

亞股好壞 在伯南克一念之間

國際
視野Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

近來環球股市升溫，其中一個重要原因就是經濟擴張速度加快。例如，美國供應管理協會（ISM）的製造業指數在2月份升至61.4，乃2004年5月以來最高；瑞典去年第4季的GDP按年增長率高達7.3%，幾乎追得上中國；美國的汽車銷售比市場預期強勁得多；德國2月份的失業率跌至7.3%，乃東西德統一之後的新低等等。

經濟強而油價飆 非好兆頭

這不能不令人認為，經濟已復蘇過來。在這方面，相信已無異議。重要的是，經濟蓬勃是否一定有利股市？在這方面，數據卻非那麼肯定。

事實上，當經濟強勁增長時，企業通常也會有較高的盈利（好消息），但這亦會引致游資減少，因為：（1）企業需要較多資金來增加庫存和資本開支；（2）通脹可能會削弱邊際利潤；（3）若市場流通的

現金過剩，中央銀行這時通常會收緊貨幣政策，將之抽走。

當然，現時亦有人爭辯說，毋須憂慮強勁的經濟增長會令游資減少，因為：（1）企業坐擁破紀錄的現金，而且融資成本仍在下降。（2）西方國家的中央銀行還未開始推行緊縮貨幣政策。所以，游資並未真正開始減少。

資金由消費者流入產油國

但是，在未來6個月，經濟強勁增長的日子，未必就等同於股市大升的日子。若經濟增長，但油價突然急升，股市反而可能受壓。這是因為，高油價會由金融市場抽走更多的過剩資金，並引致資本配置大大失衡（錢由西方消費者的口袋，流進伊朗總統艾哈邁迪內賈德、委內瑞拉總統查韋斯，以及利比亞狂人卡扎菲等，這不應是資金的長期出路）。

事實上，對股市來說，最危險的日子往往就是經濟活動強勁但油價又急升的時候。

5次石油危機 皆觸發衰退

這正是市場近期這麼緊張的原因：自從1973年亞拉伯國家進行石油禁運以來，一共有五次環球石油衝擊，每一次油價都在短短幾個月內升了1倍。這五次環球石油衝擊分別在1973年、1979年、1990年、1999年和2008年，每次之後都出現環球經濟衰退，股票投資的回報也欠佳。

現時的挑戰是，若油價近期的升勢繼續延長，人們就可能會擔心出現另一次金融災難，因為現時的政府比3年前的更加不堪衝擊。

若利比亞的局勢演變成內戰，而又沒有有組織的力量取代卡扎菲；巴林又在嚴重的宗派紛爭風險之下，那很難想像，油價會在短期內掉頭下跌。

因此，在經濟增長強勁而油價又正在上升的情形下，很難不達至一個結論——現時投資在股市風險會增加，回報未必很理想。怎樣化解這個情況？我認為要看聯儲局。

在中國古代，有些人會每年付一次錢給大夫，以保養身體。大夫就會給他們多劑藥方和一些日常鍛煉的方法，以減低生病的機會。

但在西方世界，人們通常只會在生病時才看醫生，那時醫生才會開藥給他們。西藥在醫治某一問題時可以很有效，但通常亦會引發另一些問題。（在深宵時段看電視的美國觀眾就應該知道，超過一半在那個時段賣醫藥廣告，所提出的潛在副作用會比它們治療的疾病還要嚴重！）

美國聯儲局作為中央銀行的角色，就有點類似西醫。它處理某一問題很有效，但在過程中，它卻會製造出另一些問題。

事實上，我們其中一個老主顧就告訴我們，當聯儲局開始憂慮某些東西時，他就會開始憂慮其他東西。

我認為，現時正處於關鍵時刻：（1）美元正處



筆者預料，若伯南克維持量化寬鬆，美元或會崩潰，在新興市場通脹加劇；若伯南克不會再推行量化寬鬆，不但美元會反彈，連商品價格也會回軟，亞洲股市可以喘一口氣。

於一個特別重要的關口。（2）油價和食品價格正接近2008年以來的高位。（3）其他主要的中央銀行不是正在推行緊縮貨幣政策（如中國人民銀行、澳洲儲備銀行、瑞典央行），就是表達了緊縮的意向（如歐洲央行、英倫銀行）。

聯儲局棄QE3 才能解美元危機

聯儲局是否因為覺得油價上升會影響美國經濟增長，因此應推行較寬鬆的貨幣政策？抑或伯南克會覺得，聯儲局史無前例的救市行動，已經令美國經濟重新站穩腳步（芝加哥採購經理指數正處於1988年以來的最高位，個人所得稅收已差不多回復至金融海嘯前的高位）。這是不是說，聯儲局不久就會開始轉變它的政策？

不用說，這並非學術問題。若伯南克繼續走量化寬鬆的政策，美元可能會崩潰，在新興市場引發更多通脹。對美國股市來說，亦意味着，現時能源股和資源股跑贏大市，非必需消費股、護理股和其他穩定的股票跑輸大市這一趨勢可能會繼續。

不過，若伯南克清晰排除推行第三輪量化寬鬆（QE3）措施的可能性，並開始好像一個中央銀行行長般，表達對美元的長期購買力的關注，那不但只美元會反彈，連商品價格也會回軟，令亞洲股市可以喘一口氣（在最近3個月，亞洲股市比環球大市跑輸了很多）。

因此，聯儲局是否接受，商品價格近期急升，是其政策的副作用，是很重要。有一句古老的諺語說，信奉凱恩斯主義的經濟學家就好像心理分析學家般（一味認為要進行治療）。希望伯南克不會嘗試去證實這句諺語。

在這個階段，使用中藥來調理整體，而不是單看一個數據（美國失業率），將會獲得市場歡迎。