

歐洲5重憂慮或困擾股市

國際 視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

近日我和公司同事跟環球證券市場的客戶討論股市走勢，普遍認為「增風險/減風險」的時期已經告一段落，暫時不會出現股市急跌 15% 之後又強勁反彈。畢竟我們看到環球經濟開始健康增長，市場活力開始回升。現在每個星期都可以聽到大宗的企業兼併，各國央行似乎都開始冒險用最非常規的方式刺激增長。毋庸贅述，當前有很多理由令我們對市場感到樂觀。不過，若回顧 2011 和 2012 年環球經濟倒退，我們應該緊記，有兩件事合力觸發股市崩盤：量化寬鬆政策結束，以及歐洲傳出不利消息。

聯儲局最新公布的會議紀錄顯示對 QE 繼續實施的憂慮。隨着 QE 令美國政府的資產負債表規模逐漸變大，救市可能引發聯儲局損失。誠然，任何一個希望保持獨立性的央行，都不會願意被美國國債完全牽着鼻子走（儘管聯儲局的損失可以遞延，但最終仍被記為國債收入的損失）。這個簡單的事實也許可以解釋為什麼聯儲局公開市場委員會裏的鴿派人士要求叫停 QE。

法國經濟前景悲觀

但暫且不論聯儲局打算何時結束 QE，當前的金融市場更關注歐洲日漸惡化的狀況。最近，我們觀察到以下幾個現象：

1. 法國外交部長法比尤斯預計今年法國經濟僅微升 0.2%。4 個月前公布的法國預算案仍假設今年增長率可達 1.2%，財政部亦維持 0.8% 的預測，顯然與法比尤斯的悲觀說法有衝突。或許法比尤斯在布魯塞

爾收到風，目前歐盟委員會為對法國經濟增長預測僅 0.1%。

2. 1 月歐洲汽車市場銷情慘淡，這可能令法比尤斯大幅調低經濟預測。整個歐洲地區，僅英國錄得 11.5% 的按年增幅。西班牙、法國和意大利的銷量分別按年跌 9.6%，15.1% 和 17.6%。北歐的情況也不妙，芬蘭和荷蘭分別下跌 28% 和 31.2%。作為最大的汽車市場，德國也難逃厄運，錄得 8.6% 的跌幅。

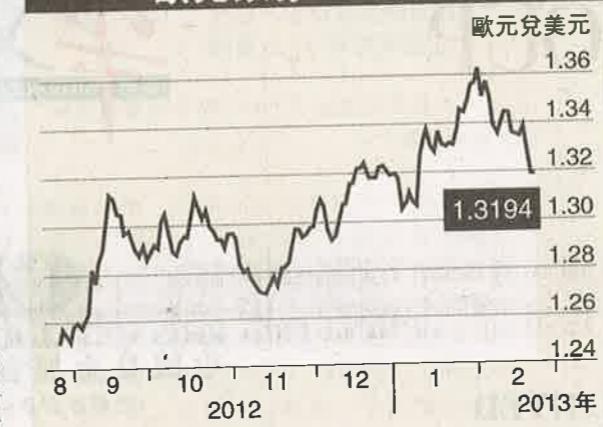
意大利選舉衝擊

3. 意大利還要面臨「選舉後衝擊」。國會大選最新民調顯示，「可信的」總理蒙蒂排在中左聯盟的貝爾薩尼、前總理貝盧斯科尼和前喜劇演員格里洛之後。如果意大利的貨幣（即歐元）繼續維持估值過高，很難相信這支政治雜牌軍，有能力推行急須動手的勞動市場和財政開支改革。如果蒙蒂的威信被打擊得所剩無幾，那麼德國和歐盟重新跟一個專業政府努力的機會便會很低。截至發稿前，意大利選舉結果還沒公布，但初步顯示競爭激烈，鹿死誰手仍難判斷。

4. 關於歐元估值過高的問題，我們的客戶都留意到日圓相對歐元在過去六個月貶值 20%。但歐元仍繼續走強，不僅相對於所有亞洲貨幣持續升值，在同一時期，兌英鎊亦升值 10%。針對目前歐盟國家的內部增長乏力，南歐國家急需增加海外收入，沒有人會希望歐元升值。它令歐洲企業陷入困境：在營運方面，亞洲的生產商，尤其是日本生產商，受惠於歐元升值，貿易競爭力加強；在融資方面，英國資產和服務較以往便宜了 10%。因此當歐元更貴，歐洲資產和經濟活動都將受壓。

5. 上周，西班牙頒布一條新法令，若發債成本比西班牙國債高 1 壓，西班牙地方政府不可自行發債融資，該法令受到市場歡迎。這條法令是當成本差距

歐元跌穿 1.32 水平



明報製圖

過大，中央政府便會為地方借錢，並強迫地方政府重組開支計劃。

有趣的是，阿根廷曾發生類似事件，中央政府接管地方政府的債務，但最終中央政府自己破產。我們很有興趣看看這個不同地域矛盾重重的國家，如何在不製造重大政治紛爭的情況下，迫使地方政府收緊財政開支。

美 QE 仍是最大問號

上述這些觀察並非意味我們認為股市準備走進熊市。畢竟目前的估值仍很吸引，歐洲以外的經濟增長仍強勁，各國央行也還沒有要收緊流動性的跡象。但是，2011 和 2012 年股市下行，都是因為聯儲局收緊量寬政策，以及歐洲持續惡化。現在，我們仍繼續聽到壞消息從歐洲傳出。最大的問號是，聯儲局是否願意將 QE 進行到底。