

# 歐洲資產將跑贏美國



國際視野 潘迪藍  
GaveKal Dragonomics  
資深經濟師

法國總統選舉第一輪投票的結果證明，當地的民意調查異常準確。如果近日的民意調查也這麼準確，中間派候選人馬克龍（Emmanuel Macron）將會在5月7日舉行的第二輪投票取得壓倒性勝利，成為法國下一任總統。當然，若民意調查完全搞錯，極右派候選人馬林勒龐（Marine Le Pen）就會成為法國下一任總統。然而，只有民意調查的誤差比英國脫歐公投及美國總統選舉時還要大很多倍，才會出現這種情形。

因此，馬林勒龐當選法國下一任總統，或者極右派政黨「國民陣線」在6月18日的法國國民議會（下議院）選舉中勝出，將會是非常極端的情形。法國極右派目前的基本盤是，由英美蔓延到歐洲的民粹主義和反全球化浪潮，但這股浪潮最近有減弱的迹象。若真是這樣，那麼市場就不用擔心9月份舉行的德國大選，甚至將於明年初舉行的意大利選舉。

其實，德國大選從來不太令人擔心，這從反歐元的「另類選擇黨」（Alternative für Deutschland, AfD）上周出現分裂便可看到。反而，意大利的政局就真的較不穩定，要到明年初選舉後才能夠塵埃落定。隨着歐盟各國的選舉結束，環球投資者的注意力將會由另一場歐元危機甚或歐盟解體的政治風險，轉移到以下三股非常有利歐洲資產持續牛市的經濟力量：

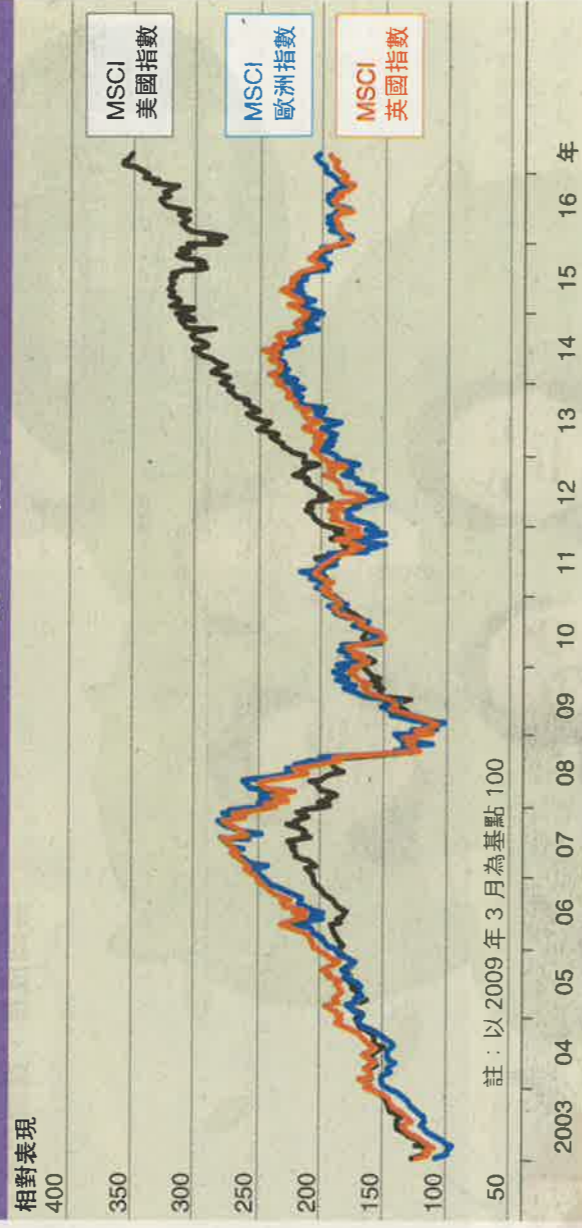
## 政治無大礙 市場目光重投經濟

(1) 除了意大利和希臘外，歐元區大部分國家的經濟數據都出現顯著改善。例如，歐元區去年的GDP（國內生產總值）增長率達到1.7%，比美國的1.6%還要高一點。若是人均GDP的增長率，差距就更大一點。一些領先經濟指標顯示，2017年第一季度可能也會再出現這種情形。

(2) 由於歐洲央行至少在2018年內都會繼續大規模購買債券，以及幾乎肯定會維持接近零利率的政策，這可以保證歐元區未來幾年的貨幣供應充足。

(3) 9月份大選後出現的德國新一屆政府，將毋須再憂慮公眾的反對意見，可以放膽支持歐元區採取更多

## 歐洲資產吸引力提升



協作和擴張政策。

若法國顯示出少許有意推行經濟改革的迹象，德法兩個大國將大有可能合作穩定和加強歐元區。這應該有助於緩意大利正在發酵的反歐元情緒。其實，由2015年初歐洲央行透過大規模的量化寬鬆計劃，買入歐元區相當高比例的政府債務，從而結束歐元危機開始，歐盟的經濟、貨幣和商業情況就有所改善，尤其是它和美國的關係。

## 以往政治事件 削弱美國流歐洲資金

隨着環球投資者留意到這些改善，他們一再試圖利用美國資產和歐盟資產前所未有的差距表現，沽出美國資產轉投歐盟。這種情形先後發生在2015年初、2016年特朗普當選美國總統之後，以及過去兩個月。雖然這幾次資金轉移都縮小了美國資產和歐盟資產之間的表現差距，但每一次環球投資者對歐盟市場的興致，都會受到其他政治事件打擊。例如，在2015年中市場憂慮中國會爆發金融危機；在2016年較後期則擔心美國總統選舉；在今年初則是擔心法國總統選舉。

## 歐盟商業周期處初升階段

與此同時，從周期觀點來看，歐盟的資產相對美國的同類資產來說，持續顯得更具吸引力。美國的經濟周期現在已進入成熟期。在這個階段，由於通脹上升，貨幣政策收緊，企業盈利會傾向穩定或下跌，對投資者來說，往往是不太有利可圖。但另一邊廂，歐盟的商業和盈利周期仍處於早期階段，未來幾年都談不上什麼通脹壓力。隨着歐洲央行繼續購買大批政府債券，貨幣政策仍然十分寬鬆。

換句話說，歐元區的經濟只是處於旭日初升的階段，



馬林勒龐若當選法國下任總統，或者極右派政黨「國民陣線」在6月18日的法國國民議會（下議院）選舉中勝出，將會是非常極端的情形。

這階段對投資者來說，是相當有利可圖。美國的經濟已是夕陽西下、見頂回落，正在從黃金時期轉移到一個較危險的階段。

## 貨幣寬鬆 通脹無壓力

美國和歐洲的商業周期、盈利周期和貨幣周期的這種前所未有的差距，令人有很大的動機去拋售美國資產和美元，改為購入歐盟地區的資產和歐元。但是，在4月23日之前，這個動機一直被法國可能出現政治震盪從而引發歐元區解體的風險所抵消。直至4月23日的法國總統選舉第一輪投票結果出爐，中間派候選人馬克龍以24.01%的得票率，超過極右派候選人馬林勒龐的21.30%得票率之後，市場才鬆一口氣。

假如法國的民意調查是準確的，上述的政治風險現在已經下降到微不足道的水平。那麼，歐盟地區股票和歐元的表現跑贏美股和美元，將會是未來幾年最重要的投資主題之一。