

棄債從股是時候了



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

所謂經濟衰退，應該是指某些行業的疲弱需求令就業數字和薪金下降，繼而令消費和投資轉弱，以及其他經濟活動亦走下坡，形成一個惡性和持續向下的循環。

正是這種會感染和蔓延以及自我加劇的特性，令經濟衰退與放緩有別，也令經濟衰退危險得多——對於市場經濟而言，經常都會出現某些行業放緩，職位由走下坡的行業行走至冒起中的行業，這情況只應稱為放緩。

全面衰退有別於行業放緩

負責測定美國商業周期的波士頓學術機構——國家經濟研究院（NBER）將經濟衰退嚴格定義為：「各種經濟活動出現嚴重下滑，持續超過數個月，尤其以工業生產、就業數字、實質收入和零售批發等顯而易見。衰退廣泛影響經濟，並不限於單一行業。經濟擴張才是常態，因為大多數衰退都是短暫的，近數十年更較少發生。」【編者按：美國是否處於經濟衰退，基本上是由全國經濟研究院的經濟學家開會後，來作出判斷。一般經驗認為，連續兩季國內生產總值（GDP）出現負增長，可稱為經濟衰退。這是個很接近的說法，但是不夠精確。】

我重申，經濟衰退的定義，並不是一個修辭學的問題。廣泛及持續的下滑是必須的條件，因為某些行業放緩，或者短暫的放緩，並不足以抵消資本主義經濟的自然擴張動力。局限於一兩個行業內的問題，通常都不夠拉力去拖垮整體經濟。因此，經濟衰退和經濟循環中期的行業性放緩（Mid-cycle Sectoral Slowdown, MCS）之間有很大分別，不論是對實質經濟還是對金融行業來說亦然。對實質經濟來說，衰退象徵包括失業率大增、大量企業虧蝕，甚至破產；但中期行業性放緩時，則只是企業盈利令人失望，就業數字接近零增長或輕微倒退，而非出現災難性的數字。

金融危機只會帶來中期放緩

對金融市場來說，經濟衰退和中期的行業性放緩兩者亦有完全相反的含意。當經濟衰退時，你會想賣掉股票，轉而購入政府債券。但在中期的行業性放緩時，你卻想買入股票，特別是那些擁有強勁市場地位、可靠現金流，以及清晰的長期增長前景的公司的股票。更重要是，那時你還想賣掉政府債券。在中期放緩時想賣掉政府債券的原因，可以從【圖1】中看到。在中期放緩的中段時，無人知道經濟會否惡化成衰退，但債券市場通常都會假設如此。但如果經濟活動不如預期般下滑，債券的孳息率就會急速上升，情形就如1987年和1994年那樣。

美國現時是否已處於經濟衰退，房地產和金融業的危機是否嚴重至形成一個惡性和持續向下的循環？市場觀點多

無可否認，美國現時的房地產大跌市和金融危機，至少是1990年代初期以來最嚴重的。但是，在技術上，這是否被界定為經濟衰退，卻不可馬虎。經濟衰退與放緩的分別，並不單只是修辭學的問題。因為單單一兩個經濟板塊的問題（例如住宅樓宇和按揭），與全面的經濟下滑，並不可以相提並論。

