

全球經濟增長速度放慢，加上美元強勢，不利商品價格，這些2014年的投資主題為明年埋下危機的伏線。

2015年危機處處

王家其

翹騰投資管理董事及風險管理官
曾任職國際投行銷售及結構產品部，具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。
為美國康乃爾大學物理學博士，特許財務分析師及金融風險管理師。



2014年全球股債金滙主題鮮明：各大央行放水，股市平穩向好，美國屢創新高，中國更是牛氣沖天，上海A股升47%；債市主題是通縮，特別是德國11月通脹按年僅升0.57%。在通縮陰影下，債券收益率低處未算低，德國10年國債只有0.6%，法國僅0.9%。由於美國經濟復甦加快，美元扭轉過去10年的弱勢。滙市的主題是美元強勢，專家認為強勢可延續數年。全球經濟增長速度放慢，加上美元強勢，不利商品價格，這些2014年的投資主題為明年埋下危機的伏線。

俄羅斯亂局續發酵

一、石油商品價格向下，不單影響俄羅斯。其他資源價格也向下，銅價今年下跌15%，白銀跌了19%，棉花跌了26%。很多國家都依賴商品價格，如巴西、印尼、馬來西亞、中東、智利、委內瑞拉等。筆者擔心俄羅斯只是第一個由於資源價格下跌而出現經濟危機的國家。

巴西由於負債太多，經濟增長太慢，財政不穩，需要IMF協助。近10年因為資源價格上漲，令這些問題得到紓緩，但財政結構性問題並沒有解決，仍然奉行福利主義，利用資源收入爭取選票。當收入減少，國家很大機會再陷財困。

二、俄羅斯局勢更趨危險，周邊的國家國力較弱，如波蘭，匈牙利，瑞典等，筆者害怕普京在經濟困難之際，向外採取軍事行動轉移民眾視線，而一般分析員都低估了俄羅斯對東歐及北歐的軍事威脅。

強美元或終結牛市

三、美元強勢，估計美國境外的美元

借貸高達5兆美元，其中1兆由中國機構借入。很多新興市場都參與套利交易，利率遠高於美元，故美元融資的吸引力更大。墨西哥美元貸款佔國內生產總值(GDP)三成，而中國企業在香港發行的美元債券亦是投資銀行一個主要的生意。

內地公司借美元，利率比在內地借人民幣低，加上人民幣升值，令利息及將來償還的本金以人民幣計算更便宜；但美元上升則加重了還款的負擔。今年人民幣對美元走勢逆轉，不再每年穩升。內地企業若借入美元，未來償還美元時，會因滙率上升而加重負擔，令違約機會上升，這是1998年亞洲金融風暴的最大成因。

不少私人銀行鼓勵客戶參與套利交易，借美元買人民幣債券，利用槓桿放大收益。這種操作的前提是美元利息低及美元穩定或下跌，但這兩前提明年不一定維持，若美元上升，投資者有可能被追加保證金，加上很多債券評級低，拆倉不易。

四、標普500企業約一半收入來自海外，美元弱勢對企業有利，不單令產品更有競爭力，亦增加把海外收入轉換成美元時的收入。這也解釋了為何美國企業的盈利增長遠高於經濟增長。但美元上升把情況扭轉，即海外收入轉換成美元會下跌，對盈利不利。加上牛市已達5年半，慢慢變成老牛，明年是否美國牛市的終結？

五、通縮已成為全球央行的第一敵人。通縮來自供過於求，令公司賺錢能力大受考驗。根據中國財政部數據，2014年首11個月國企盈利增長只有4%，因此A股上升並無基本面支持，投資者買的只是央行放水概念，但若盈利增長低迷，牛市仍可持續嗎？**RM**