

未來三個月至關重要



前沿思考

John Mauldin

預測新一年經濟和市場動向幾乎是每個投資者必做的事，但即使投資專家也不會年年猜中；儘管如此，大家仍然勇於嘗試，原因可能與一般人打賭球賽輸贏差不多，不過是為了增加參與感和樂趣。不同的是，經濟和市場預測可以轉化成投資策略，協助投資者決定未來一年的優先注意事項，為可能發生的事做好實際和心理準備。

我在上期專欄也說過，今年會是很特別的一年，尤其是政治方面預料會發生很多事，我們應該可以在未來3個月左右知道美國財政和貨幣政策會出現怎樣的變化，而餘下8個月的情況將很大程度上取決於頭4個月的事態發展，很有可能到5月我們就會發現世界變得很不一樣，可能是變好，也可能是變壞。今次我們將看看一些值得參考的預測。

Gavekal：美元主導資產表現

獨立投資研究公司Gavekal本月公開一份名為《2017年12個大問題》的報告，清單上第一個問題就是美元會否繼續勁升。以美元開首是明智的，因為今年很多事情都要視乎美元走勢。

美元走勢要視乎投資資本回報率(ROIC)。在2017年，美元升跌將主導絕大部分資產的表現，而美元背後是美國整體經濟前景，尤其是候任總統特朗普能否提高美國的ROIC——如果不能，美元將回落，美股轉差，而新興市場債券將受惠；如果能夠，那就要分析一下為何ROIC會升：

- 是否犧牲了其他地方的ROIC(例如透過保護主義措施)?如果是，那就意味戰後世界秩序開始重整，美國可能不再願意在經常賬赤字膨脹下向經濟提供額外流動資金，到時投資者就要開始擔心全球經濟蕭條的問題，需要考慮買入長期美債做保障。
- 是否因為減稅和撤銷管制措施?如果是，那實質利率就會上升，全球經濟將加速增長，到時投資者應該拋售所有在金融工程(financial engineering)下承造的資產、稀有資產(黃金、藝術品)、私人股票等等，然後掃入各地周期股和金融股。

到目前為止，金融市場顯然認為後者出現的機會較大。

我同意這種想法，不過現在市場太過在意特朗普的言論，忽略了他實際行動的重要性。他的確想與其他國家商討更有利美國的貿易協議，因為他提名了以促成交易著名的資深投資者羅斯(Wilbur Ross)為商

務部長，他們應該不認為自己可以得到所有想要的東西，但希望能夠在不重疊戰後秩序下達成一些有利美國就業的貿易協議。至於減稅和撤銷管制措施能否落實仍未可知，因為需要國會通過，但共和黨在其他問題上已經出現很大分歧，因此這些措施最終出爐的時候可能會與市場現在預期的差很遠。

David Rosenberg：反通脹再臨

特朗普當選後，大部分市場人士都認為減稅、撤銷管制和刺激經濟措施將帶來顛覆性的改變，尤其是對銀行和能源公司而言，因為美國有很多待釋放的需求，增長已經近在眼前。不過，財富管理公司Gluskin Sheff的首席經濟學家羅森伯格(David Rosenberg)不同意，他在去年12月美國聯儲局加息後，推出了題為：特朗普意外地推動了反通脹交易(disinflation trade)的回歸。

無論是否有政府上台，羅森伯格都不認為通脹將重臨或者經濟將大幅增長，投資者不應該因為市場和企業看來很樂觀就更改自己的投資計劃：

金融市場一直很波動，2017年將更甚。美國將有一位一想到什麼就發上Twitter的新總統，他靠藍領選民上位，班子卻充斥着億萬富豪；而他一邊作出推動增長的承諾，一邊又計劃推出反增長的措施。多年來的反通脹趨勢是建基於一些結構性問題上，例如債務過多、全球化、人口老化、科技演進等等，不是一個人的力量可以改變的。投資者根據政策憧憬來做投資決定是非常危險的事，因為政策內容制定，何時落實也未知，不明朗因素實在太多。

結構性問題的確還在，改變貿易政策也無補於事。美國製造業流失的職位中有八成是因為科技進步，而不是因為生產線移到外地，美國企業在中國等地的廠房部分職位是美國本來就沒有的，而且雖然蘋果很大機會於不久的將來在美國生產新iPhone，但預料會採用自動化生產，創造的職位將比當初在中國設廠時少得多。

人口老化也是個問題。美國戰後一代不分選擇退休後繼續工作，變相減少了年輕人的就業機會。而在中國和日本，勞工短缺問題將愈來愈嚴重。中國企業現在正努力擺脫對廉價勞工的依賴，這種趨勢將進一步推動自動化技術，美國也將難以避免地受影響。

