



二零零八年十二月

信貸緊縮仍會影響投資市場

2008年，信貸緊縮和資產價格下跌之間的一個惡性循環主導着投資市場。它導致各種風險資產價格大跌。這個惡性循環又是怎樣形成？

美國樓市下滑令次按相關資產價格大跌並成為這惡性循環的起點。銀行、樓宇按揭公司以及投資銀行等金融機構為這些資產作出以千億美元計的減值撥備。龐大的撥備嚴重地損害了他們的資本基礎。由於資本基礎受損，它們只好減少對市場放款以維持資本充足比率。銀行減少放款令投資者無法獲得融資。一些使用槓桿的投資者更被迫平倉。這樣資金短缺又令資產價格下跌。這個循環不僅影響房地產市場，而且還令股票市場、債券、商品和高息貨幣價格下跌。資產價格的下降反過來又令金融機構面對更多的資產減值。這樣一個資產貶值和信貸緊縮的惡性循環便形成了。

但是，無論是信貸緊縮或者資產價格下降不是新事物。為什麼金融市場面對這種惡性循環卻顯得無能為力？

我們認為有 2 個因素，使全球金融體系無法有效地解決這個問題。

1. 金融體系的槓桿比率過高-經過早幾年的低利率和寬鬆信貸的環境，幾乎所有類型的金融機構包括政府資助的按揭證券的發行商、投資銀行、樓按貸款公司等，都已經習慣於採用高槓桿來提高利潤。它們中的許多公司的借貸高達資本的 30-40 倍。它們根本無力吸納資產價格下跌帶來的損失，只要它們的資產出現數個百點的損失已經可只令它們資不抵債。

2. 複雜的金融產品阻礙了風險評估-債務抵押證券(CDO)和信貸違約掉期(CDS)的發行量井噴或上升亦增加了金融機構應對信貸緊縮的難度。債務抵押證券基本 是不同債券的集合。但是，有時這些證券並沒有明確披露當中的組合。所以，市場根本無法判斷持有這些證券的公司所作的撥備是否足夠。至於信貸違約掉期，它們主要透過監管較寬鬆的場外交易市場買賣。個別機構的持倉水平和它所承擔的風險根本無法查證。由於有這麼多的不確定性，金融機構無法估計對方的財務狀況和借款給對方的風險。因此，銀行間借貸市場陷於癱瘓。它把面對財困的企業進一步推向破產邊緣。

這個問題隨著時間變得更嚴重。最後，今年 9 月雷曼兄弟被迫申請破產。雷曼兄弟倒閉令環球市場震驚，金融市場出現恐慌性拋售，環球金融系統處於癱瘓狀態。各國政府毫無選擇餘地的情況下作出干預，它們向銀行注入資本以免環球金融系統崩潰。

現在，各主要金融機構的資本基礎都已經得到補充。而且經過一輪去槓桿化，他們亦已經移除了一些不良資產。金融市場的系統性風險亦暫時平靜下來，股市亦出現了反彈。但是，我們認為去槓桿化的過程仍未結束。這將繼續在 2009 年影響投資市場。持續下滑的樓市和逐步惡化的私人貸款還會為金融機構帶更多損失並令它們的資本再次受損。因此，我們維持對股票市場的謹慎態度。投資者仍然需要耐心等待經濟和股票市場的復甦。

美國：負面

2008 年 11 月，道斯工業平均指數下跌 5.32%，標準普爾 500 指數就下滑 7.48%，而納斯達克指數則下挫 10.77%。財長保爾森終於決定在 TARP 中撥出 190 億美元支持通用汽車和佳士拿，他在 2 個月內已經將國會已經批出的 3,500 億美元資金用盡。這些資金換來的是美國各主要金融機構避過跟隨雷曼兄弟倒閉的命運。而股市亦獲得喘息的機會，各主要回升接近 20%。但是，實體經濟未任何好轉的跡象。加上美國的個人信貸質素受到就業市場轉壞的威脅，金融機構仍會有更多的呆壞賬出現。現時，股市只是熊市反彈並不是新的升市重臨。

歐盟：負面

法蘭克福 DAX 指數下跌 6.43%，巴黎 CAC 指數下挫 6.43%，而富時 100 指數就錄得 2.44% 的跌幅。歐洲市場在金融企業倒閉潮平息後，亦守住了 11 月的低位並展開了一段反彈。但是，正如上月所說歐洲的經濟衰退才剛開始，而信貸緊縮亦會影響歐洲股市。我們同樣維持歐洲股

