

4因素藏暗湧 離場放假最輕鬆



國際視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

回顧第2季，我們發覺，和我們交談過的投資者大部分都對什麼東西轉壞了大惑不解。表面上，歐洲央行已在5月間簽署了大幅放鬆銀根的政策，而歐洲各國的政府則同意採取緊縮的財政政策（以削減財赤），中國則接受人民幣升值（即使幅度只是輕微），照理整個氣氛都利好市場在6月初反彈，甚至可以一直延續至6月底。

但實際上，我們卻看到一個殘酷的拋售潮，將大部分指數的50天平均線，推至低於它們的200天平均線（這情形反映了投資者相當恐慌，上一次出現這情形，是雷曼兄弟事件發生後不久）。

無可否認，環球股市近日的表現是轉差。但同時，美國長債的孳息率已跌至3厘以下。換言之，在技術上，股市是不易再轉壞。

事實上，這提醒了我們，有些夏季是特別適合用來度假的。例如，1997年的夏季（亞洲金融風暴爆發）、1998年的夏季（俄羅斯的金融紊亂和美國LTCM長期資本爆煲事件）、2001年的夏季（彷彿預計911事件會發生）、2007年的夏季（次按危機爆發，聯儲局開始減息）、2008年的夏季（雷曼兄弟公司開始出現問題，引發拋售潮）。

先不理人們說9月和10月是最殘忍的月份，對於7月和8月，我們也要做好心理準備。因為，很明顯，我們正面對一批「兩面事件」，包括：

1 西班牙贖回國債

恐引發骨牌效應

這個夏天的最大事件，很可能就是看西班牙有沒有能力去贖回超過200億歐元的主權債務，以及西班牙一眾儲蓄銀行能否償還至少相若的債務。若市場能吸納西班牙現時發行的國債，那麼全世界的風險資產將可鬆一口氣。

相反，若西班牙被迫轉向歐盟或國際貨幣基金組織（IMF）的「特殊目的工具」（SPV）求助，要滿足它們的條件，那麼4月底、5月初出現的歐元大跌、歐洲貨幣聯盟（EMU）內的息差擴闊、風險資產價值快速縮水，便可能只是一次演習！不幸地，從近期的市場行為看來，後者發生的機會可能更大一點。



西班牙財長薩爾加多(Elena Salgado)曾開腔稱，希望歐央行關注西班牙銀行問題的需要。（資料圖片）

2 日本貨幣政策立場

首相傾向緊縮財政

自從2008年金融海嘯發生以來，最令人驚奇的其中一樣東西，就是日本央行的自我克制。當聯儲局、中國人民銀行、英倫銀行、歐洲央行都在大印銀紙時，日本央行卻按兵不動，日本的貨幣供應幾乎沒有增長過。於是乎，日圓升至高位，以貿易加權計算，已接近1995年神戶大地震之後的水平。

在按兵不動的背後，其實有日本財務省和日本央行之間的長期衝突。日本財務省認為，央行應該發行多些貨幣。但日本央行卻認為，政府應該減少開支。

有趣的是，日本新任首相菅直人上任幾個星期以來，似乎傾向推行更加緊縮的財政政策（增加消費稅、削減支出等）。那麼更加緊縮的財政政



日首相菅直人似乎傾向緊縮財政削減赤救經濟。（資料圖片）

策會否令日本央行有空間去放鬆貨幣政策呢？

若答案是肯定的話，當日本再次輸出資本時，市場將會強勁反彈。相反，若答案是否定的話，日本就可能再一次因為日圓過高、緊縮的財政政策和緊縮的貨幣政策，而陷入通縮的循環。

3 美國經濟數據

重燃「雙底衰退」恐慌

近幾個星期，美國發表的經濟數據大多數都令人失望，重新燃點了大家對「雙底衰退」以及聯儲局需要推出第2輪「量化寬鬆」措施

（QE2）的恐懼。很大程度上，這也是十年期的美國國庫券的孳息率跌至3厘以下的原因。聯儲局能否度過這關？抑或可以

在一些較好的經濟數據的支持下，將10年期美國國庫券的孳息率拉回到3.6厘至3.8厘？無可否認，這為今個夏天增加了一些不確定因素。



美國新一輪的經濟數據遜預期，6月份美國非農業部門失業率較上月下降0.2個百分點，但仍保持在9.5%的高位。圖為華盛頓的求職者正排隊找工作。（彭博）

4 中國匯率政策

匯改掛鈎問題受關注

中國最近宣布增加人民幣匯率彈性，受到市場歡迎。然而，希望很快就被關注代替。中國是否真的將人民幣與一籃子貨幣掛鈎？（換言之，人民幣兌美元是可升可跌。）人民幣的升值會否超越象徵式的每年3%？這是否足夠令中國愈來愈大的通脹壓力降溫？

我們的看法是，人民幣將來仍然會與美元掛鈎，升值將會十分溫和。但當然，未來幾個星期可以驗證這是否正確。

綜合以上各點，近期金融市場的低成交量、投資者不願冒險，就不太令人驚奇了。現時來說，在場外隔岸觀火，一定是最舒適的。



人民幣匯率增彈性獲市場歡迎。圖為總理溫家寶。（資料圖片）