

貨幣政策逐步回復正常

商品價格下半年料大跌

國際
視野



Pierre Gave

GaveKal 亞洲區研究部主管

過去3星期，美國銀行業新增工商業貸款166億美元，乃雷曼兄弟倒閉以來的三周最大升幅。整體工商業貸款的實際金額仍然相當低迷，但若然這是「轉勢」的開始的話，值得留意對美國未來的貨幣政策的影響。

聯邦儲備局公開市場委員會（FOMC）的報告顯示，至少在幾個星期前，委員會還認為，沒有足夠的理據去叫停第2輪「量化寬鬆」措施（QE2）。但一定要留意，之後的情況是否有改變，連決策者亦要隨之改變。

四大因素指向美息回升

我們一直認為，聯邦儲備局是看四個主要因素，來量度其貨幣政策取向。無疑，在這些因素中，已經有一些具說服力的改善：

1. 供應管理協會（ISM）調查。去年夏季，聯儲局決定延遲執行退市計劃，就可能是因為當時的ISM指數疲弱。自此之後，ISM的製造業指數和服務業指數即由谷底持續回升，現時已經處於多個月的高位。同時，相關的數據——像上周的工廠訂單以及地區性的採購經理指數（PMI），都非常紮實。
2. 銀行貸款額。整體的貸款額仍然相當低迷，但我們看到了一些「綠芽」。商業貸款看來已開始上升，雖則消費者仍在繼續減債。銀行亦增加持有按揭證券，這是對住宅物業市場回復信心的另一迹象。
3. 長債孳息率。近幾個星期，長債孳息率的上升，突顯了市場預期經濟增長率和通脹都會上升。自從去年12月初以來，30年期美國國庫券的孳息率都在4.25厘以上，更曾一度升至4.6厘。10年期美國國庫券的孳息率的上升（升至3.25厘以上），就更令人印象深刻，因為聯儲局這段時間曾經大手購入國債。

4. 就業數據。在過去8個星期，新申領失業救濟金的人數有明顯改善，跳出了去年大部分時間的上落範圍。雖然上周五公布的12月份非農業新增職位數目有點令人失望，但大多數前瞻性的經濟指標都反映，未來幾個月，美國就業市場將會強勁復蘇。

若這真的出現，那麼聯儲局看重的四個因素，便全部都指向利率將會上升。我認為，在這種情形下，聯儲局仍要推出第二輪「量化寬鬆」措施（QE2）的唯一理由是，稍後將會有重大的財政緊縮（聯儲局多名理事過去曾經暗示過這點）。

商品牛市是貨幣政策產物

若美國職位加速增長的趨勢是真的，那麼美國政府將會以什麼政策回應？對商品來說，又有什麼啓示？商品市場乃去年量化寬鬆和全球經濟恢復增長的最大受益者。這個問題現在已變成最舉足輕重者，尤其是現時的環球食品價格已超過了2008年的高位，燃料價格亦加速上升。很多公司和很多行業仍然是相當脆弱的，就如很多國家。若緊縮的貨幣政策無可避免，較弱者能否生存？這些問題都不易解決。

事實上，在公司內，我們環繞以下問題，都有過激烈的爭論：

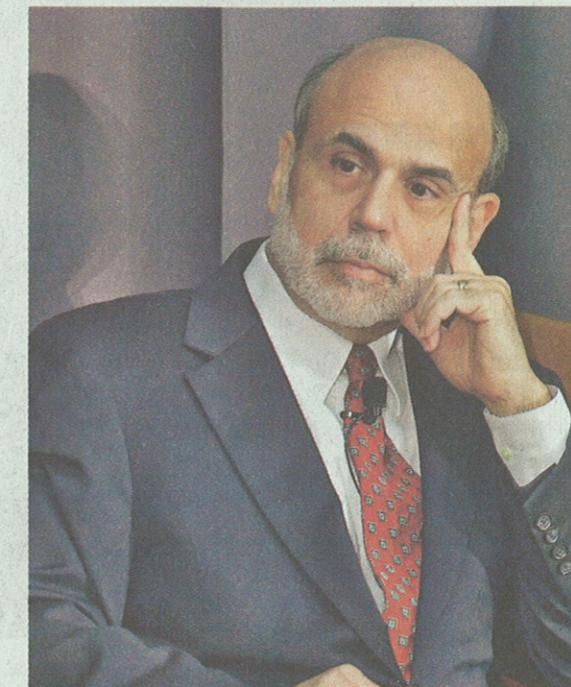
1. 美國聯儲局和歐洲央行是否真的會在短期內收緊貨幣政策？
2. 這一舉動是好還是壞？

須留意聯儲局何時轉調

有些人認為，美國聯儲局和歐洲央行在這階段並非真的憂慮通脹，反而是偏執地要維持溫和的經濟增長。因為這容許美國政府和歐盟政府較容易地削減財政赤字。

商品價格也並非真正的問題，將會自行調整，因為美國經濟展望改善將會令美元轉強，以及消除QE3的憂慮。因此，聯儲局將不會冒着扼殺經濟復蘇的風險，而過早地加息。

假若商品價格未來幾個月在經濟加速復蘇中大瀉，則對股市是莫大的喜信。假如商品市場沒有大瀉呢？我們可曾見過，在6個月內，食品價格上升了超過20%，油價上升了超過50%，而這不會令民衆抱怨，和不會引發決策者作出強硬的反應？這均會不利風險資產的價格。



筆者預料，雖然美國目前未似會加息，但聯儲局主席伯南克會以口術「收緊」貨幣政策。

不過，暫時仍然毋須要假設聯儲局會即時加息：伯南克的做法會是出口術，在口風上緊縮，例如在聯儲局公開市場委員會（FOMC）的聲明中抽走「（寬鬆貨幣政策）延續一段長時間」的字眼。聯儲局的出口術，加上中國真的收緊貨幣政策，有可能在今年下半年對商品市場產生足夠的衝擊。

即使有上述兩個觀點，但很多人仍然認為，在一個負利率的環境下，商品價格怎麼能夠下跌？1980年至2000年的教訓是，資金成本若合乎市場需求，有利推動經濟增長；但太低的資金成本，卻造成了過去十年的混亂。既然如此，為何還要重蹈覆轍？

雖然短期來說，加息可能是痛苦的，但長期來說，加息可以為股票創造較佳的環境，以及讓投資者有較佳的入市機會。這就像聯儲局前主席沃爾克（Paul Volcker）在1980年代對大幅加息把通脹壓下來。

隨着新一年開始，基本經濟條件正在快速轉好這一趨勢已愈來愈明顯。因此，前所未見的寬鬆貨幣政策亦有需要改變。各國對貨幣政策正常化的取態和速度，將會主導未來的投資環境。（薛偉傑譯）