

名家薈萃 審時度「息」

前站思考



John Mauldin

打頭陣的演講嘉賓是Gluskin Sheff首席經濟師兼策略師羅森伯格(David Rosenberg)，部分與會者認為他的演講是三天會議中最出色的一場，是否最好見仁見智，但他對經濟看法的樂觀程度，在一眾講者中肯定數一數二。羅森伯格形容前經濟增長為「丹傑菲爾德式擴張」(The Rodney Dangerfield Expansion)，丹傑菲爾德是已故美國諧星，最脛炙人口的口頭禪是「我總是得不到尊重」。羅森伯格認為當前美國經濟復甦也得不到應有的尊重，雖則增長步伐緩慢，但很大程度是二戰以後工作人口萎縮所致；況且，這個二戰以後最疲弱的復甦期已持續了70個月，是美國南北戰爭以來第六最長的增長期。

加息不一定打擊股市

羅森伯格指出，加息不一定打擊股市，聯儲局最後一次加息是2006年6月，由加息至股市升勢開始無以為繼，相隔18個月，參考【附表】可見加息與股市見頂及經濟衰退的時機關係。

羅森伯格預期，聯儲局加息不會令經濟擴張及牛市盡上句號，除非局方收緊貨幣政策力度過大，以致擊息由盛轉衰，又另當別論。他強調，所有「恐累」都在加息周期告結，聯儲局最後一次加息後才出現；當前經濟增長期固然會結束，但相信到2018年才會發生。談及企業盈利倒退問題，他指出標準普爾500指數成分公司撇除能源業後，盈利其實仍在增長，因此股票估值並非如大家所想像一樣高。反映債券實質利率屬負數，債券估值實在過高。羅森伯格信心十足，預言股票表現將冠絕所有資產類別，股票定會跑贏債券。

人幣料納IMF提款權

接棒登場的是Fortress Investment Group總裁兼聯席主席布里傑(Peter Brier)，Fortress是世上最大私募基金之一，但布里傑發言時卻揚言「信這糟透了」(Credit sucks)，提議三天會議最令人印象深刻的寶語之一。他自言對長期信託資產毫無興趣，同一論點以不同方式表達了二十遍，他對信託之厭棄可見一斑。

布里傑相信，一旦金融體系崩潰，債務違約個案急升，將是賺錢良機，這一天快來了，但現在未是時候。他很想沽空德國國債，只是礙於交易方法，難度很高。

Horsington Investment Management 首席分析師亨特(Lacy Hunt)對債券的看法與羅森伯格截然不同，他仍建議客戶投資長期零票面息債券。Horsington旗下基金亦採取相同策略。過去30年，亨特一直主張押注長債，認定債券牛市尚未結束。從其發言可見，亨特堅信經濟仍面對通縮威脅，以下幾點概括了債台高築經濟體的特徵：

1. 經濟增長趨軟而疲弱，不能持續下去。
2. 履行還款責任導致增長疲弱，造就結構性經濟不景。
3. 通脹不見蹤影之下生產力下跌。
4. 貨幣政策無效。
5. 通脹大幅降溫。
6. 美國國庫券勢跌至極低水平。

亨特指出，名義國內生產總值(GDP)最能反映負債過度問題，從人均GDP所見，1790年至1990年間，美國生活水平平均增長1.9%，但在2000年至

聯儲局加息與股市見頂及經濟衰退關係

標普500指數見頂	平均(月)	中位數(月)
距離首次加息	38	40
距離最後一次加息	11	12
經濟衰退		
距離首次加息	44	35
距離最後一次加息	17	8

資料來源：聯儲局；美國經濟研究局。
Haver Analytics; Guskin Sheff

由筆者與投資公司Alegria聯合舉辦的「策略投資會議」(Strategic Investment Conference)5月初圓滿結束。一連三天的會議吸引500多人參加，從筆者聽到或讀到的評語可見，大家普遍認為今年會議是最精采的一屆。正所謂一分耕耘一分收穫，打從去年秋季開始構思演講嘉賓陣容時，筆者以至筆者身邊幾乎所有朋友最關心的問題，就是美國聯儲局政策，因此今年特別邀請幾位對這個問題深有認識的新講者參與，其他嘉賓亦相繼圍繞聯儲局將有什麼行動，將會產生什麼影響這類問題加以發揮。三天會議二十多場演講筆者幾乎都沒有錯過，特此跟大家分享會上精華及筆者的反思得着。



美國聯儲局政策成為「策略投資會議」焦點，加息與否為眾人最關心的問題，「新債王」岡拉克(小圖)認為，聯儲局今年內不會加息。

2014年間卻降至只有1%，公私營負債佔GDP比例最能反映經濟持續疲弱的非軌軌崩。

Gavekal財經研究中心創辦合夥人兼行政總裁加夫(Louis-Vincent Gave)特別從香港飛來，說說他看好股市的理由，但對象不是美國股市，而是中國股市。