Christopher Wood：轉折點與邊境稅

里昂證券著名策略員伍德(Christopher Wood)撰寫的每周投資通訊《貪婪與恐懼》(Greed & Fear)最新一期提到，呈跌勢多年的美國10年期債息可能開始見底。

很多市場人士認為，金融市場在2016年最後幾周出現了轉折點——美國政府債券持續了35年的牛市似乎來到了尾聲，以及伴隨而來的息口下跌。投資者顯然覺得通脹壓力已經見頂，通脹壓力計將再現，也反映他們認為美國不會再出現非傳統貨幣政策，儘管歐洲和日本仍然推行量寬措施。

另一個轉折點是特朗普上台：

市場認為特朗普上台後政策將出現大改變，美國經濟可重拾活力，這也是美債大跌和美元大升的原因，但在聯儲局眼中，這代表企業和個人財務狀況緊縮了不少。而且，雖然減稅和撤銷管制的確能夠推動經濟，但共和黨控制的國會內有很多人在財政上非常保守，他們會否認同特朗普的激進開支計劃實在令人懷疑。

我同意在基建開支計劃上變數仍然很多。他繼續談到貿易政策的問題：

保護主義是很多人擔心的問題。眾議院目前正在傳閱一個關於「邊境稅」(border tax)的草案，與關稅的效用差不多，企業日後將不再享有進口稅扣減的優惠，而對出口所徵的利得稅則會減少。美國企業正積極在國會山游說，希望不要通過這些法例。無他，因為美國年均進口達到2.7萬億美元，而且企業在全球化時代向供應鏈投入了大量資金，例如在墨西哥、亞洲及其他地方設廠；不過，福特汽車放棄墨西哥設廠計劃的決定已充分反映美國現時的政治風向。

對於最後這一點，很多人說特朗普不能逐家公司開炮，但他不用這樣做，幾家大公司低頭就已經向其他企業傳達了很明確的訊息。

Bank Credit Analyst：財金政策

投資研究公司Bank Credit Analyst(BCA)每年年底都會發表一篇「Mr. X」訪問，以訪問資深客戶「Mr. X」的形式來闡述自己的預測。BCA認為，特朗普政府幾年不會推出很多刺激性措施，並談到其他地方的財務政策。

Mr. X：其他國家的財政發展又怎樣？

BCA：日本的國債和財赤都很高，因此推出更多刺激措施的空間有限，雖然不能排除有新措施的可能，但對該國的增長前景不會有很大幫助。至於歐洲，歐羅區的周邊國家已經不再受幾年前的財務緊縮措施限制，不過仍然沒有能力催谷通脹。英國在脫歐公投後預料會推出更多「再通脹」(reflation)政策，只是可能僅僅足以抵消脫歐對私營企業縮減投資的負面影響。總的來說，財務政策方向改變將有利未來幾年的全球增長，但不會令整體趨勢出現重大變化。

在貿易方面，BCA認為發生貿易戰的機會不大，並指出其實貿易在很多年前已經不再對全球經濟增長有淨貢獻，也就是說，全球出口增長比國內生產總值(GDP)緩慢，主要原因是中國增長放緩。

對於美國通脹，BCA估計短期內可進一步上升，因為美國在2017年估計可以錄得2%以上的增長，意味勞工市場會繼續緊縮，工資可望有更多增長，增加了核心個人消費開支(PCE)平減指數在年底前升至聯儲局2%通脹目標的機會。此外，隨着工人的議價能力上升，企業利潤率未來幾年將會受壓，意味分析員對盈利前景太過樂觀，長期盈利增長應該只有5%左右，而不是他們預期的12%。

企業估值也可能大變。美國企業的利潤率主要是靠自動化技術、離岸生產、移民勞工等因素維持，但現在這些支持可能消失，長期來說有損盈利；不過，BCA看好股市，認為投資者可以在股市調整時趁低吸納，當然日後的回報可能不會像現在那麼高，而且如果衰退風險增加，2018年便有可能出現熊市。投資者必須謹記經濟基本因素仍然疲弱，需要時刻留意情況是否開始轉壞。

我最近跟一些朋友吃飯時，一位在大行做經紀的朋友告訴我，她的客戶過去兩個月(也就是總統大選後)變得更加樂觀，一改之前的觀望態度，積極準備入市。抱這種心態的人似乎愈來愈多，這對經濟和市場來說是好事，但同時也增加了國會和特朗普的壓力，需要推出真正能夠刺激經濟的措施，但也許無論國會做了多少，外界都覺得不足夠。不過，話說回來，基本上有一半美國人對特朗普和國會的期望都不高，因此可能也不用太過擔心。

作者為著名投資分析專家，其《前沿思考》(Thoughts from the Frontline)是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。

John Mauldin擁有極強洞察能力，擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、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。逢周四在《信報》及信報網站www.hkej.com刊出。