

市場走勢開始聽命聯儲局



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵：louis@gavekal.com

第一個可能的解釋是，亞洲股市陷入現時的流通性緊縮情形，是因為之前確實升得過高（特別是中國和印度的股市，乃過去一季「傷亡」最慘重的其中兩個股市）。但是，這不能解釋，為何十分便宜的日本股市過去一季也要下跌。

第二個可能的解釋是，亞洲股市是不成比例地受到商品價格上升的影響。畢竟，亞洲國家經濟增長對於原材料的倚賴程度，是遠遠高出經濟合作與發展組織（OECD）的成員國。商品價格近期急升，本身就正開始蠶食亞洲企業的邊際利潤。這個解釋看來較有根據，因為其他新興市場，如巴西、中東等的股市，都沒有出現這種拋售潮（巴西和中東都有較豐富的資源）。

第三個可能的解釋是，在美國，政府方面採取了大量措施來放鬆銀根（包括多次減息等），希望能停止股市再大瀉；但在亞洲，卻因為通脹問題，令政府不能採取放鬆銀根的政策。事實上，在剛剛過去的中國人大會議上，中國總理溫家寶就表明，控制物價上升、壓抑通脹，是今年政府最優先的工作。這意味着，大多數亞洲國家今年的貨幣政策也會從緊。

這令我想起華爾街兩句最古老但亦最可靠的金句：「不要和聯儲局對着幹，也不要和市場對着幹。」緊緊遵從這兩句座右銘的交易員，通常都不會看錯市。

聯儲局跟市場走勢一度背馳

但是，若這兩句「神聖不可侵犯」的座右銘之間本身就有矛盾，那如何是好？這就是過去兩個月，華爾街和其他地方股市面對的兩難。

在1月中，已很明顯美國聯儲局會不設限地減息，以及盡一切可能手段，來避免資產價格大瀉。因此，由那時起，相信熊市論的交易員，其實已經是故意挑戰上述的華爾街金句——和聯儲局對着幹。

事實上，我很多相信熊市論的朋友都太驕傲和太自負，猶如剛入伍出發去打仗的新兵般。他們高呼聯儲局是紙老虎，說它的「利率武器」已經喪失以前的威力。可憐的聯儲局主席伯南克就像拿着水槍一樣無助，這時和聯儲局對着幹不再是危險的遊戲，反而是極有趣的活動。

伯南克持「水槍」無力駕御市場

直至上星期之前，遵從上述第二句華爾街金句的交易員，仍然覺得和聯儲局對着幹特別容易獲利。在所有主要股



▲自出現貝爾斯登事件之後，股票、信貸、油價、金價和美元等眾多趨勢好像開始逆轉。若這情形能維持多一會，聯儲局和大市走勢就會變回一致。（資料圖片）

◀為挽救美國疲弱經濟，聯儲局已多番大幅度的減息，以及盡一切可能手段，來避免資產價格大瀉。因此由那時起，相信熊市論的交易員，其實已經是故意挑戰華爾街金句——和聯儲局對着幹。（資料圖片）

市，「看風駛輦」、跟着升跌趨勢或者「動力買賣策略」來做買賣，今年都可以獲利，不論是買債券、黃金和商品的價格上升，還是買美元、信貸和金融股下跌的趨勢。

這些趨勢大多數都是同時挑戰貨幣政策和基本經濟因素的。例如，儘管全球經濟放緩，商品和黃金價格卻繼續上升；儘管聯儲局多番努力令孳息曲線陡峭，債券孳息卻在下落；儘管大多數投資者越來越擔心歐元和英鎊已升至見頂，美元匯價卻繼續下跌；最優質債券信貸息差繼續擴大，儘管無人相信它所反映的逾期還款率會出現。

油金商品狂瀉是先兆

當那些曲線圖的走勢都是向上時，人們都不太花心機去思考，貨幣、商品、信貸的強勁技術走勢，與驅動它們價格上升的基本因素愈來愈背道而馳。不理會基本因素的原

因是，技術分析似乎已可看到所有趨勢。然而，在過去幾個星期，我留意到氣氛有些微妙的變化。當很多客戶和朋友繼續買入黃金和石油，沽出美元，或者是賭信貸息差會進一步拉闊（特別是金融機構的）而獲利甚豐時，更多的人開始變得緊張。

我不斷見到一些投資者，他們相信已到了時候要買入美元而沽出歐元、石油和黃金，或者打賭信貸最優質的機構不會出現拖欠債務。可是，即使在持有這些觀點兼且信念堅定的投資者當中，也很少人有勇氣和有財政資源與強勁的趨勢對賭。

我一再、再而三地聽到有關不要手捉下跌中的利刀甚或電鋸等陳腔濫調。客戶常常會抱怨追加孳展及按市價計值（Mark to Market）的制度，令資產價格更波動、搞亂經濟的趨勢難以逆轉。當然，在金融危機中，這種惡性循環

是相當典型的。它們通常都會這樣結束。一個大玩家入場，由於它不是借孳展，沒有隨時「撲水」以補回資產減值的煩惱，所以能開始和大市的走勢對着幹。在最嚴重的危機中，這個大玩家通常都是中央銀行或政府機關。如果這個和大市走勢對着幹的大玩家顯示出有獲勝的機會，市場上大批擔心和信念開始動搖的投資者亦會很快轉軌。

貝爾斯登事件令形勢逆轉

這就是1月中以來，聯儲局採取的措施所希望做到的效果。而在過去的一星期，聯儲局的努力終於顯示出有獲勝的機會。我相信，這就是貝爾斯登事件之後，股票、信貸、油價、金價和美元等眾多趨勢好像逆轉的原因。若這情形能維持多一會，聯儲局和大市走勢就會變回一致。而決定和聯儲局對着幹的投資者，亦會變成跟市場對着幹。