

《商報》專欄

似97定07？ 大市等待反彈日

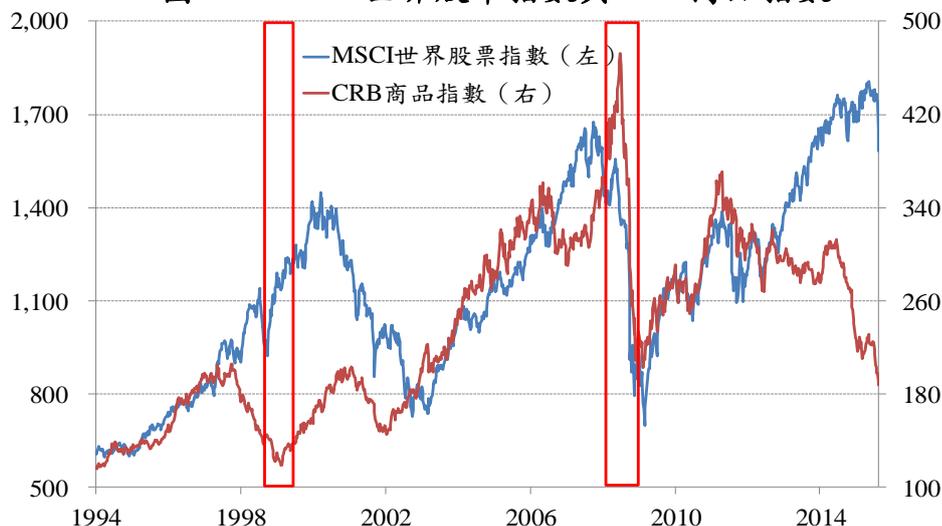
似97，又似07，究竟似哪一個「7」？幾個月前大家仍講大時代，幾個月後就變了金融風暴。大市反覆，實在難怪大家的看法轉來轉去。要看今輪是07翻版定只是一輪震倉有很多方法，今次筆者就以商品價格與股市來看看未來大形勢。

記得以前有位前輩跟在下講過：看市難，但看轉角市就不難。讀過金融的朋友都知分析市況不外乎兩大方法，一是看基本分析如P/E，二是觀察技術走勢。前者在早幾個星期前已經分析過，今輪就試試以技術角度看市況。

今輪股市大跌，確實有點驚嚇，速度快之餘跌得亦急。回顧過往幾年，大多數時候都只出現區域性的股市調整，最佳例子就是7月希債危機時，歐洲股市最受影響，但道指仍在17,500至18,000點浮沉，亞洲股市亦未受太大影響。但今輪有點不同，過去一個月歐美股同時大跌，新興市場亦急速插水，避險資產如日圓、黃金及美債全升，市場全面risk off，大洗倉市味道重。然而，當大家很恐懼之時，轉角市便偷偷來了。

今次筆者不是用技術超買或超賣來分析後市，而是用股市與商品市場中的關連比例，因為近來坊間常言油價及其他商品近月大跌反映環球經濟前景轉壞，拖累股市大跌，意指商品與股市同向，商品不濟下股市都無運行。但股市是否一定跟商品走呢？一時時，大時大節就是，在近廿年時間中，圖一見到，2002至2007年或2009至2010年的全球大升市以至2009年金融海嘯就是齊升齊跌。不過，廿多年來亦有部分時間見到兩者背馳，2012年起10月至今的股升商品跌就是好例子。

圖一：MSCI世界股市指數與CRB商品指數



另外，近年兩者背馳並不是個別事件，圖中見到1997至1999年間亞洲金融風暴亦見到同樣情況。那有什麼特別？看看圖二，全球股市與CRB商品指數的比例在近年商品持續走弱下已經上升至近廿年來高位。再拼拼圖，先前所講在1997至1999年股市與商品背馳間，圖二見到兩者比例同樣升至當期高位。往後走勢呢？圖中見到在兩者比例於1998年見頂後回落後，股市與商品一同再升，直至幾年後才齊齊真正見頂回落。如果大家是拼圖派的話，這個教材或許亦預示了今輪商品亦有機會已經見底，同時亦可能預示股市後市或不如市場所想的悲觀。不過，如果有朋友只愛看基本因素，你們便可能不太同意圖一及圖二的結論。

圖二：MSCI世界股市指數與CRB商品指數的比例



既然如此，不如看看有沒有基本因素能支持上圖出現的可能性。大家想想，要有危機出現，首先資產價格一定要夠高，若不然一眾淡友又怎會有油水？亦即是，金融危機通常出現在價格比均衡價格高出很多倍的時候。但現在呢？股市上，美股及部分歐洲與亞洲股市估值確實偏高，有被沽之險。但樓市呢？美國標普/Case-Shiller樓價指數現時只比金融海嘯前反彈了一半，歐洲樓市更不在話下，處於高位就只有亞洲地區。在歐美樓市都未處於瘋狂狀態下，1997或2007年金融風暴會再重現？暫時來講機會看似不大。

講完樓再講股，筆者亦覺得今次美股及部分歐洲股市這輪的跌浪還未跌完，因為無論在估值或技術角度上，P/E處於高水平及長期超買皆可令兩區股市出現較大調整。但話說回來，看圖派都已見到無論港股或美股皆已跌穿由2009年低位形成的長期上升軌，按道理應已陷入熊市。不過，看看圖三，以MSCI環球股票指數計算，上週低位就剛巧在長期升軌上。亦即是，技術上，以環球股市計，全球股市卻尚未跌入長期熊市。更何況，以P/E計，就算港股現時已跌穿由2009年形成的上升軌，但P/E僅9倍下，歷史上甚少見到股災會在此發生。

圖三：MSCI世界股市指數



總括而言，新興市場經濟確實面臨較大的回落風險，因為過往幾年無論股、樓、債都已累積大量升幅。但觀乎圖一至圖三，筆者打賭今輪跌市未至於是另一輪危機的開始，當中商品市場卻可能出現強勁反彈。大家可能仍然認為美國加息會導致資金流走新興市場而引爆金融危機，但聯儲局官員有那麼蠢嗎？他們會明不知不可為而為之？斷估他們今年只會象徵式地加一次息，然後大力聲稱往後仍會把息率維持在極低水平，甚至明言一段時間內都不再加息來安撫市場。故此，美國息口政策應不是下一輪環球經濟危機的導火線。至於什麼因素才是主菜？你懂的。

劉振業
環球金融市場部