

《商報》專欄

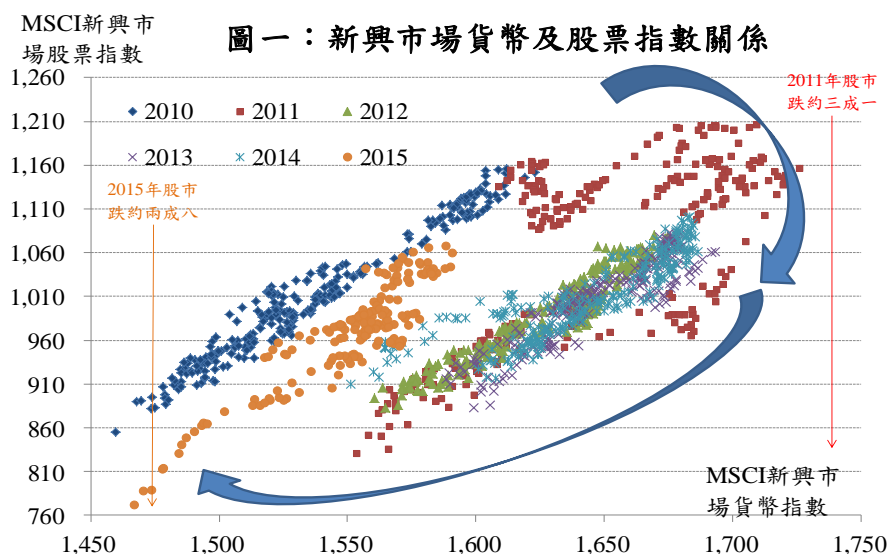
新興走資雖未完 危機論卻有短缺

美國將近加息，歐洲在 QE 下漸漸從谷底回升，但亞洲及新興國經濟卻經歷過往幾年的狂歡後已經後勁不繼。早前筆者已斷言西（先進大國）強東弱漸成定局，就以股市為例，年初至今德國股市及法國股市升半成至一成，意大利更升一成六，英國則跌約半成。反之，除日本外，亞洲區主要大國如印尼及印度等跌一成至一成半，其餘國家都錄得相近跌幅。若資金可以反映對未來經濟的看法，新興市場前景確實比預期差。

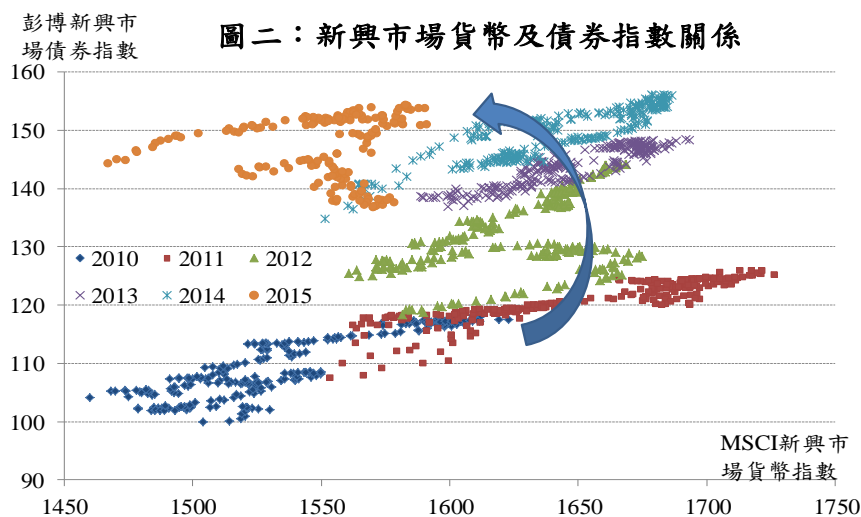
西強東弱是事實。以往新興地區的奇蹟靠的是資金湧入，但現在美國將加息從而抽走資金，一眾新興國央行繼而再放水來撐經濟，惡性循環由此而生。反之，先進大國受惠於息差擴闊而吸引資金流入，期待已久的以通脹谷消費模式或能實現。久而久之，資金重回經濟強國或令新興奇蹟落幕。然而，大家可能問：一時三刻的調整算不上什麼，跌完可再升過，新興市場不會就此玩完。更何況，新興市場不濟，斷估美國亦不敢加息，資金何來會返美呢？

