

復蘇日漸分化 市場波動不斷

2015：全球經濟掙扎前行



2015 年，全球經濟仍處 2008 年金融海嘯後的復蘇進程中，惟整體增速仍十分緩慢，且各國步伐參差不齊。與此同時，利率低企、通縮風險、幣策分化、市場動蕩、收益欠佳，全球市場的變化無常大大超出了多數人的預測。而大宗商品更陷入 5 年來最差行情，油價一度跌至 11 年新低。展望 2016 年，由於發達市場和新興市場仍在修復和復蘇中徘徊，世界經濟難言改觀，但經濟增幅料不會大幅降低，或呈溫和增長態勢。此外，聯儲局加息可能造成的潛在衝擊仍不可小覷，因一旦這樣的衝擊影響到資金流向和投資者情緒，勢必在全球市場再次引發震動。 (ID)

香港商報記者 魏焯婷

瑞郎突棄掛鈎歐元 瑞士「黑天鵝」顯威

1 月 15 日，瑞士央行製造了 2015 年匯市第一隻巨型「黑天鵝」。當日在毫無徵兆的情況下，該央行在宣布減息的同時，意外放棄瑞郎兌歐元 1.20 的干預水平。這項持續超過 3 年的匯率政策突然扭轉，導致金融市場一片混亂。瑞郎兌歐元匯率迅速升值，最高升幅 40%，達至 1 歐元兌 0.8500 瑞郎的紀錄高位。大批押注瑞郎下跌的投資者損失慘重，多家外匯券商集體爆倉，德意志銀行、花旗等華爾街大投行估計虧損過億美元。對沖基金大佬迪米特里耶維奇旗下 8.3 億美元資產的基金幾乎損失全部投資資金。

交易員普遍認為，瑞士央行此舉是為歐洲央行將在 1 月 22 日的政策會議上推出全面量化寬鬆作準備。之前幾個月，由於對歐央行準備推出購債計劃的猜測壓低了歐元，令瑞郎兌歐元匯率上限的規定面臨巨大壓力。



瑞郎 1 月突然與歐元脫鈎後，漲幅犀利，取代長期處於牛市的美元。

加碼QE縮手縮腳 歐銀未令市場滿意

2 瑞士央行先行一步後，歐洲央行於當月推出約 1 萬億歐元的購債計劃，隨後歐元重挫，一度跌破 1.05 創下 12 年新低。同時，歐債大面積出現負收益率。有約 2 萬億歐元的歐元區主權債收益率為負值，相當於所有未到期歐元區主權債的三分之一。德國兩年期債券收益率為負 0.45%，7 年期及以下債券收益率均為負值。瑞士 10 年期債券收益率為負 0.41%。

隨後直到 12 月，歐洲央行才推出新一輪量化寬鬆：降低存款利率 10 個基點至 -0.3%，延長量化寬鬆實施期限 6 個月。但由於並未如預期增加月度購債額度，導致市場十分失望，宣布減息當天歐元匯率反而暴漲 3%，股市也一片慘跌。包括散戶和機構在內的許多投資者損失慘重，無論股票、債券抑或外匯，大多數都押錯了方向。其中，高盛雖猜對了歐元匯率的波動幅度 3%，但方向卻南轅北轍。

推行改革阻力重重 希臘復蘇舉步維艱

3 2015 年的夏季堪稱希臘人的災難季。金融體系瀕臨崩潰，一度面臨退歐窘境，對 IMF 的貸款構成事實性違約，還有到目前為止仍未取消的資本管制，希臘的政治和經濟局勢一直動蕩不安。在經過與國際債權人的數月艱難談判後，為獲得第三輪救助，希臘執政黨最後出現 180 度大轉彎——向債權人低頭，並承諾推出更多緊縮措施。雖然最終與債權人就援助計劃達成協議，但在此之前希臘兩年期公債收益率已升至 60%、銀行股持續暴跌，一度波及全球市場。

截至目前，政府雖已通過必要改革措施，但由於已飽受 6 年經濟衰退和緊縮政策的摧殘，來自民衆的阻力令這些措施難以真正推行。要恢復商業前景信心，希臘政府還有大量工作要做。



7 月 13 日，在希臘國會外，親歐及反歐的示威群眾揮舞着歐盟及希臘國旗，互不相讓。



▲美股目前處於一個長期升浪，估值上升空間有限，預計牛市距離「死期」不遠。

人幣暴跌震撼全球 美股調整多年罕見

4 中國央行 8 月 11 日宣布完善人民幣兌美元匯率中間價報價，人民幣中間價一次性貶值近 2%。受人民幣暴跌傷的不僅是 A 股，還包括歐股、日股在內的全球股市。美股雖談不上出現股災，但仍然出現了 4 年多牛市以來的罕見調整。8 月 24 日，標普 500 指數、納指和道指期貨均下跌超過 5%，觸發熔断機制，美國三大交易所股指期貨暫停交易。隨後，美股開盤暴跌，納指一度重挫超過 8%。其他金融市場當天也迎來「黑色星期一」。



