

G7 國債價急瀉 投資新形勢乍現

國際
視野Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

經濟學家對歐元制度能否度過今次危機存有頗大的分歧。最近，歐洲各地政府也有不同的意見，突顯各國間的矛盾。此前，整個歐洲各國領導人至少嘗試表現出大家站在同一陣線的立場，但現在他們都在互相推諉這不是自己的問題。德國總理默克爾（Merkel）及歐元集團主席容克（Juncker）就是否需要發行統一歐元區債券的問題上出現爭議；國際貨幣基金組織（IMF）就批評歐洲以零碎的方式應對每一次危機；歐盟就把責任推到歐洲央行，而歐洲央行故步自封，聲稱所做的已超出自己範圍。因此，這一切的混亂，導致「歐豬國」（PIIGS）國債孳息率不斷攀升。

處於這戲劇化的局勢，德國的國債亦遭到大手拋售。孳息率上升是反映德國對其他歐洲國家的承諾增加了德債投資的危險性嗎？還是與美國國債孳息率持續急升的原因一樣：因為美國經濟增長帶來驚喜，同樣地歐洲北部經濟向好（最近的例子：德國10月份工廠訂單按年增長17.9%，按月上升1.6%）。不過，這對歐洲現時的狀況是好還是悲呢？

信息上揚 歐豬國百上加斤

一方面，今天歐洲危機的國際環境較諸雷曼爆發的環球氣候沒有那麼凶險，當時雷曼兄弟倒閉，銀行深陷困局，各國政府不穩，全球貿易大跌。如今企業資產負債表充滿現金，全球經濟增長正在擴張，財務槓桿大大降低。只要投資者擺



作者指出，歐洲各國對今次經濟危機有不同意見，德國總理默克爾及歐元集團主席容克就是否需要發行統一歐元區債券的問題上出現爭議。圖右為歐元集團主席容克，左為歐洲央行行長特里謝。

（新華社）

脫歐洲政治危機困擾，將焦點放在亮點上，如美國及新興市場，全球股市高漲，商品重拾動力及債券收益率不斷上升。

然而，若果資金成本繼續恢復常態，債券孳息率上升，這對歐洲來說會否是駱駝背上的另一根稻草，即加劇其負擔呢？到最後，債息上升，恐慌繼續支配着歐豬債券，我們可能會見到歐洲利差穩定，但絕對息率上升，這對歐洲內陷於經濟衰退的國家肯定不是好事。

此外，近期經濟合作開發組織（OECD）政府債券市場出現的拋售也令人關注。雖然大家可能質疑這些政府債券被嚴重地高估，但選擇在歐洲問題仍未得到解決時拋售，卻是令人感到意外。為什麼所有政府債券在市場風險胃納降低時遭到拋售？最簡單的解釋是相信雙底衰退的人正在投降，因為北歐和美國的數據反映經濟正步向擴張。國債價格下跌的趨勢在年底前可能持續，押注長債的投資者可能由贏家變成輸家，更少的投資者願意在組合內繼續持有國債。

新興市場嚴防資產泡沫 投資價值降

另一個解釋是，市場意識到美國和德國將繼續實施寬鬆政策（例如，奧巴馬延長減稅），直至經濟全面復蘇。當有這種想法時，為什麼還要投資長債？

無論是什麼原因，面對歐債危機，G7國債仍遭拋售，是一個非常強烈的信號，即投資環境正出現變化。如果債券市場是顯示美國正逐漸轉佳，那麼我們可以期望以下事情發生：

（1）新興市場跑輸大市：過去1年大量資金流入新興市場，因這是唯一具增長的地方，投資者願意為增長付出溢價。事實上，儘管新興市場央行已經進行緊縮政策，發達市場央行仍在增加流動性上火上加油，但現時新興市場的估值仍相對於已發展市場有溢價。按估值和流動性狀況，今天新興市場的愛好者正在賭博新興市場及已發展市場的純利及收入增長差距將繼續擴大。若果這願境最終沒有發生，取而代之是差距縮小，屆時投資者將開始懷疑自己為什麼在政府明顯抑制資產價格上升的地區，以高價購入股票。

