

潘迪藍：環球料出現再通脹

【明報專訊】金融市場有時看起來很像華納兄弟的Looney Tunes動畫系列中的角色威利狼（Wile E. Coyote），牠經常追着啱啱鳥（Road Runner），但卻未意識到，自己已經跑到了懸崖邊；有時，牠已經身懸半空，卻又可以超乎物理規律繼續跑，直至牠低頭下望，才發覺自己其實身在半空時，才會掉下來.....

同樣地，在金融市場上，即使某些基本因素已經發生變化，但因為投機原因，以及一般人尚未意識到新情況，某些趨勢往往仍然會繼續。直至大家突然如夢初醒，意識到新情況時，價格才急速調整至與現實相符。這種情形曾經一次又一次出現。

市場關注全球央行「閃水喉」

在過去12個交易日，市場開始意識到，全世界主要的中央銀行對於「閃水喉」是認真的。過去幾年，這些央行的大規模貨幣刺激措施，一直支持着資產價格上升。於是，美國10年期國券孳息率上升超過0.2厘，至2.348厘；德國10年期國債孳息率上升超過0.3厘，至18個月高位的0.55厘。與此同時，歐元升值，日圓下跌，新興市場的美元主權基金亦被大幅拋售。

德拉吉：央行政策正催生再通脹壓力

不過，全世界的重量級央行在期間發表的信息，沒有一個是新的。由今年1月開始，美國的貨幣決策者已一直在談論聯儲局縮減資產負債表的問題。歐洲央行行長德拉吉早前的演說，說是他希望停止超寬鬆貨幣政策的最明確表態。自今年3月份以來，他的立場都一直很清晰。德拉吉早前曾指出，有明顯迹象顯示，歐元區出現了強化的和擴大的經濟復蘇，而且增長分佈均勻。歐元區已經連續16季出現經濟增長。德拉吉同時表示，歐洲央行的政策正催生再通脹壓力。

此外，在今年1月至6月，美國和歐洲的債券孳息率繼續下滑，新興市場的利差則下跌至接近3年來的低位。不過，要直至最近幾個星期，市場才如夢初醒，坦白說，除了歐洲債券之外，其他債市近日的價格變化未足以肯定轉勢。即使如此，我們有充分的理由相信，未來的走勢將與上半年截然不同。

與首季或之前看淡情緒相反

與去年美國總統選舉之後的情形不同，現時的再通脹並不是由對美國政府刺激政策的預期驅動，因為市場對於稅務改革和解除金融管制的期望早已減退。現時的再通脹，是由於以下的信念愈來愈強，包括美國的基本因素沒有明顯惡化，中國的經濟活動依然強勁，以及歐洲正處於一個將會為時相當長的復蘇周期。這可說是與第一季或之前盛行的看淡情緒相反，當時美國投資者認為採購經理指數（PMI）疲弱、薪酬參差、通脹沒有上升。在中國大陸，投資者憂慮貨幣政策收緊、房地產市場放緩，以及資本外流加劇等，可能會同時出現。在歐洲，投資者主要是擔心政治風險，因民粹主義候選人在之前一系列選舉的表現相當突出。

歐洲民粹主義政治浪潮回落

現時，這些憂慮大部分已消失，美國經濟數據雖然時好時壞，但沒有迹象顯示經濟增長會即時逆轉；而且隨着產出缺口收窄，勞動力市場緊張，以及消費需求強勁，通脹風險已明顯傾向上升。在中國內地，政府試圖溫和地調控，而不是一下子嚴厲地收緊貨幣政策；由於住房庫存已顯著減少，工業商品價格穩定及經濟增長支持，建築活動依然活躍；資本外流問題亦在很大程度上得到控制。對於投資者來說，最令人鼓舞的是歐洲民粹主義政治浪潮回落，隨着投資回升、失業率下降、職位加快增長，以及消費需求回升，通縮威脅得以緩解，反而是再通脹壓力開始出現。這種偶然的組合為歐洲央行提供了相當大空間，可以從負利率和大規模資產購買計劃中撤出，不會窒礙持續的經濟復蘇。

各央行評論頻率增加

簡單來說，幾個月前美國新一屆政府未能推出重大的財政刺激和解除金融管制措施，令市場有理由懷疑環球再通脹是否可以持續；這種懷疑結果是基本因素轉差但沒有進一步惡化，轉好時又進一步改善。近幾個星期，各央行的評論頻率和次數上升，似乎已經令很多疑慮者認識到，現實情況已確實發生了變化。由於通縮已經不再是現時和明顯的風險，因為調整貨幣政策引致的變數已大降；相反，卻有充分的理由相信通脹可能重臨。

GaveKal Dragonomics資深經濟師

[潘迪藍 國際視野]