

升市中三大風險與對策

國際
視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

股市在9月份的強勁表現總是難以接續。MSCI國際指數上月上升了9%，好幾個新興市場現正創出新高。全球投資者重新願意承受風險，引致大量資金流入新興市場，巴西、菲律賓和韓國等地十分關注量化寬鬆，擔心資產價格上漲帶來的風險。澳元急速回升已經令澳洲儲備銀行推遲加息。在二戰以來最強的9月份以後，環球股市還有什麼上升動力？

歐洲經濟 南弱北強料持續

1. 更進取的手段要求人民幣的幣值重估？即使在美國愈來愈強的政治壓力下，北京方面沒有什麼迹象要改變循序漸進升值的方向。中方現階段更重要的，可能是抑制國內物業市場的投機炒作，同時又不會影響經濟增長。一般的言論仍然認為人民幣大幅升值只會



正當外界注視聯儲局是否維持低息，日央行突宣布強而有力的量化寬鬆政策。圖為日本東京街頭。（法新社）

吸引資金流入當地資產，從而令情況更加惡劣。所以應預期人民幣繼續緩慢升值至6.5元人民幣對1美元。

2. 歐洲傳來好消息？現階段歐洲的狀況非常清楚。正如本人早前所指出，北歐經濟迅速增長而南歐急劇下滑。

現時無理由相信分歧的增長情況會完結，反而應該問會否引致股市走勢會更走極端。

3. 美國的量化寬鬆？聯儲局願意量化寬鬆的態度，是風險資產9月上升（及美元下跌）的一個主要推動力。今日大部分的投資者都預期聯儲局有新一輪量化寬鬆，所以美元才跌得那麼急。

4. 日本的量化寬鬆？有趣的是，正當所有眼睛都望着聯儲局時，日本央行突然宣布強而有力的量化寬鬆政策，包括：（i）將日本的政策利率由0.1厘削減至0至0.1厘；（ii）承諾通過擴大資產負債表至少5萬億日圓，去買入日本政府債券及其他資產來增加流通量。

美逼人幣升值 難觸發貿易戰

今年夏天我們在堅持對美國經濟積極看法時，收到客戶激烈的反彈。但到現在，投資者確無可否認在回歸風險資產，當然這得靠三大經濟體中至少兩個的金融權力機構（即聯儲局和日本央行）大力協助。所以當股票市場估值仍然非常吸引、發展中國家的經濟繁榮增長以及經合組織範圍內的經濟穩定下來的時候，以及各國中央銀行明顯地要增加流動性的時候，投資者要面對的問題是：有什麼情況會出岔子（以及如何未雨綢繆）？

風險一：當風險資產大幅上升，商品價格屢創新高，新股不雀亂飛時，聯儲局可能採取觀望態度，再而推出一個令人失望的小型量化寬鬆。這樣，美元會急劇反彈，同時債市會出現拋售。在匯市和固定收入市場的大幅波動下，股市難以獨善其身。幸好，有很

多方法對沖這方面的風險，例如買入美元認購期權、買入亞洲股市的波幅，沽售日本政府短債或者建立日本銀行或出口企業的長倉。

風險二：當對中國匯率政策的不滿與日俱增時，全球可能會爆發貿易戰。話雖如此，我相信這威脅被煽情的傳媒誇大了，美國國會最近的行動最多不過是擺姿態。無論如何，對沖這方面的風險的方法是建立美元短倉，因為美元是國際貿易使用的貨幣。如國際貿易好像2008年般萎縮，美元的需求會跟隨下跌，雖然我們認為這風險的機會不大。比較可能的是人民幣繼續升值，令到全球通縮的壓力減輕。

美元恐超賣 宜加大已發展市場投資

風險三：快將到來的美國第3季業績期會令人失望，特別是比起之前的幾個季度而言。因為美國公司應該受到弱美元及低勞工成本的保護，我們認為這風險出現機會不大。

事實上，美國僱員的工時自1980年代初以來，都未試過像現在那麼長，公司似乎盡可能壓榨它們的僱員。將低資金成本、強勁需求、低存貨加起來。可以拖低企業利潤的因素只有亞洲的勞工成本上升和商品價格上升。如此一來，令人失望的盈利只會是個別的情況而非整體方向。

這樣的話，股票之間差別會比起過去幾年大。這對於大部分依靠選股技巧的基金來說是好事，因為他們不需要只靠買入賣出的時機去決定回報。總括來說，現在最大的風險是第一個，即是被超賣、低估的美元急劇反彈。所以，我相信現在應該降低新興市場和商品的比重，轉移重新留意已發展的市場如美、日、韓、德或者瑞典。