

全球通縮風險大減



國際視野

Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

股市仍然繼續慢慢地上升。截至上週四，道瓊斯指數就升破了11000點，標準普爾500指數升破1200點，納斯達克指數則升破2500點，Topix升破1000點，還有澳洲的ASX 200指數升破5000點。當然，最近這個升浪部分是因為企業盈利強勁（如英特爾、摩根大通、CSX……等等）。但同樣重要的，還因為在近幾個星期，全球通縮的壓力大幅減少，原因如下：

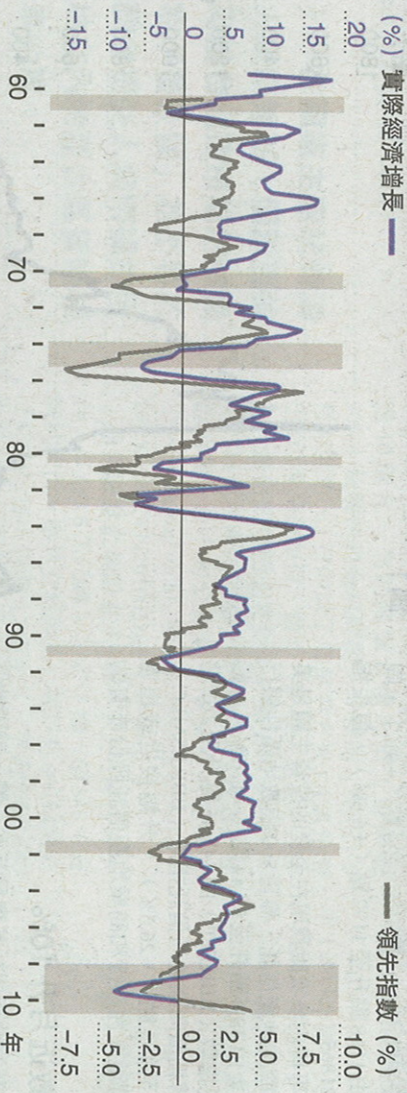
一、在亞洲：過去幾個星期其中一個最重要的發展是，亞洲貨幣持續地跑贏所有主要貨幣（美元、歐元、日圓、英鎊等）。在過去6星期，馬來西亞元兌美元已升值了6.2%，韓國亦上升了4.1%，菲律賓披索亦上升了4%，印度盧比升了3.6%，印尼盾亦升了3%，坡元則上升了2.3%，甚至連首都曼谷仍然陷於政治危機的泰國，其貨幣泰銖兌美元亦上升了1.9%！我認為，這不僅「埋葬」了人民幣不重估、其他亞洲貨幣就不能升值的說法；這也意味著，亞洲國家輸出的通縮壓力正在減小。對於經濟合作及發展組織（OECD）成員國來說，亞洲貨幣升值可以加倍地協助他們恢復景氣，因為這會引致亞洲的本土需求上升，與亞洲企業競爭的西方企業的邊際利潤壓力亦會減小。

歐美沒有成為通縮力量

二、在歐洲：就所能預見，南歐和法國的財政政策將會傾向通縮。但是，若要南歐的公眾忍耐過度緊縮的財政政策，歐洲其他地方的貨幣政策將要維持極度的寬鬆，特別是那些「啤酒消耗國」（如德國、瑞士和北歐國家等），他們的經濟也最為全球化。因此，在可預見的將來，一個幾乎必定非常寬鬆的歐洲央行，加上希臘流動資金危機（雖然因為450億歐元援助計劃）暫時解除了，這意味着歐洲可能不會像市場幾星期前擔憂那樣，成為世界的通縮黑洞。

三、在美國：美國最近的零售數據（增長1.6%，

領先指數反映美GDP增長可回復至5%



比市場預期的1.2%還要好)和庫存數據(增長0.5%，高於市場預期的0.4%)強勁，再次強化了我們的長期觀點——美國消費者乃全球經濟的一股正面驅動力。事實上，美國經濟正在一日一日改善。美國3月份的工業生產按年上升3.9%，這是2005年6月以來的最高按年升幅（雖然按月升幅並不令人驚喜）。由於美國的工業生產仍然比2007年的高峰時低了10%有多，我們預期這樣的升勢還會持續。

一些預測數字看來亦十分實在。紐約聯儲製造業指數(NY Empire Fed Manufacturing Index)由3月份的22.9，升至4月份的31.9（市場預期僅為24），這已經連續9個月出現升幅。無獨有偶，費城聯儲製造業指數(Philadelphia Fed Manufacturing Index)在4月份亦升至20.2，是近4個月之最。

很明顯，美國經濟真的正在開始起飛。從領先經濟指數粗略看來，美國未來幾季的實質GDP增長可以有5%左右（見圖）。隨着企業增加科技開支（這可以從英特爾的營收數據看到），消費者亦樂意重新打開他們的荷包，美國可能不會像人們幾個月前預測那樣，成爲一股通縮力量。

運輸業跑贏大市 牛市更強

而且，儘管有迹象顯示入口成本正上升，但美國企業的盈利繼續保持強勁。我個人就特別被運輸業的強勁數字鼓舞——UPS、JB Hunt和CSX Corp等公布的盈利全部都比預期爲佳，需求亦正在上升中。近來，

運輸業這個板塊可說是火紅，其股價在過去6個交易日已上升了6.3%。

一般來說，若一個股市的整體指數正在上升，運輸業的板塊還跑贏大市的話，那就意味着一個更強的牛市。這被稱爲「道瓊斯理論」(The Dow Theory)，也是全世界普遍信奉的指標。

由於所有主要地區都不大可能成爲全球經濟的主要通縮驅動力，全球股市仍可慢慢地上升，就不足爲奇了。自從雷曼兄弟破產之後，債務和通縮恐懼就在市場上揮之不去。現在大規模的通縮看來不會在短期內出現，投資者可說是鬆了一口氣。

更令人意外的，是政府債券市場並未反映上述的變化。當然，最簡單的解釋是，短期利率仍然是長債孳息率的重要掛鈎指標。另一個解釋則可能是，當退休基金知道自己在私募市場、風險創投基金和房地產基金上蒙受的損失甚大時，其自然反應就是減低風險、增加在國債的投資。另一個解釋可能就是商業銀行爲滿足日後巴塞爾3的要求而須增持債券。

宏觀經濟不利OECD國債

但不管今天何由購買政府債券（如利率交易、監管條例等），有一點是肯定的：隨着日子過去，全球的宏觀經濟環境對經濟合作及發展組織成員國的國債投資者會愈來愈不利。對於一些尋求安全的長期投資和穩定收益的投資者來說，我會建議亞洲國家的政府債券，多於經濟合作及發展組織成員國的國債。