

風險不同要取捨

絕佳投資選擇在西方



國際視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

經過一個不如人意的1月，大部分投資者現時都在想，下一步將會發生些什麼。我相信，由近期的發展來看，可以得出以下的結論：

(一) 在2010年，投資者需要非常小心的選擇他們承受的風險。在2006年、2007年、2009年，投資者盡量購入各種的風險，在2008年則拋售風險，今年要賺錢就要開始分辨出好的風險和壞的風險。

我個人認為，企業債券、新興市場債券、美元、亞洲貨幣，以及先進國家的優質增長股，是2010年的「好風險」。歐洲的主權國家債券、歐元、英鎊、商品和新興市場，則是屬高風險，現時的價格甚至未完全反映所需的風險溢價。

雙底衰退論被渲染

(二) 最大的風險是政策風險。由中國、美國和歐盟之間可能出現貿易戰的恐懼，到金融業監管的不明朗，到葡萄牙、愛爾蘭、希臘和西班牙(PIGS)這歐洲四國可能無力償還到期的國債，再到中國和其他國家取消極度寬鬆的財政和貨幣政策的時間，這些都很視乎各國今年的政策。

當然，這令投資者更難評估那些風險屬於好的風險。然而，在其他因素相同的情形下，「政策風險」應該引發更高的風險溢價。

(三) 投資者不應過度憂慮經濟增長的問題。各種經濟數據(包括經濟合作及發展組織OECD的領先指標、美國供應鏈管理協會ISM的採購經理指數、全球出口數字，……)均顯示，雙底衰退的風險被一些危言聳聽的媒體過分渲染了。

但是，在牛市的三大支柱(游資、估值和企業盈利)中，你可能會問哪裏來過剩的游資呢？整體股市的市值亦不像以往般吸引。股市一般來說不是偏高，但亦不見得是偏低。

(四) 最被低估的資產是「信任」。現時，美國消費者對美國公司的印象，可說是跌到了歷史低點，沒有公司會被認為做了正確的事。但是，這個「信任赤字」亦意味着，有相當大的機會可以極大折讓的價錢，買入一些全球最佳的品牌。當信任重拾升軌時(這些心理因素總有上上落落的時候)，這些被低估的西方品牌將會明顯跑贏大市。

歐洲問題 不能採鴛鴦政策

但是，以上的觀點卻被歐洲愈來愈大的麻煩蓋過，

特別是希臘。希臘現時的財政赤字非常大，累積國債對GDP的比例亦相當高。因此，希臘政府其實沒有多少東西可以做，唯一可做的就是大幅削減財政赤字。但是，希臘國民看來卻不是這樣想，已經發動了多次大罷工和街頭抗議。

現時的問題是，若希臘真的出事，那會怎麼樣？其他歐洲國家會否協助它脫離困境？歐洲的納稅人會否支持這樣做？若答案是否定的，那歐元又會怎樣？

在現階段，大多數投資者遭遇到的難題，是不知歐洲的政策會往何處走，情況就如2008年底時的美國。無疑，很難相信歐洲不需要使用政治方法來化解現時的債務危機。因此，現時的一大問題是，歐洲各國政府究竟能否有效率地拿出一個政治解決方案？

事後孔明地說，美國的救市措施可謂大難，而這也只是由三個主腦機構負責(分別是聯儲局、美國財政部、美國國會)。歐盟卻有大批各國財政部長，其意見與歐洲央行的理事會相左，以及一些難以理解(幾乎不曾經過危機測試)的規則。

無可否認，歐洲政府正面對很多困難的選擇，但正如已故法國總統戴高樂所說：「領導才能不是在一個好選擇和一個壞選擇之間作出抉擇，那太容易了。領導才能是要在兩個壞選擇之間作出抉擇。」

現時，放在希臘等國家前面的選擇全都是不討好的。市場在不明朗之下，投資者將葡萄牙、愛爾蘭、希臘和西班牙四國的國債和其他國家的國債之間的息差推至新高。換言之，遲早都要作出抉擇。不然，若採用鴛鴦政策的話，已故經濟學家佛利民(Milton Friedman)的預言便可能成真——歐元將不能在它經歷的首次真正經濟衰退後存活下來。

西方具增長品牌 現罕見折讓價

總括來說，我認為，投資環境無疑是變得更具挑戰性。這可以由1個月期美國國庫券的孳息率變為負數，黃金與白銀比率走勢呈突破(該比率被視為是一個風險指標)以及人民幣的6個月遠期匯價並不高於現貨價(升值預期降溫)看到。當然，還有一些貨幣流通速度的指標也重新跌回負數。

但要記得，牛市通常有三個階段。在第一個階段，雞犬皆升，所有東西的價格都反彈，包括一些已接近



面對財政危機，希臘政府唯一可做的就是大幅削減財政赤字。但是這個舉動，促使希臘國民發動了多次大罷工和街頭抗議。圖為希臘財長帕帕康斯坦丁努。(資料圖片)

破產的垃圾債券(劣等債券)，以及市場上價格最波動的東西。

在第二個階段，各產品的升跌能力似乎開始見到真章，只有和這個周期的「增長驅動力」相關的產品才會上升。有趣的是，近幾個星期，市場好像開始顯示這樣的信息——今次的「增長驅動力」可能是一些西方品牌，多過新興市場或商品。

最後，在第三個階段，市場重新回到發掘廉價的資產和產品等。這也是我現時喜歡投資在西方品牌的主要原因——個人認為，它們現時既有增長的因素，亦有價格超賣的因素。因為它們大多數都很少以這樣的「折讓價」交易。