

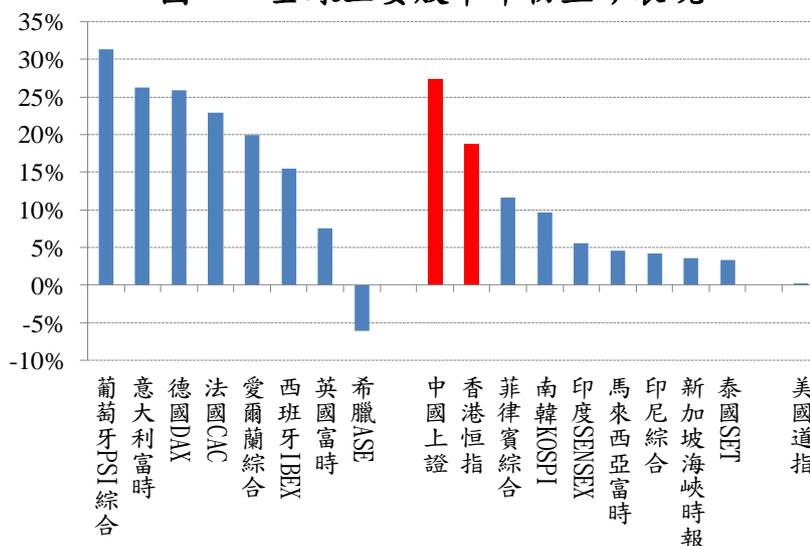
## 《商報》專欄

### 瘋狂與理性的抉擇

恒指未穿頂，成交額率先破頂。復活節假後港股全力爆上，雖然與歷史高位 31,958 點仍遠，但成交額就維持在 2,000 億元以上，最高更曾至 2,915 億元，多於 2007 年 10 月港股邁向 31,958 點時最多約 2,100 億元的成交額。在下不是股評人，不會介紹買 388 或 700。不過，當大家覺得香港市很爆、大陸很瘋狂之際，其實環球資產市場亦上演着同一齣戲。

美國炒加息因為經濟好，歐洲放水因為歐豬作亂，資金就會由歐洲轉美國？錯了。看看圖一，年初至今，以歐洲頭六大經濟體與歐豬、美國及亞洲主要地區計算，論升幅，反而是大炒希臘可能爆煲的歐洲股市最為強勢，其次是亞洲區，最後竟是經濟最好的美國。道指年初至今只升約 1%，而同期的歐洲股市就閒閒地升兩成，連 A 股都只能與之並駕齊驅。大家或感奇怪，經濟最差的歐洲竟然排頭位？經濟好反而股市跌？反常也？

圖一：全球主要股市年初至今表現



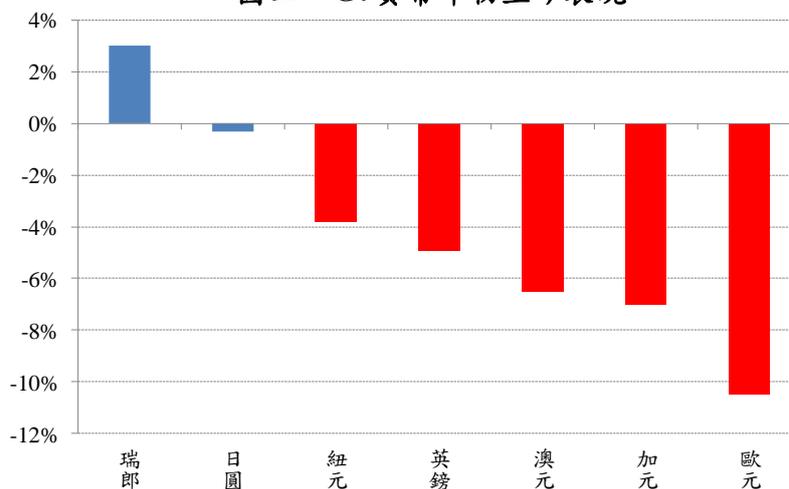
若大家覺得現時情況很不尋常，那便先回頭想想：歐洲經濟很差？筆者可以肯定：不是，起碼優於歐債危機間。以希臘為例，雖然歐債危機期間希臘經濟曾經按年收縮近 10%，但近年已經不斷改善，去年第四季更按年上升 1.3%。由此可見，如果希臘仍是豬仔的話，那現時法國經濟按年只升 0.2% 又如何？其他如荷蘭（升 1.4%）、比利時（升 1.0%）或連豬國都不如了，遑論其他豬國都錄得頗令人滿意的經濟增長（愛爾蘭 4.1% 及西班牙 2.0% 等）。歐洲股很爆，總有其原因吧！