加夫開宗明義指出：「資金管理從業員的職責是適應，而不是預測。」油產見頂論證明是一派胡言，既然股市升浪具備了傳統泡沫的所有元素，何以維持了這麼久，直至最近才爆發？加夫的答案是中國。他形容，新任國家主席習近平處事不留情面，與俄羅斯總統普京交手，改變了油市互動關係，讓中國取得主導權。亞洲既是最大商品消費地，如今商品價格回落，自然成為最大受惠者。

加夫相信，中國向國際貨幣基金組織(IMF)施壓，爭取在達成特別提款權的一籃子貨幣(包括美元、歐羅、英鎊及日圓四種貨幣)加入人民幣，可望在今年11月的IMF會議上得償所願，屆時將帶來巨大改變。

加夫解釋，其他央行將可持有人民幣，鑑於人幣的利率比上述四種貨幣高很多，其他央行亦樂意這樣做。結果是中國取得海外匯管制，世界股市指數的中國比重大幅提高，迫使所有人追購，此所以當前中國股市升浪領先全球。

加夫亦看好歐洲，認為當地屬事俱備，刺激通脹計劃相信會奏效。他提醒大家要減持美股，因為估值太高，市盈率升勢已必無以為繼，須待標準500成分公司的盈利超過三分之二來自海外，承受美元強勢打壓。

新債王：今年不加息

聯儲局加息時機令人關心，聯儲局前理事邁耶(Larry Meyer)的意見值得參考。眾所周知，聯儲局的政策目標很簡單，就是全民就業及價格穩定兩大任務，但有別於會上不少講者的見解，邁耶認為聯儲局的加息問題很低，相信在今年9月公開市場委員會(FOMC)會議就會設定加息。他強調，局方毋須等到通脹升溫及工資上揚時才加息，只要通脹率不下跌就執行。他預料美國9月就會達成全民就業，若非通脹惡化，個人消費支出平減指數(PCE)理論在1.6%左右水平。

有「新債王」之稱的Doubleline Capital行政總裁拉萊投資總監岡拉克(Jeffrey Gundlach)繼續在息口問題上著墨，演講題目正是「加息是不加」(To Raise or Not to Raise?)。他在會上展示多幅幻燈片，指出2014年6月起通脹的轉捩點，美元、歐洲、石油及聯儲局都在這段時間轉勢或改變態度。他反問大家：「負利率何時會改變行為？」寧息率之所以出現負數，皆因所有發達國家的發債均沒有

淨增長，造成供應短缺。聯邦基金利率定期貨市場顯示聯儲局6月不會加息，岡拉克認同有關看法，但有別於邁耶，他相信聯儲局今年內不會加息，任由經濟「做做過頭」。美元正處於10年升勢，可望持續走強；商品則普遍疲弱，但岡拉克鍾情黃金。

岡拉克相信，債市初期將逐漸而下，然後暴挫，這點筆者完全同意。利率真正上揚，岡拉克在債券投資方面仍採取守勢，並認為現時太多投資者追捧債券。聯儲局言及加息後，高息債券將會回落，因此他建議大家暫時忍手，等待高息債券便宜時才入市。

岡拉克又揚言：「大家對高息債的認識都是錯誤的。」他把大家比作不可以語冰的夏蟲，從未見過重大加息周期下高息債的反應，因為「垃圾債王」米勒肯(Michael Milken)當年發明高息債時，最後一次重大加息周期已經過去。息率由5厘急升至14厘，個別企業肯定撐不過去，他預期高息債將於2019年至2020年出現大問題。

跟着QE投資歐股

宏觀經濟研究機構MacronAdvens創辦人龐博伊(Syephane Pomboy)的演講充滿娛樂性，但在一眾講者中卻毫無疑問最悲觀。她認為經濟增長將持續疲弱，消費者繼續精打細算，聯儲局不僅今年不會加息，未來甚至可能推出量化寬鬆(QE)第四輪。什麼因素會觸發經濟衰退？她認為這過程乎股市會否出現急速調整。筆者對此大有同感，過去一年亦在本欄一再質疑，以往常見的股市模式，亦即經濟衰退山雨欲來而拖累股市下跌，會否逆轉過來？這次股市是否因為美國經濟以外的因素而轉勢，反過來觸發美國經濟衰退？這只是一個假設，但龐博伊似乎亦有相同憂慮，她鍾情黃金自不待言。

