現。

這可能已經開始出現，儘管是以輕微的方式。例如，韓國已重新升過1200圓兌1美元，坡元則破1.43坡幣兌1美元，人民幣則升過6.83人民幣兌1美元。但是，這做法也有高風險，所以匯率的改變相信會相當輕微。正如鄧小平所說，是摸着石頭過河。

行政政策：亞洲國家要制止泡沫形成，最容易的方法還是使用行政手段。例如，中國大陸收緊國民去澳門的限制，提高買樓的首期等等。最近，我們亦看到韓國和新加坡的政府官員對當地樓價急升，發出口頭警告。新加坡最近更收緊了樓宇按揭的限制。

但是，以美國聯儲局現時這麼寬鬆的政策來說，亞洲國家仍然會面對資產價格大起大落的問題。這次的泡沫有可能比以往的都要大。亞洲國家採取那些方法應付這個游資過多的問題，將會對當地的資產價格造成不同的結果。