

環球股市大調整 機多於危



國際視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

環球股市單月錄得雙位數字跌幅，其中5月份MSCI環球指數便下跌了10.6%，過去並不常見。各地的投資者正在審視，目前的調整是形成買入機會，抑或是更壞情形出現前之先兆？不過，美股上周五出現巨大的跌幅，反映投資者對於風險仍非常厭惡。

傳統理論告訴我們，股價是以經年的預期盈利回報扣減無風險利率（Risk Free Rate）所計算而來，並會隨着風險溢價所擺動。於過往1個月，被市場視為等同無風險利率的美國10年期債券回報明顯下跌，幅度由3.7%降至3.3%。換言之，近期股市下跌，可能是反映了投資者對於未來盈利出現疲弱的預期，亦可能是風險溢價大幅上升，不過，過去1個月幾乎所有經濟數據均出現令人驚喜的升幅，因此股市下跌很大可能繫於急速上升的風險溢價之上，當中有5項事件令到環球股市急挫。

股市勁挫 顯示投資者避險情緒高

一、中國內地的貨幣緊縮政策：由於內地通脹升溫加上房地產市場泡沫正在形成，年初至今，監管當局逐漸收緊貨幣政策，今年首季的房貸數字令政策力度進一步加強，不過調控力度最近已有所放緩。

二、市場對於歐債危機的恐懼：雖然南歐國家透過削減開支來減債，歐洲央行亦施以緩手以幫助財困國家渡過難關，但目前歐洲前景仍相當不穩定。

三、市場對於美國金融業監管方面產生憂慮：環球股市對於美國證交所起訴高盛的事件高度關注，相信美國金融業改革或成為經年的恐懼因素。

四、市場憂慮美國按揭貸款違約個案上升：於目前美國樓市周期以及低利率的情形來看，樓價應已見底，但仍要注意當地的住宅貸款違約比率仍在上升，此方面於未來數個月仍屬市場的憂慮因素。

五、地緣政治風險：伊朗及朝鮮局勢，於5月份促使地緣政治風險增加，但與此同時，美國派出超過200名內閣及官員訪華，雙方對話內容具建設性，令貿易保護主義的憂慮快速消退。

內地工資上調 推高通脹風險

毋庸置疑的是，上述5大市場憂慮均屬長期因素，短期來說，市場受到政策因素的影響更大。然而，目前環球主要國家的政策取向各異，於中國內地，物價上升的壓力是否較眼前的通脹數據更嚴重，看法亦存在分歧。過去18個月，資金氾濫並湧向經濟實體，形勢明顯。另一方面，雖然勞工市場緊絀的因素未有實質證據所支持，但這預示着未來數年內地將出現結構性通脹壓力。於未來12年，預期內地年輕工人進入勞工市場的人數下降幅度達到三分之一，工人的年齡結構，令到薪金相對勞動力的升幅，相比過去20年出現加劇的趨勢，因此，內地於未來12年將面對更大的通脹壓力。過去1周的多項新聞消息，亦令筆者進一步相信內地的高通脹風險。

(1) 7省政府開始將薪工及社會福利計入通脹，另外，即使4月份消費物價只按年上升2.8%，發改委仍指示多個地方政府向低收入家庭提供臨時性的食品補貼。對上一次內地政府提供食品補貼是於2008年4月，當時通脹數字連續3個月錄得8%以上，這反映了決策者憂慮近期壓抑資產價格的措施，將會推高消費物價，亦關注到這情形可能觸發民憤。

(2) 受到廣東省零部件廠房的罷工事件影響，中國本田暫停全國生產。事件觸發的原因是勞工要求加薪以及廣東省的外省勞工出現短缺，這反映到勞工市場緊絀之下，工人的議價能力正在上升，事實上，涉及上述罷工事件的工人亦獲得24%的薪金上調。另外，富士康（2038）上調



美股六月四日出現巨大的跌幅，反映投資者對於風險仍非常厭惡。圖為美國紐約交易所。

(路透社)

員工薪酬並增聘心理輔導員，同樣預示着勞工市場緊張形勢將於未來數年成為更大的事件，因勞工將爭取更高的薪酬及改善工作環境。

通脹壓力上升，解釋到人民銀行以及大部分亞洲區中央銀行不等候美國聯儲局的行動，便推行緊縮政策，亦反映到不同地區正面對不同的投資環境。於歐美，決策者正憂慮通縮，並致力維持短期利率於接近零水平，形成匯價偏

弱以及傾斜的孳息率曲線。與此同時，亞洲地區的政策展望卻大大不同，於短期內將出現匯率偏強及孳息率曲線趨平的現象。上述的政策偏差，將會導致不同風險的資產出現差天共地的表現。於貨幣偏強加上孳息率曲線趨平的情形下，大可增持長期債券、公用股、電訊股、消費股及穩定增長股。除非投資者認為本文提及的市場風險因素將會爆發，否則筆者認為，目前大市調整，呈現了吸納良機。