

70年代通脹式衰退或重現



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵：louis@gavekal.com

回顧過去 100 年，美國及環球股市有 3 次真正黑暗的時期，這包括 2000 至 2003 年的科網股泡沫爆破；1966 至 1982 年的後布雷頓森林協定（Bretton-Woods）時期的通脹式下滑期（inflationary bust），以及 1930 年代大蕭條。

每次經濟危機的特點也不同。舉例說，2000 至 2003 年的科網股爆破的特色，是大價增長股及科技股崩潰，但同時，價值型及細價股則安然無恙。至於 1930 年代的經濟大蕭條，是由於實施關稅及聯儲局貨幣政策的失誤，股份均遭大手拋售。1970 年代的危機，則是通脹加劇、長息上升帶來的經濟收縮。換言之，1930 年代所發生的是大型的通縮式下滑期（deflationary bust），2000 至 2003 年是溫和的通縮式下滑，1970 年代則經歷了深遠而痛苦的通脹式下滑期。

通脹式衰退機會大 遠離股票

今天，隨着聯儲局狠狠地加息及推行退稅，經濟經歷通縮式下滑的機會微。而且，股票的

估值與 2000 年的水平相若，如 2000 至 2003 年的危機不見得會重現。反而，市場有可能出現如 1970 年代般的通脹式下滑。值得注意的是，現時金價續創新高，食品及能源價格上漲，抗通脹債券（TIPS）錄得負回報，均有通脹式下滑的影子。

根據歷史的經驗，當面對通脹式下滑時，我們應盡快把資產撤離股票。事實上，由於會有盈利倒退及倍數式萎縮，通脹式下滑對股票的影響很可能是最壞的，1966 至 1982 年的那次，撇除股息因素，道瓊斯指數便實質上下跌了 70%！

通脹扭曲市場供需 致生產過剩

事實上，通脹的最大問題，是扭曲了市場對經濟根本需求的理解，這個扭曲更會把經濟週期的波動性加劇。我可以舉一個例子說明這意思：我的父親時常告訴我，70 年代初時他在巴黎 Banque de Suez 工作時一個客戶的故事。那客戶是個白色家電製造商，那時他見所售產品價格不斷上升，遂擴大生產線。當 1974 年石油危機來臨時，法國經濟放緩，這家公司的銷售差不多在一夜之間變成零。

這家生產商售賣洗衣機及雪櫃給區域批發商，然後區域批發商把產品售給小區的批發商，小區批發商再售給零售商。該公司最後發現，為什麼他們的銷售會在短時間內消失，這是由於價格上升時，人們都希望即時買入產品，勝過待價格上漲後購買；另外，商人均以為消費者的需求始終存在，故此當通脹式繁榮期（inflationary boom）時，供應鏈上的不同部分均有 2、3 倍訂單，到最終需求消失時，這些商戶便發現他們的存貨過多。就是這些原因，令這家家電生產商 9 個月沒有錄得銷售，生產線卻閒置下來。



▲在價格上升下，供應鏈上的每個環節均會建立存貨。這亦是我們接觸企業時明顯看到的現象：在原材料價格上升之下，亞洲的製造商將拚命維持地其微薄利潤率。這些廠商增加存貨，將令自己暴露在經濟活動放緩的危險之中。上圖為日本一電器商店。（資料圖片）

►通脹的最大問題，是扭曲了市場對經濟根本需求的理解，到最終需求消失時，這些商戶便發現他們的存貨過多。圖為中國一所製衣工廠。（資料圖片）



在我的著作《Our Brave New World》中，其中一個核心理念是，經濟活動波動性消散，造就了高資產價值。自此之後，這思想變得普及，現在多數分析員均把這現象歸納為「大平穩」（The Great Moderation）。雖然令過去 20 年經濟增長的波動性減低之原因有很多，但主要是因為通脹下降及通脹所帶來的經濟扭曲減少。

供應鏈每節皆存貨 令人擔憂

所以，近月的發展實在令人擔憂。當通脹對經濟合作暨發展組織（OECD）國家帶來負面影響的同時，亦為新興市場帶來了通脹預期。數周之前，我正在思考中國庫存的增加是否與運前的效應。庫存增加的另一個解釋是，在價格上升之下，供應鏈上的每個環節均會建立存

貨。這亦是我們接觸企業時明顯看到的現象：在原材料價格上升之下，亞洲的製造商將拚命維持地其微薄利潤率。

這些廠商增加存貨，將令自己暴露在經濟活動放緩的危險之中（就如前文提及法國白色家電製造商一樣），這亦解釋了為何現時股票估值會較低。順帶一提，高增值服務性產業將會是存貨堆積的一大受惠者。