

祝振駒 Raymond Jook

翹騰投資管理（香港）有限公司董事總經理，特許財務分析師
曾經在不同國際投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長中
小型股研究，後轉職往對沖基金擔任基金經理，2010年創立翹騰。
博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

美元一枝獨秀

歐洲央行終於在1月22日宣布了萬眾期待的量化寬鬆政策。消息公布後，歐元兌美元再下挫，有悲觀者認為歐元兌美元遲早持平，高盛甚至預測歐元兌美元未來數年會下跌至0.9。

新加坡於1月28日旋即宣布降低坡元匯率區間斜度下移，形同變相貶值，坡元兌美元應聲下跌1.3%。同一時間，人民銀行大幅上調人民幣中間價，令人民幣兌美元跌至允許貶值2%的跌停位。接着市場亦預測澳洲會於未來數天減息，令澳元兌美元創近6年低位。

野村經濟師認為首相安倍晉三今年2%的通脹目標將無法達到，估計於10月底前推出第三及最後一輪量化寬鬆，將總實債規模由每年80兆日圓增長至100兆以上，將回購交易所基金（ETF）規模加大一倍至每年6兆日圓，2%的通脹2015年目標則改為長期目標。為甚麼是最後一輪？因為按現時實債速度，到2025年日本央行將會把市場所有國庫債券買光！所以他認為日本央行將會於2018年4月開始退市，而那時日本央行將持有半數市場上的債券。

油價低迷 各央行更有誘因減息

換句話說，全球的量化寬鬆及貨幣競賽會進一步升溫，由於原油價低迷，令今年全球通脹的可能性大減，通縮的機會大增，所以各國央行更加有誘因減息。由於美國已開始退市，相對來說，美元肯定維持強勢。聯儲局為了阻止美元的過分強勢，影響經濟復甦，極有可能推遲加息。從美國國庫債券孳息率每況愈下的趨勢看（見圖一），顯示強美元吸引更多本土及海外資金流入國債，暗示市場否定聯儲局會在短期內加息及認同美元會繼續升值，以此賺取滙兌收益。事實上，去年以來很多宏觀策略主導的對沖基金押注美國息率上升，拋空債券或債券期指，結果都弄到焦頭爛額。

為了抗衡升值壓力，保持出口及經濟增長，人民銀行可能迫於無奈需要繼續減息及採取寬鬆貨幣政策令人民幣保持競爭力。原油價的大瀉令進口大國中國的通脹壓力大減，讓中

央更有條件減息。在現時的环境下，除了兌美元可能稍為貶值，人民幣相對美元其他貨幣應該相對繼續升值。

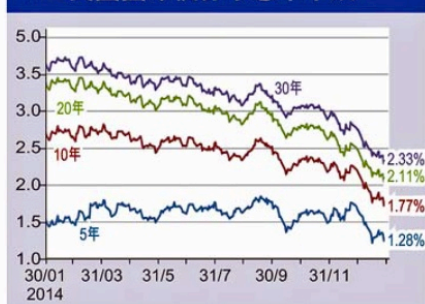
強美元削弱跨國企業毛利

根據蘋果（AAPL）的2014年9至12季度業績，去年美元升值令公司在季度少了4%的營收增長（仍按年增加30%）。微軟（MSFT）亦宣稱，美元將令其現季度（今年首季）營收增長減少4%。面書（FB）在2014年第四季業績中披露匯率損失令營收增長由按年上升53%減少至49%。扣除外匯損失，阿馬遜（AMZN）披露去年第四季營收按年增長應該是18%，不是報告的25%。同樣地，谷歌（GOOG）去年第四季營收及利潤低於市場預測，歸咎於強美元削減了其收入達4.68億美元（或按年增長由10.13%減至7.35%）。強美元影響美國企業盈利已成為一個趨勢，對於高估值的科網股，不要少看這幾個百分點的收入增長，加上營運槓桿效應，可以令本來應該高於市場期望的業績（驚喜）變為低於預期（驚嚇），這一來一回隨時令股價有10%-20%的落差。再極端的看，這些波幅可以影響令市轉化成上落市，甚至熊市。因為美國股市出現不明朗變數，可能鼓勵更多基金將資產配置到債券避險，令強美元更強勢。

低息環境高息股抬頭

隨着中資金股融開始被獲利回吐及低息環境持續，市場資金最近開始轉移到高息率股，例如房託及過去數月被過度拋售及低殘的中小型股。長期派息，或者只有單位數字市盈率及能見度高，擁有雙位數字盈利增長的小型股，在現水平的估值率都頗高，包括偉仕控股（00856），通達集團（00698），飛毛腿（01399）及太平洋網絡（00543）。◎

圖一 美國國庫債券孳息率下跌



圖二 美元持續升勢

