

資金撤走 新興市場問題暴露

退潮中看誰在「裸泳」

國際
視野

Pierre Gave

GaveKal亞洲區研究部主管

德國央行行長韋伯 (Axel Weber) 突然退出角逐歐洲央行 (ECB) 行長的職位，並將於4月底離職；美國聯儲局理事會成員 Kevin Warsh 將於3月底卸任，令外界想像這些權力機構之內的爭論已相當白熱化。經過兩年的激進行動，即使最不偏不倚，和最不受情緒影響的觀察者也會覺得留下以下兩件燙手山芋：

美國留下兩件燙手山芋

一、隨着商品價格繼續上升，人們開始質疑，升幅中有多少是因為結構性因素（如新興市場需求上升），有多少是因為意外（如澳洲水浸、中國大旱等），又有多少是美國聯儲局過分寬鬆的貨幣政策的結果？

美國聯儲局的貨幣政策「無心插柳」，加上那些將食物轉化成能源的白癡政策，已開始令全世界掀起波瀾。聯儲局主席伯南克在最近的發言中強調，對於新興市場來說，商品價格上升確是一個要處理的問題，因為原料價格上升可能會引致政局不穩定。正如這次埃及革命所顯示，一些本來是設計來保護美國利益的政策（如寬鬆貨幣、乙醇補貼），卻可能會「無心插柳」地引發地緣政治變數，最終損害到美國的利益。

二、大多數觀察家都同意，美國現行政策的組合是有点不自然的——當全球經濟增長已經回升至高於其

長期平均數時，仍然維持着超級寬鬆的貨幣政策和財政政策。當然，作為中央銀行行長，伯南克可以爭辯說，當有需要時，貨幣政策可以快速收緊。

但是，歷史經驗顯示，財政預算不可以轉得那麼快。即使在最理想的情形，財政預算若要轉軚，其靈活程度也只是好像一艘航空母艦。更令人憂慮的是，貨幣政策刺激加上財政刺激可能會造成倚賴關係，長期下來，就會變成桀驕不馴和難以管理。

美收緊財政政策 對股市衝擊大

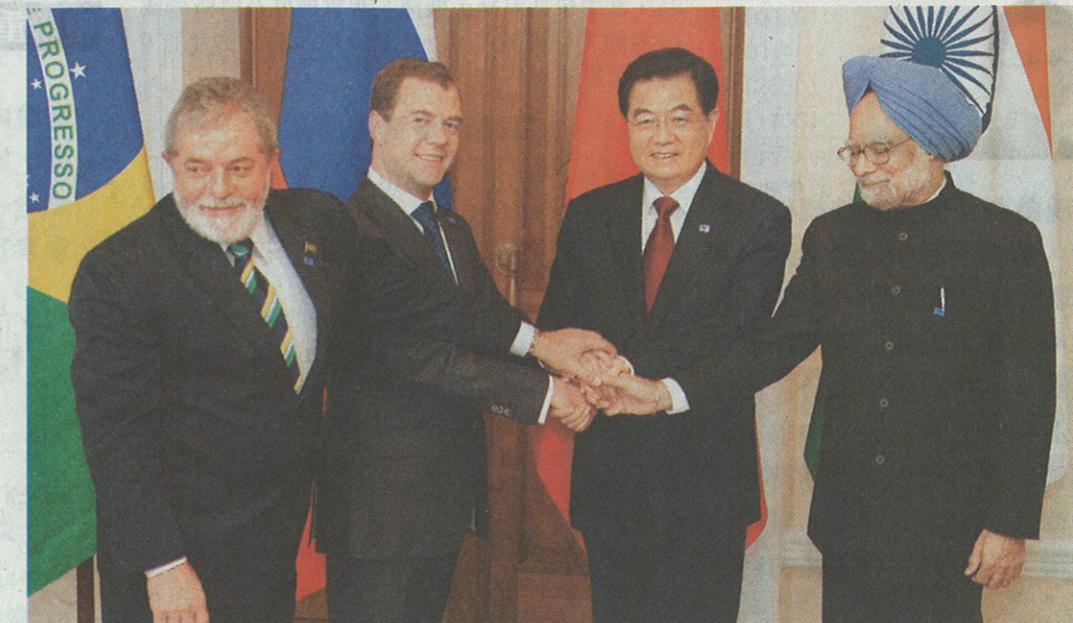
基於以上原因，在未來幾個月，美國的財政政策收緊與否，將成為影響股市表現的其中一股主要力量。若財政預算不緊縮一點，美元的幣值可能會繼續偏軟，美國長債的孳息率則會繼續上升（我們懷疑，當伯南克推出第二輪量化寬鬆措施 (QE2) 時，他有否預料到，美國長債的孳息率會在3個月內上升了1.2厘）。然而，若共和黨能夠言行合一，兌現它的競選承諾，總統奧巴馬對過度花費發些火，那經濟環境可能會變得健康得多——在這環境下，美元是可以升值的，商品價格就會歇一歇，全球各地的經濟增長率則不會好像去年那麼極端。若我們真的趨向一個游資偏向抽緊的環境，那意味着什麼？

