

美出動有形之手 適得其時



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

過去數周，市場的反應來得很不正常。以現時的形勢看來，很多股票都是被迫沽售的。這些被迫性沽盤出現，可以基於以下多種原因：

1. 體系中有參與者持有過多槓桿式錯誤倉位，就像去年夏季對沖基金被迫沽貨套現的事。另一例子，就是1998年的長期資本管理公司（LTCM）倒閉事件；
2. 散戶恐慌性贖回互惠基金，互惠基金唯有沽出股票套現應付贖回潮，就像2001年「911」事件後的情況般；
3. 主要的市場參與者受監管條例限制，此情況大多發生於保險公司身上，例如1974年的下半年和2002年的下半年那樣。

為達監管標準 保險商賤售債券

今日，同樣事情又再發生。很多保險公司都持有債券，若持有的是國債（經合組織成員國），就毋須預留準備金；若持有的是企業債券，則有不同做法，保險公司須根據債券的評級去持有不同水平的準備金。AAA評級的債券，所需的準備金率最低，垃圾債券的要求則最高。有些國家，要求保險公司就股票持貨量，持有100%的準備金，並作每年或每季的總結。

如果有保險公司持有AAA評級的「打包式」債券，一旦債券評級遭降，保險公司在沒有選擇下，被迫沽售該債券。現時的問題是，保險公司所持有的定息結構產品，很多都因為信貸緊縮問題而欲售無門。保險公司為達到監管條例的標準，唯有不顧貴賤地沽售股票持倉及買入國債。

所以，市場上的大量沽盤，實與美國經濟或企業業績無關，而是保險公司為達監管要求被迫沽貨造成的。如這情況發生，無可避免地保險公司的股價會急速滑落，速度更會較市場的任何一個環節要快。這個現象，正是我們現時在環球市場舉目可見的。保險股，正是股價表



美國的救市行動，縱使非市場化的解決方案，與美國崇尚的自由市場意願相違背，但市場仍以實事求是的態度去接受方案。

（資料圖片）

現最差的一員。

去年12月，我曾經在本欄說過，在時間上出發，信貸風暴已接近完結。那時候我亦說過，到了2月份，如果投資者或銀行家都未能想出以市場作基礎的解決方法，屆時政客、中央銀行家及執法者，就會執行B計劃。

單靠市場力量 無助平息風暴

我說2月份是關鍵時候，因為全球很多銀行和保險公司都是在這段時間作年終業績的。銀行為了重整被次按風暴吹散了的資產負債表，相信會有很多巨額撇帳或尋求注資的消息隨之而來。大家都期望，這些資本重整行動，會是全球信貸風暴的終點，或至少是到達終點的開始。然而，若過了2月份，投資者和分析員仍繼續懷疑主要金融機構的償債能力，政策制定者到時就會失去耐心，並認為市場沒有能力解決今次事件，須政府介入。等待金融系統再多作一次或兩次的資金重整去自行療傷，基本上已沒有意義，因為未來3至6個月，市場前景的不明朗因素，會繼續影響着投資者的判斷。金融系統的持續癱瘓，將會把全球經濟推向衰退的地步，對經濟的傷害亦會急劇增加。

花旗集團、瑞士銀行和美林先後公布的巨額資本重整

計劃，顯示出單靠市場力量，信貸緊縮問題是解決不了的。市場的這項懷疑，部分反映出大家並不太信任美林和花旗新管理層的管治能力，但更重要的是，這引致保險公司被迫沽貨，以及債券保險商的評級遭降。

再談B計劃和過去幾周發生過的3大事件。第一是聯儲局突然減息四分三厘，接着再於上周三多減半厘；第二是美國政府以驚人的速度及沒有政黨鬥爭下，推出1500億美元救市措施；最後，就是由紐約州保險監理專員牽頭，100億至150億美元的拯救債券債券商 Ambac 行動。

B計劃中的第三大事件，很明顯地帶動着美股反彈。事實上這不難理解。早前公布的減息和減稅措施，確實可以刺激美國經濟，不過，如果美國銀行體系持續癱瘓的話，這兩項措施的效用將會一直滯後。所以，要增加這個抗經濟衰退計劃的說服力，其中必須包括一個有清晰目標的金融政策，掃除市場所不能獨力清理的銀行體系屏障。縱使非市場化的解決方案，與美國崇尚的自由市場意願相違背，但他們仍以實事求是的態度去接受方案，這方面與歐央行和歐洲政府空論的態度截然不同。所以，相較對上一周，美國陷入衰退的風險大為減退，但歐洲的卻繼續上升。