沒錯，新興市場無運行，耶倫都不敢大幅加息。然而，不敢大幅加息不代表不加，而且加息已是現時大部分聯儲局官員的共識，問題只是何時加及加多少而已。無論如何，美國加息已經如箭在弦。先看看圖一，由 2010 年第一輪歐債危機計起，先撇除股市，大家應見到新興市場貨幣指數已經於近年大幅回落。2010 年（藍色點）新興市場貨幣指數約在 1,460 水平，其後在 2011 年中上升至近年高位後，及後持續回落並已在今年 7 至 8 月間（橙色點）跌回 2010 年最低水平。若果貨幣強弱能夠反映資金流的話，你覺得美國加息對新興市場有否影響呢？

影響一定有，問題只是有多嚴重及維持多久。首先，今次新興市場所面臨的問題，是否有如 2007 及 1997 年的金融危機般嚴重，現在或者仍難解答，但有一樣明顯分別就是洗倉的時間性。以 2007 年為例，無論股市、匯市及債市，基本上三大市場都在 2007 至 2008 年見頂後轉向，前後相距約一年左右。再看圖一，圖中見到新興貨幣在 2011 年見頂，股市亦然，現時亦更已跌穿 2010 年低位，危機似乎悄悄已來。



不過，看看圖二，圖中見到新興市場債市與貨幣關係，剛才已經講過新興貨幣與股市早已見頂，但債市不然。對比 2010 年低位，直至今年 5 月新興債市仍然企在近年高位，亦即是近年當新興股匯齊跌下，債市仍然向上，反映現時大量資金仍然留在債市，而這與 2007 至 2008 年的金融海嘯期有少許分別。如果今次新興市場是面臨另一次金融危機的話，那餘下的問題就是債市何時轉升為跌。若債市都出問題下，到時新興市場問題才見真章。



不過，筆者仍然認為現時斷定新興市場資產將面臨 2007 以至 1997 年的急墜性下跌仍然太早。回看圖一，雖然現時新興市場股票指數已經跌穿 2010 年低位，以當年的高低位跌幅計，現時新興市場股市跌近兩成八，仍然小於 2011 年歐債危機間的三成二。記得 2011 年新興市場股市大調整間亦大炒希臘脫歐，當年希臘炒脫歐的負面情緒絕不亞於今年 6 月，大家當期亦高唱新興市場已死。但結局呢？

現時新興市場確實面臨另一次大調整的風險，當中債市更是焦點所在。債券一向被視為避險資產，但由於近年低息，股民除了買股外，債市亦異常暢旺。息跌債升，近年低息環境下吸引了不炒股的投資者買債。但問題是：太瘋狂了。圖二見到，2010年至今年新興市場債可升達五成，比起圖一新興市場股票的表現更佳（至2011年最高位都只升約四成）。無他，低息環境利好一眾企業大量發債，當中包括一些資產質素參差的企業亦一同發債。這些企業通常以高息吸引投資者。在大市氣氛一面看好下，投資者既有息收之餘，價格亦一直向上，價息兼收，令到債市一片瘋狂，與往時只是被視為避險資產的態度大相徑庭。

問題來了，美國加息期已近，無論美債或新興市場債市定當受到影響。根據過去幾個月加息會導致資金流走新興市場的理論，那大家應會預見新興債市才是真正戰場。總括而言，貨幣已跌，股市已跌，現在只剩下債市。悲觀的人可能覺得新興市場仍未跌完，但樂觀的人可能會想：匯、股兩大市場已跌，只剩下債市而已。兩個看法都有其道理，故此，今次新興市場所面臨的問題，是否已可與1997及2007年的金融危機相提並論？還是再看看事情發展吧。

劉振業
環球金融市場部