

資本市場重心轉移 四大問題影響走向



國際視野

Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

雷曼破產事件其中一個較具創傷性的後果，就是令全球金融市場在同一時間出現大量沽盤。以印尼政府的債券為例，人們可能以為，一家以美國為主要基地的投資銀行倒閉，照理對印尼政府償還債務的能力，應不會有多少衝擊。然而，印尼的10年期國債的市場價值（單位以美元計價），卻由2008年8月的0.95美元，下跌至2008年10月底的0.56美元。這個殘忍但十分普遍的跌價，突顯了大熊市的其中一大特色：弱者手上的東西可能會被強制清盤。

當然，這也是其中一個主因，過去一年我們為何如此看漲股市——因為現時的金融市場，已很少玩家是倚靠槓桿借貸。

過度槓桿化的投資銀行已經收縮了運作規模，高槓桿比率的对冲基金亦已倒閉，利差交易的實踐者亦已經套現離場。因此，市場現時已懂得分辨不同的風險，而不是好像2006、2007或2009年般所有有風險的資產都大升，或者好像2008年般全部都大跌。

市場已懂得分辨風險

所以，南歐的主權債務被認為是高風險，是正確的（在希臘，危機似乎已到了那個存戶開始大舉從銀行提款，政府對存戶的保證已無法令人消除疑慮的階段）。同時，當希臘國債與德國國債之間的息差升至400點子（100點子等於1厘）時，印尼國債的孳息率卻首次跌至9厘以下（自從亞洲被捲入金融海嘯以來）。

在雷曼後的混亂時期中，我們不得不承認，亞洲貨幣的下跌，連同澳元由兌0.97美元，跌至兌0.6美元；以及加元由與美元相若，跌至1.3加元兌1美元，是特別震撼。不單止是股票、商品及固定收益市場混亂，連貨幣市場亦不能倖免。

由此，幾乎所有亞洲貨幣近期對美元又爆發回升潮。在歐洲的債務危機中，亞洲貨幣顯得強勢，最簡單的解釋就是，馬來西亞令吉、新台幣、印度盧比、印尼盾……等等，全都都預期人民幣會重估匯率 and 升值。

亞洲出現「三大優勢時代」

但是，我們從中亦發現了一個更重要的信息，那就是，我們可以見證到亞洲真正出現「三大優勢時代」。回看近代史，我們不難發現，在某些十年期，某個區域享受到貨幣匯率上升、企業和個人的資金成本下降，以及資產價格快速上升等好處。

我個人稱這些時期為「三大優勢時代」，包括：1970年代的瑞士、德國和北歐，1980年代的日本，



亞洲真正出現「三大優勢時代」，但當資本和市場領導地位的轉移，很少是平穩過渡的。圖為上海浦東。

（資料圖片）

1990年代的美國，以及2000年後的商品生產國（澳洲、新西蘭、加拿大等）。在「三大優勢時代」，實際利率被壓低（因資金成本低企），加上貨幣升值，有如為內部消費和房地產提供了強大的順風。因此，投資者自然願意接受少量風險。

領導地位轉變 少有平穩過渡

但要謹記，當資本由一些較高風險的活動，轉移至較安全或較高回報的活動時，熊市就會出現。當然，這樣的資本和市場領導地位的轉移，很少是平穩過渡的。我認為，現時有四大問題，是投資者必須問問自己的。

一、歐元和歐元區的未來會怎樣？

我經常都強調，歐元的主要挑戰，並不是歐元區國家債務增加的問題。債務增加，只是一個更大的問題的病徵。那就是，兩批成員國之間的生產力和競爭力的差距愈來愈大。一批是「啤酒消耗國」，如德國、奧地利、瑞士和北歐國家；另一批是「紅酒生產國」，如法國、意大利、西班牙、葡萄牙等。

這種差距現時已發展成希臘的預算赤字危機，看來並無明顯的經濟方法可以將之解決。相反，看來只有政治性的解決方法——由較富有的國家向較貧窮的國家提供大事及持續的經濟援助。

若非如此，歐元區的問題可能會繼續惡化，不同國家的息差會擴闊，直至某些弱國因為到期不能還款，而被迫進行債務重組。而這種債務重組，亦有分成對投資者「友善」的（如2003年的烏拉圭債務危機），以及對投資者不利的（如阿根廷的債務危機）。

二、長期利率的走勢會怎樣？

我認為，美國經濟復蘇的信號，要比美國政府預期中強勁。加上預算赤字高企，以及現時的短期利

率正處於不正常的低水平，將會引致聯儲局中的鷹派要求加息。在這種呼聲之下，長期利率將很難不會上升。

三、新興市場的通脹問題，會否比一般想像中嚴重？

有一些迹象顯示，中國的通脹可能會在短期內引致問題。在印度、巴西等，亦有同樣的憂慮。通脹上升，會否引致亞洲貨幣升值得更快？

四、中國是否面臨「破產」？

這已成為近期新鮮滾熱辣的課題。我近期與客戶開會，幾乎每次都會被問及這問題。我必須承認，人們對中國隱憂的關注，已經出乎我的意料。其實，當歐洲出現債務危機時，我預期大部分客戶都會詢問有關歐洲的問題。

幸運地，有關「中國破產」的理據通常都是大同小異的，都是說，中國是一個這麼可怕的資本消耗者，注定會在短期內垮掉。我認為，這個理據沒有考慮到為何中國可以這麼長時間的消耗資本。我的看法是，中國勞工生產力的改善以及龐大的人口，抵消了中國資本生產力的疲弱。

中國勞動力龐大 不易垮台

而且，愈來愈明顯，中國較有前瞻性的政策制定者，如人民銀行行長周小川、中國銀監會主席劉明康，都正在嘗試改變他們原來的金融自由化計劃。當然，這些改革亦有可能失敗。但是，在現階段就打賭這些改革失敗，未免太早。中國的金融自由化計劃意味着，中國仍然處於資產負債表的擴充期。

我認為，上述4個問題的答案，將會是未來幾個月金融市場的主要驅動力。不幸地，4個是非題的答案也有16個可能的組合，當中只有一個組合全中。但當然，如果投資理財是容易的話，這一行的薪酬就不會這麼優厚了。

（B0501）