

又一次印證5月離場？

國際
視野Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

傳奇投資者、美盛集團（Legg Mason Inc.）首席投資官 Bill Miller 在其4月份的通訊中，回顧了美股今年初以來的表現，他作出了這樣的評論：

「最令人意外的是，在今年第1季，在標準普爾的行業分類中，只有兩個行業的表現跑贏整體的標準普爾500指數，那就是能源股和工業股。其中，能源股跑贏差不多1100個基點（即11%），工業股就跑贏大約300個基點（3%）。其他的行業分類都跑輸給整體的標準普爾500指數。對上一次出現這情形是2000年第1季，當時科網泡沫正處於巔峰，那兩個跑贏標準普爾500指數的行業就是科技和公用事業……」

有趣的是，這情形不只單單在股票市場上出現。在4月份，儘管美元相當疲弱，商品價格仍然有些微下跌，「路透社商品期貨價格指數」下跌了0.9%。

「路透社商品期貨價格指數」回跌，是有幾個原因。第一，糖價自從在2月份創下數十年來的高位後，已回落了34%。第二，棉花價格自從在3月初創下歷史新高後，亦已回落了17%。第三，銅、鉛、鋅、小麥等的價格年初至今都出現回跌。

全球央行收緊貨幣 資產難大升

在風險資產方面，只有個別類別跑贏，背後究竟有何原因？這現象對我們又有什麼啟示？

1. 最直覺和最簡單的解釋是，我們現時正在進入一個截然不同的全球化中央銀行環境。人民銀行開始推行緊縮貨幣政策已經有好一段時間。歐洲央行的理事會成員則希望在現時的領導真空期，排擠德國的影響力。美國聯儲局的第2輪量化寬鬆措施（QE2）已差不多結束，將不會推出第3輪量化寬鬆措施（QE3）。至於日本央行，在海嘯之後曾推行寬鬆的貨幣政策，令當地銀行充斥著游資，現時則好像想在其2750億美元緊急現金注資中收回一部分。

因此，當所有中央銀行都不再像四旬節前嘉年華會上的新奧爾良波旁街的酒保般狂歡時，每一種資產類別都不再上升，又有什麼值得意外？

中國經濟放緩 波及股市物價

2. 另一個有可能的解釋是，中國經濟增長可能放



商品價跌

石油、金屬、農產品等商品價格近日急回軟，而風險資產中，只有個別能跑贏大市，這不禁令市場感到焦慮。筆者認為，從目前多種環球因素看來，若市況在短期內大幅轉壞，並不是意外之事。

（資料圖片）

慢，股票市場和商品市場都會受到其影響。

從這方面來看，中國物流與採購聯合會日前公布，4月份的中國製造業採購經理指數（PMI）為52.9%，較3月份下跌0.5個百分點，只是反映中國近期多種緊縮措施（加息、提高存款準備金率、讓人民幣加速升值、反貪污等）開始生效的一系列數據之一。

隨着中國逐漸撤銷財政刺激政策，耗用大量材料的房地產市場將成為內地政府中強硬派的主要打擊目標。

舉例說，興建鐵路的公司今年第1季的新合約，就比去年同期下跌了三成之多。同時，英國《中國日報》日前亦有報道，指有傳言說，中國今年用於鐵路基本建設的投資，將由原先計劃的7000億元人民幣，削減至5000億元，中國野心勃勃的高鐵計劃將會放慢進度。

當然，這可能有部分是因為前鐵道部長劉志軍涉嫌貪污被捕，盛光祖接任鐵道部不久。但是，在時間上，放緩高鐵建設進度的消息，十分配合中國現時的緊縮經濟步伐。

3. 國際貨幣基金組織（IMF）最近指出，亞洲區在推行緊縮貨幣政策方面相當滯後，實質利率比平均利率低得多，而財政開支則仍然在增加。

亞洲區的政策轉折，愈來愈受到關注。例如，印度在過去一周就決定加息0.5厘，比市場預期為多。再者，傳聞中國上月的新增貸款增長是令人憂慮的高。這意味着，中國的緊縮周期還將繼續好一段時間，沒有那麼快結束。

4. 4月底聯儲局主席伯南克在議息會議後的新聞簡報會上，闡述了這樣的政策軌跡：第2輪量化寬鬆措施（QE2）將會在6月份結束，但聯儲局的資產負債表不會即時就開始收縮，因為到期債券套現的資金仍會再投資。在收縮資產負債表之前，聯儲局將會抱觀望態度，然後才是最終的加息。

這意味着，美國要真正加息仍然很遙遠——這點

不太令人意外。在一段時間內，美元將會繼續疲弱。表面上，這意味着，環境仍然對風險資產有利。但這裏有兩個關鍵的考慮：

1. 在聯儲局顯示了其極端寬鬆的立場後，商品價格也有些少回軟。當QE2結束時，將會出現怎樣的情形？

2. 若聯儲局改變計劃，早於市場預期加息，那又會怎樣？

商品市場近期回軟，是否就是反映這些考慮？過去一周，商品價格在掙扎，也許不是巧合。在上周四早上，當我如常地創報章時，幾乎每版都可以看到全球最大的商品貿易公司嘉能可（Glencore International AG）的主席的笑臉。雖然沒有理由去妒忌他從上市取得的96億美元紙上財富，但是，在某程度上，他的成功一定會令市場有些不安。

企業趕上市 令人感不安

泡沫通常都不是被基本因素戳破（若基本因素主導，就不會有泡沫出現），反而是被一些小道消息，甚或傳聞戳破。若嘉能可的上市成功，那無可避免將會被用來和僅僅在金融海嘯爆發前上市的黑石集團（Blackstone）作比較。這會否是另一個徵兆，精明的投資者正在考慮，在市場翻轉之前套現離場？

事實上，現時有些企業差不多好像是一窩蜂趕着去搞上市——賣方好像擔心，遲一刻鐘，這個窗口就會關閉。

無疑，近日有些新聞是正面的，包括企業盈利大升，以及拉登被殺等。但我不得不承認，商品的轉弱，以及風險資產中只有個別能跑贏大市，令我感到有些微不安。

若結果是市場在短期內大幅轉壞，我將不會感到意外。或許那句老生常談「Sell in May and Go Away」（一到5月，就要出貨離場）會再一次證實是正確？