

股市下挫的潛在原因



國際視野
Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

自 10 月 19 日創出高位後，MSCI 全球指數向下調整了約 5.5%。大家可能認為，該指數自 3 月底部大升七成以後，這樣的調整實在不必太擔心。不過，近日我們的客戶有點不安。雖然近期的跌幅只約 5.5%，某程度上，帶來的不安比 5.5% 還要大。所以如此，可能因為那是 2 月以來首個下跌的月份。另一原因可能是，太多投資者都較遲並在高位入市，對於近期跌幅，更難容忍。上述僅屬短期及心理因素而已，究竟有何潛在的根本性因素，可以令市場繼續下挫？

利淡股市的 4 項潛在因素



基金被起訴



中東局勢



美元反彈



金融機構分拆

基金若被告 或掀拋售潮

一、過去 10 日，美國對沖基金帆船基金內幕交易醜聞，常常成為報章頭條。近日，德國宣布，會對一隻以投資基金為主的基金 K1，作出刑事起訴。毋庸置疑，犯法者罪有應得，應繩之於法（打一個岔，近期案件受牽連要入獄的人數，相對 1980 年代末期發生的儲貸危機，有百多人入獄，其實不多）。不過，一旦司法程序開始，會為市場帶來不穩、恐懼。事實上，以帆船基金一案為例，起訴可以觸發大規模拋售。刑事起訴也帶來新問題：市面基金的每股資產淨值是否需要調整（減去非法交易帶來的利潤）？如果需要調整，部分投資者帳面所得的利潤，是否都是幻覺？當然，出現這種情況的可能不大，但這一個不明朗因素已足夠叫籽展客盡快拋售平倉。

美元反彈 資產價格受壓

二、美元近期反彈。美元反彈的一個特點，就是美元匯價與各類風險資產價格，呈相反走勢，美元升，風險資產便會跌。各國中央銀行儲備增加，同時，美元經常帳赤字又持續改善，亦難以解釋。近期美元反彈，很可能是與空倉平倉有關，市場對之或嫌反應過敏。近期在重演去年下半年的情況：股票、商品、企業債券、新興國家債券、新興國家貨幣全都在下跌，美金卻在上升。這令我們更加相信，投資股票後，應買入美元認購證（call option），以作對沖。

中東問題影響投資者熱情

三、地緣政治也是一個因素。近期發生了很多悲劇。伊拉克、阿富汗的大規模炸彈爆炸，巴基斯坦白沙瓦發生的恐怖襲擊，再加上有報道指出，再多 18 個月，伊朗便能製造核子彈。所有事情都擺到美國白宮面前，逼着總統奧巴馬做一些困難的選擇。現在，大家都感受到，美國在阿富汗戰爭中，其實是失敗的，這一點令投資者對市場熱情冷卻（在美軍撤出越南西貢後，MSCI 全球指數在接着 3 年基本都是持平沉悶）。

監管法例或收緊 銀行壓力增

四、格拉斯-斯蒂格爾法案（Glass-Steagall Act）廢除後（也稱《1933 年銀行法》，1929 年在股市大跌、經濟大蕭條中，開始實施這法案），其實為今次銀行危機埋下了最大的伏筆。其實，我們應該重新將

銀行的「郵局功能」（例如：接受存款）和「賭場功能」（例如：投資銀行相關業務），完全分開。ING 已被分拆，荷蘭政府已行這條路。這是否意其他國家都要跟隨？每當危機過去，執政者都會覺得有需要作出反應，提高監管門檻。很有趣地，實際上，美國和英國並無這樣做。就美國而言，唯一提出的法案，就是該國正計劃，資產規模超過 3000 萬美金的對沖基金要到美國證監會登記。雖然英美政府在提高監管上，仍未有大動作，投資者亦應注意，ING 的分拆，已反映我們已進入一個新時代，監管法例會收緊，銀行壓力會增加。

有趣地，近期市場中，金融股明顯跑輸。可能市場感覺到，銀行未來遇到的挑戰，會愈來愈大。近期的跑輸，亦令讀者思考，在金融股跑輸下，市場還會再升嗎？參考歷史，每當金融股跑輸，都意味信貸增長減慢，這種環境下，很難寄望估值會上升。近期股市的弱勢，很可能源於此。