

動盪市勿忘經濟強勁



國際視野

Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

「歐洲主義」的固有概念是，若其中一國跌倒了，聯盟中較富裕的成員國都會扶它一把。但隨着時間過去，德國對援助希臘的不情願愈來愈明顯，投資者才驚慌和沮喪地發現，原來所謂「歐洲一體化」已成為一個騙局！的確，歐元這個統一的歐洲貨幣，可以保護歐洲免受危機傷害的說法，已經徹底失信於人。相反，愈來愈多歐洲人認為，歐元不但不能保護歐洲，反而是目前危機的源頭！

這可能會產生惡性的政治反應，令極端的政黨興起。這亦會令歐元資產的風險溢價和波動性升高。在未來幾天，差不多所有歐元區金融資產的風險和回報，都必須被重估，相信這是難以避免。而對投資者來說，具挑戰性的是，重估風險的關鍵之一就是德國的政治決定，但其可預見性卻非常有限。

資產風險重估 關鍵在德國

這還不止，在美國，美國證券及交易委員會正全力對華爾街展開攻勢，將高盛集團告上法庭這一著，就含有高度的政治意義。至於中國政府，則加大了收緊銀根的力度。總而言之，從宏觀和政策觀點來看，今個月將不會平靜。

但亦有一項叫人驚喜的東西——儘管有這些不利因素，環球股市的表現已算是令人意外地好。World MSCI指數上月只微跌了0.5%，標準普爾指數更有1.9%的升幅。在宏觀環境最差的歐洲，德國DAX指數上月跌了1.1%；而日本的TOPIX指數則僅僅微跌0.1%。怎樣解釋這眾多股市的活力？

4因素保住環球股市

一、金融市場已大為去槓桿化。金融市場現時的槓桿化程度，已經和2007年、2008年相距甚遠。經過2008年被嚇呆後，投資銀行已經不是大規模的市場參與者，對沖基金亦不願再承受它們以往習慣的那種高風險行為。傳染效應大大減少，市場已重新回到有效以價格表達風險的情形。

二、美國的經濟數據強勁。美國經濟正在十分快速地復蘇。反映中西部製造業情況的芝加哥供應管理協會(ISM)的採購經理指數，已經連續幾個月維持在60上下的水平；美國的領先經濟指標亦回復到最高峰



儘管不利因素不少，環球股市的表現已算是令人意外地好，World MSCI指數上月只微跌了0.5%，標準普爾指數更有1.9%的升幅。圖為美國紐約股票交易所。（資料圖片）

時……。美國經濟加快復蘇，對全球經濟和全球股市來說，都是好消息。

三、企業盈利和併購。從企業這麼快就能適應來說，這次經濟衰退可說是獨一無二的。因為採用了激烈的削減成本方法，大部分公司都能夠維持到盈利。世事永遠都是這樣，一旦需求重新出現，企業盈利就非常強勁。

去年第四季，美國的企業盈利按年上升30%，這是自從1983年以來的最大升幅。以第一季來看，美國的企業盈利還會繼續上升。同時，惠普(HP)日前宣布收購Palm提醒了我們，併購活動正在升溫。這對於股市來說，是另一股順風。

四、歐洲貨幣聯盟(EMU)的危機，意味其他地方的債券孳息率會下跌。因為看到歐豬5國(PIGS)的債務危機，投資者正將愈來愈多的債券投資，由較弱的主權國家，轉移至較安全的國家。於是，這就會令美國、德國、日本、瑞典等國家的長債孳息率下跌。債券孳息率下跌，上市公司減少了利息支出，應有助

盈利上升，換言之有利這些國家的股市。

歐洲危機 其他國家反受惠

而且，希臘的債務危機令中央銀行不敢犯錯，可能會維持低利率較長的時間。例如，上星期市場還估計，在11月之前，美國的聯邦基金利率會有70%機會上升0.5厘。但因為希臘的債務危機惡化，市場現時估計，在11月之前，美國提高聯邦基金利率0.5厘的機會，只有52%。

然而，除了周期性因素之外，還有一種結構性的力量可能有助解釋現時的牛市——我們不會再像以往般錯配分配資金。大概美國人不再浪費金錢，在佛羅里達州和亞利桑那州建築空置的獨立屋。這應視為好消息，以及是現時的牛市的驅動力之一。

若希臘的債務危機意味着，一個國家連年維持龐大的財政預算赤字，最終都會出事，那歐洲現時所做的雖然是痛苦，但或許正是為幾年後一個更壯麗的牛市打下基礎。