股神巴菲特眾多精闢語錄之中，有一句是將收緊游資的環境比喻成潮退的海灘。這個比喻再一次證實了是正確的，這次是在亞洲——隨着熱錢的潮汐退卻，我們可以看到誰人在「裸泳」。

資金充裕時「殘車」也能開動

的確，由聖誕前開始的印度小額信貸提供者收緊貸款，現在已經演變成愈來愈多亞洲公司發現了或盛傳發現了「會計違規行為」(Accounting Irregularities)，由較小的中國森林 (0930)，到印度最大房地產開發商 DB Realty、基礎建設大擘 Reliance Infrastructure 都有。

這提醒了我們，當經濟蓬勃增長，以及通脹上升



股神巴菲特曾以退潮的海灘形容游資退卻，這好比目前發展中國家的情況：隨着熱錢潮退，便看到誰人在「裸泳」。近日不斷有亞洲公司被揭發違規問題，這固然是亞洲等新興股市現時要面對的。圖為新興國家「金磚四國」領導人。

(資料圖片)

時，系統會有一些過剩的資金，如潤滑劑一樣，幫助那些要大量汽油才能推動的殘車也能開動。

這固然是亞洲股市現時面對的問題。僅僅在一年前，全世界的中央銀行都在瘋狂的印銀紙，包括亞洲。同時，當時外國投資者都是一窩蜂的湧入新興市場，因為那時只有新興市場才有增長。

但是，僅僅12個月，已出現了戲劇性的變化。快速上升的通脹迫使新興市場的中央銀行要收緊貨幣政策，歐洲或北美的投資者亦不需要走上半個地球來尋找增長的地區。因此，發達國家的股市近來跑贏了發展中國家，但問題是，這會維持多久？

新興國重新跑出 視乎通脹

發達國家的股市之跑贏發展中國家，一來是因為它們本身有增長，二來是因為發展中國家的通脹高企。要令發達國家的股市不再跑贏，除非是這兩個因素不

再存在。但現時看來，經濟合作及發展組織 (OECD) 成員國的經濟出現大逆轉的機會很微。因此，發展中國家的股市要重新跑贏，就一定要先扭轉它們國內的通脹。

現時看來，這個前景比較暗淡。例如，上星期本港媒體就報道了兩宗新聞：

- 中國有8個省出現了200年來罕見的大旱，而這8個省在冬季的小麥產量一向佔全國的80%。因為失收，內地的小麥價格為之急升；

- 珠三角的廠商很難請到工人，不得不大幅提高工資，才能吸引到外省民工。因此，至少在短期內，中國都很難把通脹壓得很低。

不過，在6至9個月之後，因為去年下半年的基數較高，加上貨幣和游資環境整體收緊，通脹將會開始放緩。若這一預測正確，現時呆滯的新興市場股市屆時就有可能迎來新一輪的高增長。