

高油價變相高利率 隱藏禍害

國際
視野

Pierre Gave

GaveKal 亞洲區研究部主管

當布蘭特原油價格升至每桶 122 美元，以及其他商品價格（金、銀、玉米等）全部創新高，投資者面對的最重要問題是，石油是否成為了變相的利率？

在一個典型的經濟周期，利率隨着經濟活動上升，直至名義利率高於名義 GDP 增長時，即引發經濟增長放緩。但是，在現時的經濟周期，中央銀行的寬鬆貨幣政策根深蒂固、日久難改。因此，商品價格有如在無重狀態般上升——這種發展對經濟增長一定有負面影響。

油價對不同國家 影響有別

對投資者來說，首個挑戰很明顯——要界定利率升至哪個水平就會開始影響經濟，還相對容易；但要界定油價升至哪個水平會大大拖慢經濟，卻困難得多。

而且，因為各國的經濟結構有別，這令到評估工作的挑戰性更大。

以歐洲為例，挪威明顯地因為高油價而受惠；法國因為它的核能發電比重高，以及有先進的鐵路運輸系統，受影響則較微。但意大利和西班牙等則首當其衝地受到高油價的打擊。

五大央行打通脹 各師各法

投資者的第二個挑戰則是，商品價格急升，引發了全球五大中央銀行推出不同的政策回應。中國的人民銀行現時是採用全面緊縮政策，歐洲央行則剛剛加了利率，英倫銀行則講得多、做得少。日本央行最終亦要採取量化寬鬆政策，放鬆銀根，上月的貨幣基礎就按年大升 16% 之多。

另一邊廂，美國聯邦儲備局（或至少其主席）則繼續爭辯說，商品價格急升對通脹預期的影響很輕微；並認為商品價格急升是因為新興市場的需求急升，而非關乎美國的貨幣政策。

但即使是第一個觀點亦開始變得軟弱無力、自相矛盾。因為密歇根大學的消費情緒調查顯示，人們預期一年後的通脹會升至 4.6%，而據 Conference Board 提供的通脹預期更達 6.7%！

爭辯的核心是，應如何煞停商品價格急升？對中國的人民銀行和歐洲央行來說，答案很簡單，央行需要行動。

但對聯儲局來說，很明顯，這要由破壞需求做起，

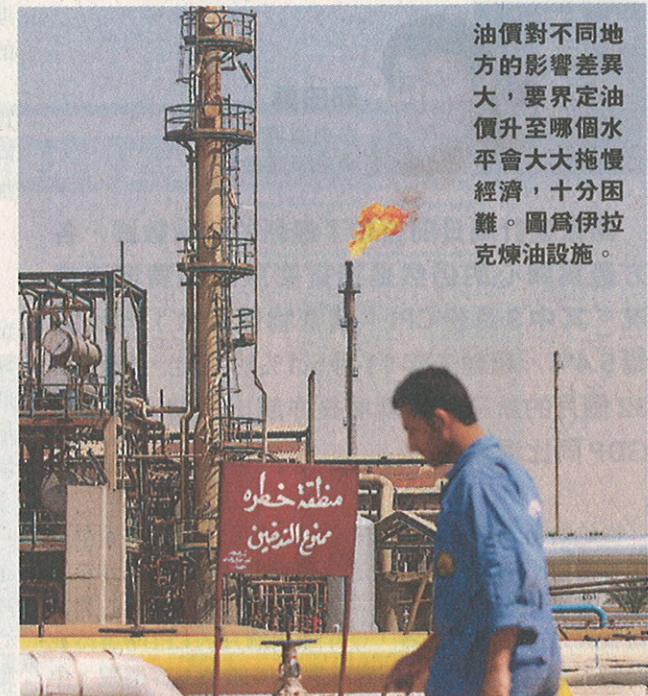
即新興市場到了無力負擔昂貴的食物和能源。不用說，這樣的政策對西方國家的低收入人士十分不利，因為他們一向需用更大比重的收入來購買蔬菜和汽油等。

除了油價持續上升之外，我們認為，還有兩點十分重要：

一、美元崩潰。貿易加權的實質美元匯價，現時到了「後布雷頓森林體系」（Post Bretton Woods System）建立以來最低。事實上，美元、歐元、日圓和英鎊這四大主要貨幣近期的表現，令人懷疑投資者是否正在捨棄這些傳統上的「保值」貨幣，而轉向第二線的貨幣——例如，商品貨幣（澳元、加元、紐元、挪威克朗），其他保值資產（黃金、瑞士法郎、新加坡幣），或者貿易貨幣（韓圓、人民幣、瑞典克郎、墨西哥比索等）。

對持有美元的投資者來說，他們的困境很簡單：若美國政府一心想令美元貶值，很難想像他們可以對着幹。或許，弱美元正是美國政府用來扭轉貿易不平衡的手段。但當然，現時美元並未真正崩潰。因為美國的貿易赤字主要都來自它和中國的貿易，而後者正在緩慢地讓人民幣升值。

二、利差交易重來（Carry-Trades）。3 月中，G7（七大工業國）在貨幣市場上聯手干預日圓升值，再一次給予日本投資者全面自由，將資金投資在海外尋找最佳回報。就在這時，所有高回報的債券和貨幣（印尼、匈牙利、土耳其、澳洲、新西蘭



油價對不同地方的影響差異大，要界定油價升至哪個水平會大大拖慢經濟，十分困難。圖為伊拉克煉油設施。

等）全都升值。這筆游資還有助推高了風險資產的價格，至於游資的來源，單是日本央行的資產負債表，近期就擴大了約 2750 億美元之多。

矛盾現象頻生 步近臨界點

現在的問題是，在石油和商品價格都上升，各國的貨幣政策又南轅北轍的情形下，這新增的風險投資風險會持續多久？

綜合種種，看來很明顯，我們正接近某個臨界點。商品價格和風險資產的價格同升，看來並不匹配。同樣地，商品價格、股票價格、通脹預期的上升，以及過度寬鬆的中央銀行，亦不應該同時出現的。一就是世界主要的中央銀行（尤其是聯儲局）推行緊縮貨幣政策，不然商品價格就會繼續上升，並引發經濟衰退。若要現時的經濟復蘇持續，最關鍵的就是要美元的幣值穩定下來，即不可再貶值。

異常寬鬆政策 應告一段落

還有，某些貨幣如澳元、瑞士法郎等近期大升，大幅升至超越它們的購買力平價，亦同樣會有不良的經濟後果。因此，由下而上的分析，可看到現時的情況並不穩定。若由上而下的分析，近年這種極端寬鬆的財政和貨幣政策乃是極其異常的，應該要告一段落。歐洲和中國已開始這樣做，下一步美國就應該加入。