市負面的看法，並認為歐洲股市在 2009 年初仍會受壓。

日本：負面

日經平均指數微跌 0.75%。近日的市況再次顯示日本在很多方面，都處於很被動的地位。首先，在平倉交易和全球減息潮的影響下日圓大幅走強。而該國的出口亦因為外圍需求減弱大幅度逆轉。11 月份，日本更錄連續 2 個月的貿易逆差。在外圍環境仍未好轉，日本本身又難有擺脫外圍弱勢的方法之下，日本市場亦是偏淡。

中國：負面

上月，恒生國企指數錄得 9.02% 升幅。中國股市在政府推出刺激經濟政策的情況下亦有所回升。加上美國股市回升，這令本港上市的中資企業大幅反彈，恒生國企指數反彈接近 100%。不過，我們重申股市仍未擺脫熊市，投資者可等待股市回落再累積資產。

香港：負面

恒生指數就大致不變仍維持在 13,900 點的水平。香港股市的情況和中國相同，現時仍處反彈，投資者可等待股市回落買入作長線投資。

新興市場：負面

新興市場仍是跟隨外圍走勢，無論是比較依賴出口歐美的亞洲市場，還是商品出口較多的巴西、俄羅斯等地都是跟隨美國股市回穩。這顯示新興市場仍是很大程度上跟隨歐美市場的走勢。

債券：中性

聯儲局降息至接 0 水平，但是環球減息潮並未完結。歐洲、英國等仍會進一步減息刺激經濟，特別是近日通漲的問題逐漸消退，這會令它們減息的空間增加。高等級的政府債券價格仍有可能再上升。而企業債券方面，無論是投資級別的債券還是高息債券，它們相對政府債券的溢價都處於 30 年代大蕭條以來的高位。這對投資者來說是 2009 年值得留意的投資機會。

商品：稍稍正面

美元在減息預期之下回落，這令黃金價格重上 800 美元以上。但是，對沖基金的平倉、倒閉潮仍未完結。這些交易仍會產生流入美元的資金流，黃金仍預期會橫行整固。

對沖基金：稍稍負面

11 月份，對沖基金的表現亦是不太好。HFRX 環球對沖基金指數下跌 3.04%。另類投資可說禍不單行。12 月份，前納斯達克交易所主席馬多夫向警方承認他開辦的投資公司是一個龐茲騙局。這宗騙案涉及以千億美元計的資金，並預期會令更多的對沖基金倒閉。

給投資者的建議

信貸緊縮和資產價格下跌的循環令 2008 年出現了金融海嘯。現時，金融市場在政府大力注資的情況下回穩，金融企業的資本亦獲得補充。但是，環球股市、樓市的跌勢未有改變。加上經濟進入衰退期，銀行業仍要面對來自樓市以及個人信貸等方面的呆壞賬。它們仍需為未來的損失作準備，這對它們的放款能力和信心仍是不利。因此，我們認為信貸緊縮的情況仍會持續。

信貸緊縮、經濟衰退的問題未有改變，投資市場在 2009 年初仍然預期會受壓。所以，投資者可以做的仍是趁股市回落累積資產並耐心等待經濟、股市復甦。

重要聲明:

本文件所提供的資料僅供安達理財(亞洲)有限公司和安達資產管理(亞洲)有限公司之客戶或準客戶享用。文件所載的資料及任何意見，並不代表本公司以主理人或代理人身分邀請或提請任何人士購買或沽售任何證券或理財產品，或提供任何投資意見或服務。本文件內對各理財產品及證券之描述並不適用於所有國籍、區域之人仕。任何人士如欲購買本文件描述之產品及證券或作出任何投資，需自行負責查證其所在地域的法律是否容許其瀏覽此文件及/或使用有關服務。

證券投資涉及風險。證券過往之表現，並不能等同或顯示其將來之表現。若有疑問，應在作出任何投資決定前向閣下之理財顧問尋求專業意見。

雖然本文件提供予閣下的資料，均來自本公司認為可靠的來源資料，或以此等來源為根據，但本公司不能亦不會就任何資料或數據的準確性、有效性、及時性或完整性作出任何保證。對於本文件之內容，或因本文件的資料不全、錯誤及遺漏而對瀏覽者造成之影響或任何因瀏覽本文件所產生之後果，本公司概不負責。

如對我們的服務有興趣或有任何意見，請電郵至 servicing@arcadia-asia.com。一切資料絕對保密。

安達理財(亞洲)有限公司
安達資產管理(亞洲)有限公司

地址: 香港銅鑼灣禮頓道 77 號禮頓中心 14 樓 1404 及 06 室
電話: (852) 2114 8488 傳真: (852) 2114 0777