棄新興市場 轉投美日韓台股

（2）美元回勇：美元疲弱的部分原因是大家相信聯儲局將永無休止地印鈔，即使印鈔不會產生任何作用。不過，當經濟開始出現增長，這個想法就會改變，市場將會開始預計聯儲局政策趨向正常化。目前製造業表現強勁，銀行貸款溫和回升，債券孳息率急升，而未來只需要少許良好的就業數據支持，美元將飛升。

（3）若日本與環球息差開始擴大，日圓應該顯著地回落，屆時日本大型出口股應該有不俗表現。不過，也要留意這是一個假象（如今年第1季度，當息差擴大，日圓轉弱，日股大幅跑贏其他股市），或是一個新趨勢開始？

若國債市場持續下滑，將顯示大家是時候持有美國、日本、韓國（雖然對朝鮮局勢應保持警覺）和台灣股票，換言之，現在是時間更集中於已發展市場。

港官員監管資金 要緊貼市場

關心
你財

城安

shingon.mingpao@gmail.com

雖然上周美股標普500指數趁着延長減稅措施及利好數據而攀上兩年高位，港股卻因內地將加息的傳聞而反覆下跌，國企指數更跌至逾兩個月的低位。國企指數在10月底原是約13150點，但某美資大行在11月初指港股將受惠於美國的QE2熱錢，牽動國企指數急升至11日的約14100點高位，然後於12日該大行又出電郵唱淡國企股份，再遇上內地公布一連串的調控經濟措施，上周五國企指數便一度見過約12500點的低位，這趟波幅造就不少財富轉移。

美退休基金流出債市 多買美股

城安覺得，兩地政府貨幣政策鬆緊及債市資金流向，是這一陣子美股與港股表現迥異的最好解釋。首先，美國在11月初公布QE2，碰上內地本已擔心通脹，又見大量熱錢於10月湧進內地，自不難重招頻頻地加息、加存款準備金率、管控信貸，以及以行政手段防止囤積商品抬價及非法熱錢流入。兩地政府着眼經濟，但其股市卻最直接或間接地受到其貨幣政策鬆緊的影響。另一方面，上周奧巴馬讓步延長稅務優惠，大增美國未來財赤的擔憂，導致資金流出長期美債。由於這些資金原先也只是保守地尋求每年約4厘的美元回報，估計大多是美國的本土退休基金，部分只會把錢轉進美股對沖通脹，不會沾手被定性為高風險的中國及新興市場。

對沖基金港設基地 目標乃大陸

上周議及的熱錢回港犯華話題繼續有新聞，首先是曾特首表示十分緊張國家的金融穩定，又相信企業交易結匯的背後都有實際貿易，並不存在熱錢從港犯華的問題。但另一邊廂中國官方於上周五公布嚴防熱錢措施，包括外匯管理局加強審查進出口貿易的憑證，國務院則刑事化嚴重擾亂市場秩序之徒，可見兩地官員對熱錢犯港犯華問題的看法大不相同。外匯管理局並列指個案，有企業以支付項目工程名義匯外資投資資金，然後轉投放於房產及借貸。

城安認為香港官員安坐自己的象牙塔內，往往說見不到有問題，或沒有數據就當沒事發生，與內地官員緊貼市場變化，不斷防範市場渾水摸魚，利用制度漏洞之徒，兩地監控市場的積極性相差太遠。另一例子是內地資金在過去18個月炒爆香港樓市，但曾特首去年話問題不大，今年初官員被問及有多少內地資金流進香港樓市，官員只能提供冰山一角的投資移民申報數字。其實，要樓宇買賣雙方申報背景十分容易，但香港卻沒有這個對房屋政策影響深遠的數據。

在熱錢回港犯華這事上，城安亦懷疑政府有否統計個人及企業每天的人民幣匯款總額，若果沒有的話，政府說什麼緊張國家金融穩定是空口說白話。確然，對沖基金在香港沒有10萬億港元的資產，但一眾對沖基金在香港建立基地，為的亦離不開找尋中港金融機制上的失衡點或漏洞，派遣要員坐陣索取獨家消息，或安排推波助瀾影響市場，出盡法寶製造賺錢機會。香港要做的是中國開放金融體系過程中的踏腳石，而不是對沖基金想趁這個過程牟利的橋頭堡！

（筆者為證監會持牌人士）