在這大家應見到歐洲與內地及香港股市有多熾熱。不過，歐洲經濟漸漸復蘇而吸引

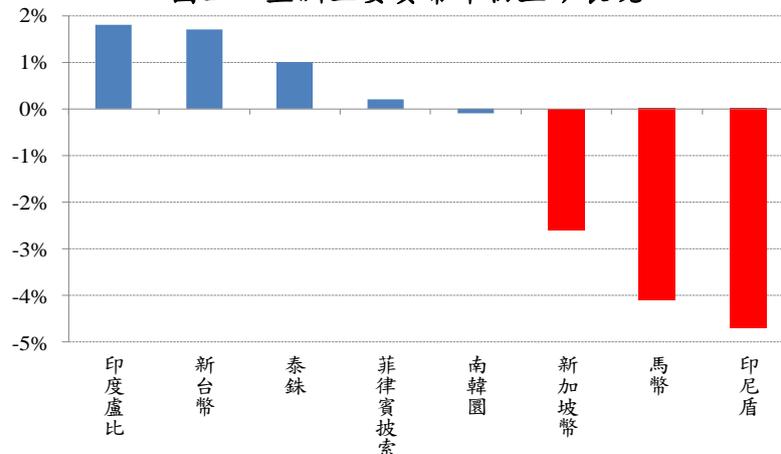
資金流入實屬正常，但大家明知內地經濟下行風險卻更積極入市就十分奇怪。以股值計，內地與部分歐洲主要股市的 P/E 都在 20 倍左右，但歐洲經濟起而內地經濟跌。筆者只可總括：「水」之魔力確實令人着迷。

話說回來，去年大家仍然談論美國經濟起動而令美股表現亮麗。但踏入 2015 年後，由於聯儲局已暗示年內將加息，熱錢逃離美國而大炒歐洲及中港股市。明顯地，今年熱錢不再只以經濟表現來判斷資產的投資價值。哪裡有水放，錢就往哪裡。撇除已經瘋狂的中港股市，看看圖二及圖三的匯市，年初至今，美元強勢下一眾 G7 貨幣表現疲弱，當中炒希臘脫歐的歐元更位列榜末。不過，圖三卻見到同期的八大主要亞洲貨幣中，有五隻出現明顯升幅，當中近年熱炒的亞洲盧比位列第一，亞洲大阿哥之一的韓圓及近年股市火熱的菲律賓披索表現亦十分亮麗。股市很爆嗎？似乎亞洲匯市亦不遑多讓。熱錢很不理性嗎？他們只是理性地追逐「水流」去向。

圖二：G7貨幣年初至今表現



圖三：亞洲主要貨幣年初至今表現



若果大家同意亞洲是熱錢集散地，應該對這結果不以為然。雖則聯儲局於3月中才對今年何時加息有更明確表示，但明顯地，由去年中至第一季，市場大有人覺得美國今年最早9月才加息，有些更估來年才加，令資金一直停留在新興市場上。如是者，亞洲資產何來不會受惠呢？

總括而言，自去年第三季起，全球均出現放水潮，無論新興或先進經濟體，都害怕油價下跌而引發的通縮問題。遠有去年11月內地減存貸息，至今年初歐洲央行再次放水與耶倫大放鴿話，環球市場都因而炒得火熱。在環球央行既放水而聯儲局不急於加息下，除了利好股市外，一向對息率敏感的債市亦持續造好。圖四見到環球高息債在去年12月見底反彈，表現大幅優於投資級別債，反映投資者仍然樂於追逐高風險資產，這亦解釋了為何內地及香港經濟持續轉差之下，大家仍然這麼瘋狂入市。無他，三隻字已可解釋：資金市。

不過，筆者仍要忠告大家，除了北水南調外，現時中港股市大升的其中一個原因是美國延至9月才加息，故外圍資金於第二季仍會擁抱中港股市。但踏入下半年，當加息熱再炒時，外資可能再次轉投基本因素較佳如歐洲市場，到時中港股市隨時回頭，到時北水能否承托兩地股市就成一大疑問。瘋狂與理性間，大家總要做個抉擇。



劉振業  
環球金融市場部