

美國復蘇趨勢仍樂觀



國際視野

Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

美國勞工市場的最新數字，並不怎麼令人鼓舞。事實上，9月的非農業職位減少26.3萬個，可說是一個令人失望的數字，市場原先預計只減少17.5萬個，加上同月的美國供應管理協會（ISM）的採購經理指數由52.9下跌至52.6。

圖1：亞股跑贏環球MSCI指數*

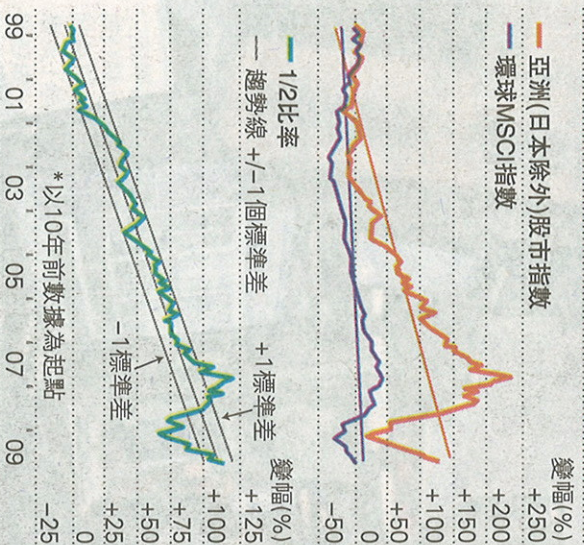
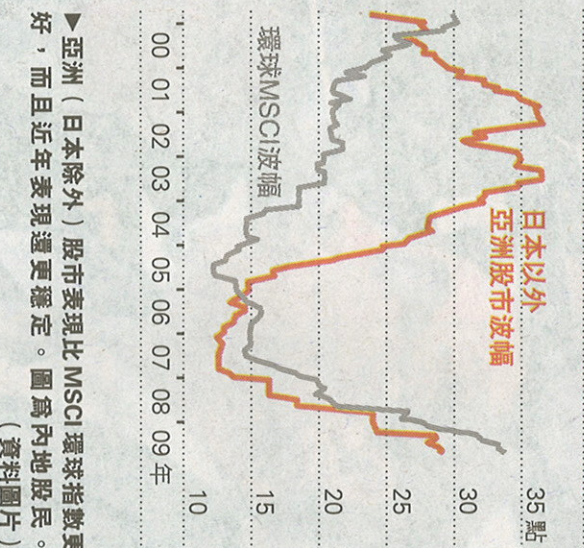


圖2：亞股波動性較環球股市低



►亞洲（日本除外）股市表現比MSCI環球指數更好，而且近年表現還更穩定。圖為內地股民。（資料圖片）



更雪上加霜的是，ISM的預期新訂單指數，亦由64.9大跌至60.8；就業指數亦同告下跌，兼且明顯低於50。總括來說，9月是伴隨着一批令人失望的美國宏觀經濟數據而結束。

但是，在重新討論W形復蘇還是L形復蘇之前，有些統計數據是值得密切注視的。有關就業數字的爭論是，8月份的非農業職位減少20.1萬個，與9月份的非農業職位減少26.3萬個；又或者這些數據與市場預期數據的分別，在統計上並無重大意義。重要的反而是，經修訂後的7月份和8月份非農業職位流失數字都被調高了，這反映出其趨勢其實是在改善中，這是一個好的信號。

而且，臨時職位數目，是就業市場上一個有用的領先指標，現時已經穩定下來，9月份只減少了2000個，遠比今年初時每月減少大約9萬個為佳。

末季增長或只得2%

大家更毋須因為美國供應管理協會（ISM）的數字而擔憂，因為50以上即已代表製造業正在擴張，以及GDP大約有2%的增長。若真的重新陷入經GDP負增長，指數應會跌至41.2或以下。最後，更不要忘記，每周新申請失業救濟金的人數，仍然在顯著改善。ISM的服務業指數在9月亦錄得上升。總括來說，撇開令人失望的就業數字，第3季的

GDP按季增長估計仍然會達到3%至4%之多。至於第4季，則可能會無可避免地回落至2%左右，這是因為資助買車的計劃結束。但是，之後隨著零利率效應升至最高點（通常會滯後12個月），經濟復蘇步伐應會重新加快。就此而言，大家實毋須因為企業方面的繼續去槓桿化而憂慮。因為在經濟衰退結束後，銀行貸款一般都會下跌好幾年。

經濟增長會恢復加速

我們經常都將今年的經濟情況比喻成兩隊巨人拔河——一邊是前所未見的信貸崩潰造成的通縮壓力，另一邊則是前所未見的、由零利率、財政赤字和無限制的金融保證組成的經濟擴張政策。就正如真正的拔河，一旦較強那一隊開始取得優勢，它就輸不了。這就正是現時的情況。

不用說，亞洲股票（日本除外）至今已因為環球復蘇的氣氛而大大受惠。但是，儘管亞洲股票跑贏大市，很多投資者仍然不願跳上亞洲的列車。當我們和客戶傾談時，經常有客戶表示，現階段實在沒有理由看好亞洲市場，因為亞洲市場與先進國家市場的關聯性很高。這是難以否認的。

亞洲（日本除外）與環球MSCI指數的12個月變化的相關係數高達0.91（相關係數由0至1，數字愈高代表相關性愈大）。所以，當環球MSCI指數上

升時，亞洲股市亦上升；當環球MSCI指數下跌時，亞洲股市亦下跌。過去10年，都是如此。

回報高波動性低 亞股看長線

但是，相關係數亦可以非常誤導。看一看圖1，很明顯，亞洲（日本除外）指數與環球MSCI指數的轉角點是相同的，但它們過去10年的絕對表現卻相差很遠。環球MSCI指數現時仍然和10年前相差無幾，但亞洲指數卻上升了超過1倍。

若這個上升趨勢持續，亞股相對環球MSCI指數不會像2007年底般估值過高，但也不會像2008年底般估值過低，這估值十分適中（註：圖中下截所顯示亞股與環球MSCI指數的比率走勢，該比率若升越1個標準差，則亞股偏高，若低於一個標準差則亞股偏低）。

另一個更有趣的趨勢可以在圖2看到。令人相當意外的是，亞洲股市的波動性（volatility），現時竟然比環球MSCI指數的波動性還要低！若將亞股與環球股票相比，前者更值得購買和長期持有，因為回報較高、波動性較低，周期長短又相同。環球股票則只應戰術性地短期持有。

這和以往的做法幾乎相反。以往投資者會長期持有西方的藍籌股，亞股則只是短炒。但從以上的圖表看來，似乎時代已改變。