新興市場集體走軟 俄巴累「金磚」失色

5 新興經濟體在 2015 年的表現普遍欠佳。在作為新興國家最重要代表的金磚國家中，儘管中國和印度經濟仍處於增長軌道，但受原油等國際原材料價格下跌、出口不景氣以及外商投資減少等因素影響，俄羅斯、巴西和南非的經濟都表現糟糕。而俄羅斯更因經濟結構單一，過度依賴能源，再加上西方制裁、人口下降、改革滯後等原因，重返增長軌道恐還需數年時間。而作為非洲大陸和拉丁美洲最大的兩個經濟體，南非和巴西面臨着相似的麻煩：經濟惡化頻遭評級機構降級、民怨沸騰呼籲當政領導人下台等。金磚光芒已然失色。自 2010 年至今，南非經濟增長率放緩至 2% 以下，失業率逾 25%，其貨幣蘭特兌美元縮水 60%。巴西經濟則陷入 25 年來最嚴重衰退，今年第三季度 GDP 同比萎縮高達 4.5%。市場預計巴西經濟 2016 年將萎縮 1.2%。

不堪油價加息重壓 美垃圾債大舉崩盤

6 過去幾年，垃圾債是市場最受歡迎的市場，尤其是金融海嘯後，大量資金湧入高收益債券市場。但隨著油價暴跌，聯儲局加息將至，此類債券持續暴跌，違約數量上升。12 月 9 日，傳奇投資者馬田惠特曼所創立的第三大道資產管理公司（Third Avenue），宣布對旗下規模達 8 億美元的高收益債基金 Third Avenue Focused Credit Fund 進行清算，同時停止贖回。這一 2008 年金融危機以來美國共同基金行業最大的「黑天鵝」事件，拉開了美國垃圾債崩盤的序幕。12 月 11 日，美國最大垃圾債券 ETF iShares iBoxx High Yield Corporate Bond (HYG) 下跌 2%，創出自 2009 年以來新低。今年迄今，HYG 已下跌 12%。根據美銀美林周度報告，在截至 12 月 16 日的一周中，投資者從債券基金中贖回的資金高達 131 億美元，為 2013 年 6 月以來最大，其中大部分來自垃圾債券。



聯儲局開啓近十年來首次加息，意味著該央行主席耶倫認為美國經濟已足夠強勁。

十年開啓首次加息 聯儲幣策邁向正常

7 12 月 16 日，聯儲局宣布將基準聯邦基金利率上調 0.25 個百分點，為聯儲局近十年來首次加息。6 月和 9 月時，投資者一度以為加息就要到來而大亂方寸。加息意味着聯儲局認為美國經濟已足夠強勁，標誌着金融海嘯後為刺激經濟而採取超低利率政策的結束。聯儲局宣布，提高聯邦基金利率目標區間 25 個基點至 0.25%-0.5%。同時公布的利率預測點陣圖顯示，聯儲局明年會有 4 次加息。目前，聯儲局後續加息節奏成為新興經濟體關注的焦點，因新興經濟體仍存在再次面臨資本外流的風險。這也反映出現行美元主導的國際貨幣體系存在固有缺陷，亟待改革。

美元走强庫存高企 國際油價跌跌不休

8 大宗商品市場 2015 年持續低迷。受全球經濟不景氣和美元升值等因素影響，原油、金屬、礦石等大宗商品價格集體跳水，其中原油價格跌幅已超 30%，鐵礦石價格跌幅更超過 40%。在年初低至 40 美元後，原油一度在夏季收復大片「失地」，布油反彈至 60 多美元。然而隨着供應持續增長和需求繼續低迷，油價自 6 月末開始再度承壓。12 月初 OPEC 實質性放棄限產的決定，成為壓垮油價的最後一根稻草，布油一度觸及每桶 35.98 美元的 11 年低位。

OPEC 原油產量自去年底以來一直接近紀錄高位，試圖以此來擊垮美國頁岩油生產商等主要競爭對手。而伊朗試圖在經濟制裁解除後全力恢復原油產量的態度，則進一步加重了全球供應過剩的擔憂。最新信息顯示，投機交易者正買入明年到期的原油看跌期權合約，顯示一些投資者預計能源價格會有更大跳水。



OPEC 12 月放棄限產的決定，成為壓垮油價的最後一根稻草。

受累福士尾氣醜聞 德國製造形象大損

9 德國福士汽車（內地稱「大眾汽車」）的「尾氣門」成為 2015 年全球汽車行業的標誌性事件。9 月 18 日，美國環境保護署指控大眾汽車所售部分柴油車安裝了專門應對尾氣排放檢測的軟件。違規排放涉及的车款包括 2008 年之後銷售的捷達、甲蟲、高爾夫、奧迪 A3，以及 2014 至 2015 款帕薩特。根據美國《清潔空氣法》，福士可能面臨總額達 180 億美元的罰款。「尾氣門」爆發 5 天後，掌舵公司 8 年時間的福士董事會主席兼 CEO 文德恩宣布辭職。9 月 25 日，福士監事會任命保時捷董事會主席兼 CEO 米勒接掌福士。「尾氣門」醜聞不僅令福士的誠信和品牌形象大打折扣，德國其他汽車集團的聲譽也集體受損，並進而破壞了整個德國工業的形象。



福士尾氣作弊，令公司蒙受空前損失，更令人對德國車失去信心。