

## 《商報》專欄

### 資金去歐化 脫歐要沽歐股？

年年炒歐債有點悶？確實悶。但今年又爆出英國公投脫歐，數數手指，2010年至今年差不多年年爆大鑊都有歐洲份。好像QE一樣，大家都習慣了歐洲區內家嘈屋閉。如是者，一見到歐洲出事總有人會立即大叫沽歐洲，但可笑的是事實並不這樣。

自英國公投脫歐後至今大市算是平穩，起碼港股仍在兩萬點以上，一掃公投前的冧市憂慮。看看環球市場，歐洲確實跌得多一點，新興市場反而見到較強抗跌力，而這就令到市場有種看法：年內英國脫歐的後遺症仍在，歐洲資產無運行，資金將東來新興亞洲，港股抵買，亞洲股抵買。

上述講法是將新興市場看作英國脫歐下的避險資產。不過，在下一直都不支持這說法。看看圖一，筆者對比了VIX波幅指數與新興市場股票表現，由2010年至今每次VIX行大浪間（圖中黑色圓圈，VIX向上表示市場恐慌），幾乎每次都見到新興市場股市大跌，就算數到較小的VIX升浪（紫色圓圈），新興市場股市表現都好不到哪裡。總括而言，新興市場在大事爆煲間絕不是避險資產。



新興市場能避險之說十分可笑，以股市為例，新興市場股市P/E普遍較高主因其波動性較大並向來是熱錢聚居地，故在大牛市時往往能跑贏一眾市場，由此造成P/E較成熟市場為高的現象。正因如此，新興市場於大跌市時亦幾可肯定是重災區。新興市場能避險？反正筆者就不信了。

無可否認，過去幾週確見股市資金似由歐洲轉往亞洲等新興市場，但筆者回看過去幾年炒歐債期間，歐洲股市卻一直反覆向上，可見資金無懼歐豬脫歐的危機。反之，新

興市場股市表現十分呆滯，去年中更已跌穿多年來低位，似乎新興市場更難抵擋歐債危機的衝擊。

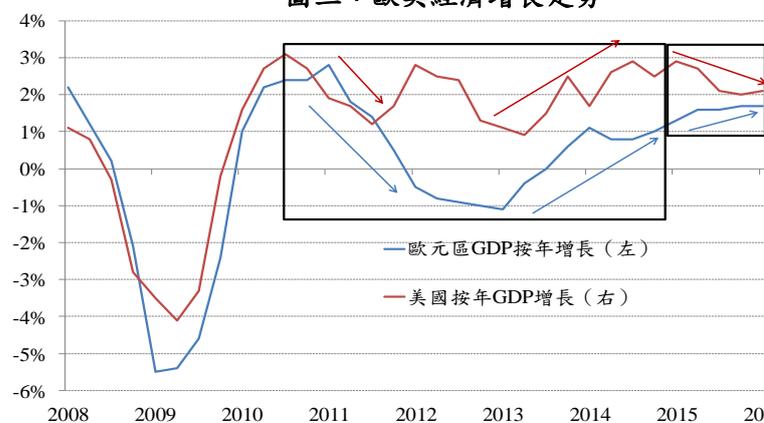
當然，歷史並無預測性，次次都可能發生不同情況。不過，現時形勢又頗似歐債危機的時間。姑勿論脫歐盟與脫歐元區哪一樣較大鑊，在英國脫歐公投後，其他歐盟國家如法國都有可能舉行脫歐公投，而荷蘭及葡萄牙在未來一年都會舉行大選，政治形勢與幾年前的希臘及意大利總理辭職來換取通過財政預算案有幾分相似，因為當時大家都怕財政緊縮政策過不了下會得不到援助而令其退出歐元區。所以，兩段時間的政治因素都主宰了大市去向。但大家很怕歐洲冧市嗎？是不跌反升呀。

圖二：歐洲與新興市場股市走勢



當時市場不怕歐豬脫歐，現在就怕有歐盟國家脫歐嗎？筆者不太相信。長遠而言，歐洲資金於英國公投脫歐後是否一定找新興市場避險將成疑問。筆者認為，資金終歸都看基本因素。圖三見到，近年歐洲經濟表現算是不錯。2010至2015年初，歐洲經濟按年增長大多與美國同向。但由2015年中後至今，美國經濟增長似乎已經向下，反之歐洲經濟逐步向上。所以，歐洲經濟很差嗎？不盡是。筆者早已估計英國脫歐應不會導致歐洲經濟全面下滑，如是者，歐洲資產市場仍有其價值。

圖三：歐美經濟增長走勢



劉振業  
環球金融市場部