圖1 美國GDP增長率反映的衰退及中期放緩

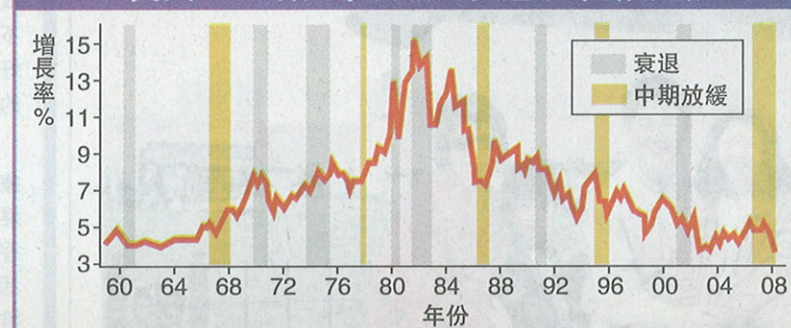
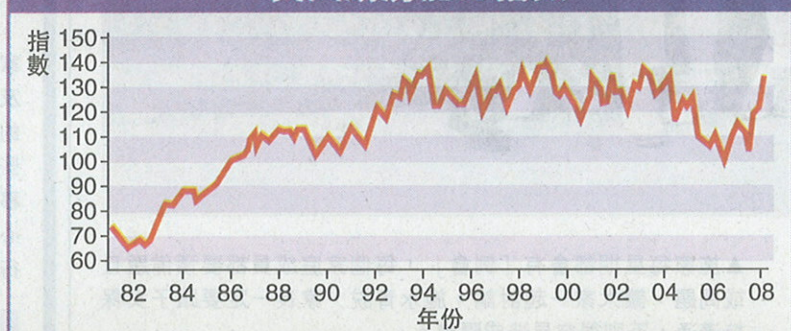


圖2 美國購房能力指數



認為如此，但我卻是不同意的極少數。除欠缺被認為是經濟衰退的數據外，我將會說出3個我持不同意見的理由。

過度拋售將帶來升市

首先，出現一個嚴重的金融危機，並不是預期衰退出現的足夠原因。事實上，以往每次出現中期的行業性放緩，都是往往伴隨着一個嚴重的金融危機，例如1984年拉丁美洲拖欠債務的危機、1987年的環球股災，以及1995年至1998年的墨西哥、亞洲和俄羅斯的金融風暴。

當然，現時的信貸危機被廣泛認為比上述任何一個危機還要嚴重。但正如早前本欄所說，每次出現金融危機時，市場都會認為它比以往任何一個危機更加嚴重。不然，市場根本就不會出現恐慌，以及把它視為危機看待。

第二，在未來幾個月，美國經濟將會出現一些強勁的擴張力。由5月的第二個星期開始，所有美國家庭都會收到美國政府的退稅支票。因此，在今年第3季，個人可支配收入將會比去年同期增加明顯超過10%。即使這筆收入只有一半用於消費，亦可以保證美國今年第3季和第4季的消

費開支至少增長3%。此外，聯儲局近期採取的寬鬆貨幣政策的滯後效應，亦會在2009年初開始顯示出來。這也是聯儲局主席伯南克，上周三這麼信心十足地說美國經濟會在2009年初重拾升軌的原因。

第三，是美國的住宅房屋市場。衍生工具市場顯示，美國的住宅樓價還會再跌大約20%，但衍生工具市場有時也會出現錯誤。當建築活動及就業數字看來仍要下跌好些百分點，美國的住宅樓價已經由高峰時回落了差不多15%。因此，美國的住宅樓價相對平均收入來說，已不算昂貴。

再經過幾個季度的收入增長，以及按揭利率差距縮窄，美國的住宅樓價更會顯得無可抗拒地廉宜，因為負擔能力指數還會考慮利率和收入因素。事實上，從【圖2】看來，美國住宅樓市的下一個升浪已是蓄勢待發。

因此，當債券的實際孳息率跌至數十年來的低點時，在這個重要關頭打賭美國正處於衰退，看來並非明智之舉。若要說賭衰退，應該是6個月前的事。現在，可能已經是時候開始去買美國經濟反彈。這意味着，應增持美股和企業債券，而減持美國政府債券。



美國房地產雖然正經歷大跌市，但卻不能以此界定為經濟衰退，因為單單一兩個經濟板塊的問題（例如住宅樓宇和按揭），與全面的經濟下滑，並不可以相提並論；圖為美國加州一住宅正貼出拍賣廣告。

（資料圖片）