話題無點轉到歐洲，由地緣政治情報機構Stratfor創辦人兼行政總裁弗里德曼(George Friedman)主講。弗里德曼剛完成著作《一觸即發：歐洲新危機》Flashpoints: the Emerging Crisis in Europe，書中論及歐洲種種孽障，探討其根源及短期內無法化解的原因，既觸及政治經濟矛盾，亦兼顧文化差異，殊為佳作。弗里德曼當大快人心，先由歐洲創造就業之難說起，再數歐盟監管體制如何像一場噩夢，他道：「你到歐洲不是聘請員工，而是發給員工。」歐洲的監管體制窒礙企業家精神，故此歐洲永不會出現像搜尋巨擘Google一樣的企業。

弗里德曼提醒大家，雖然歐洲真正正經歷了後蘇聯時代，但卻無法比擬戰爭，科技愈來愈進步，反而令戰況更趨激烈，更具破壞力。他帶大家回顧一次大戰前夕的歷史，其時魯德普威傳達的消息，是歐洲非常文明，不會爆發戰爭。筆者亦曾在本書提到，歐洲債市當時一直漠視戰爭威脅，直至德法兵戎相見前

夕才改變態度。

弗里德曼認為，「歐豬五國」(PIGS)不會還債，至少不會以傳統方式還債，唯一問題是各國這些粉飾太平，阻止政治動盪多久。他提醒大家不要再把歐洲視為單一整體，因為事實並非如此。

傑富瑞集團(Jeffries)首席市場策略師澤沃斯(David Zeros)每年都會為來年訂立投資主題，筆者過去5年一直留意，發現他果然料事如神，百發百中。澤沃斯提倡的投資概念均建基於量寬年代，在投資會議上，他表示美國當前形勢太複雜，不過大家既然都知道量寬的作用，就應該追捧現時推行量寬的地區，也就是歐洲。最精準的鐵路就是買入德國DAX指數，同時對沖歐羅兌美元匯價，就此一勞永逸。由年初至今，這個投資策略可謂高試萬靈。

北京大學金融學教授佩蒂斯(Michael Pettis)是會上另一位中國問題專家，他對中國的看法卻沒有加夫樂觀。佩蒂斯旅居中國，既是經濟理論家，也是金融策略師，對中國文化及官方思路略之甚詳。

他指出，中國政府現時有三大目標：減慢信貸增長，保持就業處於高水平，修補國家信貸負債表並簡化債務結構。推行改革在政治上困難重重，但北京政府必須降低投資並推動消費，意味著資金必須從巨頭大款流向更具經濟價值用途，既得利益者亦即共產黨上下定必抗拒。

佩蒂斯估計，假如改革進展順利，中國每年可望維持3%至4%的經濟增長。假如中國增長跌至3%，世界應付應付不了，金屬商品勢必深受打擊，但食品商品應付應付不俗，因為即使只有3%增長，中國對肉食等糧食的需求仍會普遍增加。

環球經濟三種結局

要說今年最深得我心的話者很難，但薛溫名譽上肯定有獨特(Bill White)的份兒。薛特曾任國際結算銀行(BIS)首席經濟師，現為經合組織(OECD)轄下經濟開發檢討委員會(Economic Development and Review Committee)主席。2007年美國次按崩潰前，他就預言金融海嘯將會爆發；早在1996年，他已質疑時任聯儲局主席格林斯平(Alan Greenspan)有關貨幣政策角色的理論。

薛特指出，中央銀行模式是人造機器，借用他在會上的精句：「央行最主要的問題，在於自以為了解經濟運作。」創其央行模型漏洞百出，而且永遠假設一切會回到均衡點，問題是世上沒有均衡點這回事，均衡點模型的問題就是欺騙現實。

OECD據此研究顯示，世界各地經濟相當脆弱，加息仍然威脅財政改革。薛特特別質疑各國濫治一味倚賴貨幣政策的做法，貨幣政策未能奏效，故反重施也無補於事，殘局如何了結，他提出以下三種情景：

- 結局一：環球經濟陷入衰退，政策利率及長息持續低企，債務膨脹，各國推行更進取的貨幣政策，部分國家出現惡性通脹，日本在此情況下尤其脆弱。
- 結局二：經濟高速增長，債市有快乎退場，利率上升，通脹受控，債務融資問題化解。
- 結局三：經濟高速增長，債市退場出亂子，導致長息飆升，投資者一窩蜂撤出風險資產，資本湧出新興市場，通脹預期急升，債務融資問題加深，「財政主權」(fiscal dominance)加速通脹夢魘。

作者為著名投資分析專家，其前站思考(Thoughts from the Frontline)是目前全球發布範圍最廣的投資雜誌，擁有逾百萬讀者。

John Mauldin擁有極強洞察能力，擅長解釋複雜的金融現象，每周對專欄，全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。

《信報》為大中華區唯一刊載John Mauldin投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯。逢周三在《信報》及信報網站www.hkci.com刊出。