

企業盈利成唯一希望



長遠來看，政府削減支出無疑是有益且必需的，但如此進取的做法勢必導致美國的失業率在短期內升至 15%。隨着總統大選臨近，奧巴馬政府很難行削減開支這條路。圖為美國民眾遊行，要求政府削減債務。

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

國際 視野

今天開市之時，投資者將要面對一個截然不同的世界。標準普爾將美國國債評級由 AAA 調低至 AA+，且維持負面的前景展望，這對於美國政府來說實是史無前例。沒有歷史參考的事件，是很難預測投資者有什麼反應的。

有一個值得留意的危險是，為達到資本要求，美國被降評級會迫使大量美債遭拋售，因為 AA+ 債比 AAA 債要求更多的資本儲備。因此，大型基金經理、養老基金將不得不作出選擇，要麼保留他們手上的美債，但要為此增加更多現金；要麼拋售任何自己已負擔不起的債券，來維持急需的流動性。

今日市況反應 無歷史可參考

但另一方面，美國被降級將會令市場期待聯儲局推出進一步寬鬆政策，提供多一個理由令大家相信美債孳息會維持低位，就好像當年日本的信用評級被降低後的效應一樣，亦即是說，降級是利好美債市場的。

然而，僅僅就現在這樣一個充滿多重宏觀經濟風險的環境來說（包括歐債爆煲？中國硬着陸？中東動盪再現？），標普此舉肯定是火上加油。因此若周一早開市下挫，我是一點也不會驚訝。

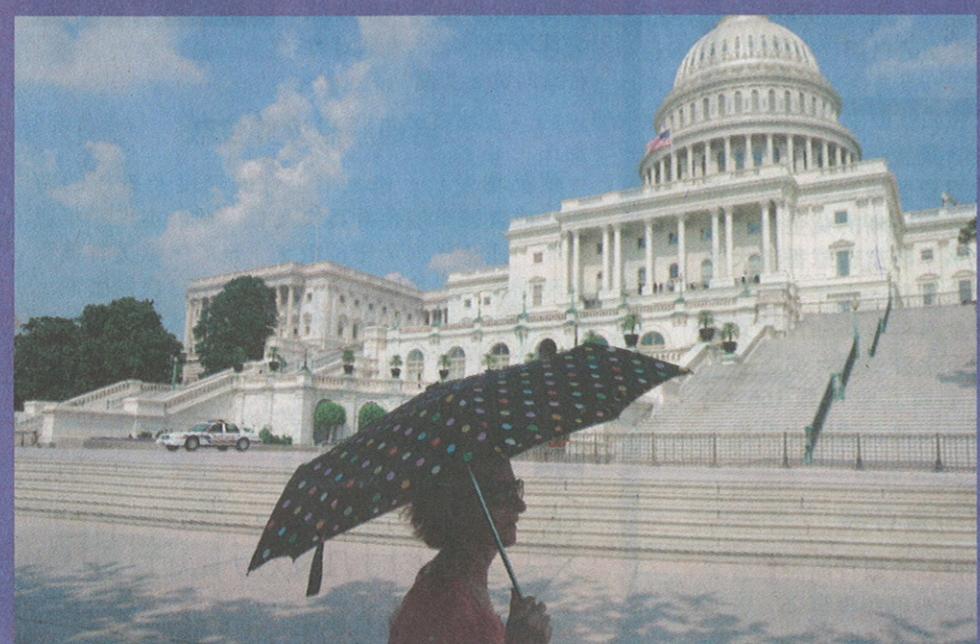
歐美經濟惡化可能性上升

從長期來看，降級意味着什麼呢？在全球化經濟中，經濟周期通常會影響貨幣形勢。一個放緩的經濟導致低利率和要推出刺激政策，而一個增長強勁的經濟則會引發利率上升和更多的財政緊縮政策。因此，推動市場的正是經濟周期和相應政策之間的平衡。

在今年第 1 季結束時，伴隨的是全球利率緩慢上升，經濟周期開始惡化；然後 QE2（第二輪量化寬鬆）結束之後，緊接着又遇到歐元區市場再度顯現緊張形勢。因此大家都看得出，現在的環境不利好股市，而人人湧向債市，尤其以美國國債為主，這致使長期國債利率已跌至 2.5% 水平。那麼，市場會由此走向哪裏呢？

我認為，將來或可出現兩種局面：

- 如果我們看到寬鬆政策開始改善經濟周期狀況，或至少使其穩定下來，而歐債市場又得以緩和，那麼我們可以預計風險資產的表現會相當出色，股市會大反彈。
- 相反，如果歐洲和美國的決策者無法重塑市場對他們的信心，而經濟增長的數字又再惡化的話，那麼我們可以想像一個熊市般的前景，並有極大可能出現一次歷史性的崩塌。



作者認為，最可能出現的局面是，決策者會盡力改善「後雷曼時代」的局面，以換取時間去解決政府的債務問題。圖為美國國會。

（法新社）

不幸的是，隨着時間推移，第 2 點發生的可能性正不斷上升，而標普降級，正要為美國政府去槓桿化進程，增添一個緊迫的理由。

美企業現金流勁 但不投資

在歐洲，人們至少可以將眾多結構性問題歸咎於歐元的誕生。因此儘管歐元崩潰會引發巨大的波動和焦慮，但這個可能性卻會成為一個受歡迎的好消息。不過對美國而言，如果經濟真的出現雙底衰退，那麼美國還有什麼顯而易見的解決方案呢？

現在有很多人認為凱恩斯主義的失效和政府支出不斷膨脹，是美國經濟再現疲弱的元兇，如今這個觀點也顯然得到了標普的支持。這因而關乎到信心問題了。

向前看的話，美國經濟增長將不得不依靠私人投資領域，因為政府和消費者都會繼續縮減他們的開支。但遺憾的是，美國企業並不會再投資了，儘管他們的資產負債表從未有表現得那麼好過，而他們的現金流也正在有史以來的最高水平。企業不再投資的原因是決策者正在不斷提醒人們，政府才是唯一可以支撐起經濟的希望。

削開支長遠有益 短線失業率飈

從茶黨（美國右派共和黨人）得到愈來愈多的擁護可見，美國人正要求美國政府承諾恢復合理的公共財政。但是，就像英國近期的經歷（以及大量歷史上的例子，包括極具說服力的 90 年代瑞典的例子）都表明了，此政策將會帶來最少好幾年、甚至更長的時間的惡性緊縮。

因為美國經濟中，出口所佔比例極小，所以就算美元進一步貶值 20%，就算美國以外的其他地區仍然經濟蓬勃，我們也不能寄望美國從出口得到多大幫助。儘管長遠來看，政府削減支出無疑是有益且必需的，但如此進取的做法勢必導致美國的失業率在短期內升至 15%。這樣的話，誰還敢去嘗試呢？我認為尤其在此時此刻，面對即將打響的總統大選之戰，奧巴馬是很難行削減開支這條路的。

令人恢復信心 才有意欲投資

說真的，只要還有別的選擇，決策者就不會執行一個可能置病人於死地的療法。依我看來，最可能出現的局面是，決策者會盡力改善「後雷曼時代」的局面，（例如聯儲局入市購買美國房地產，歐洲央行和歐洲金融穩定基金（EFSF）表現得更為進取等），以換取時間去解決政府的債務問題。

所以，雖然我不能確定上述策略有沒有效，但今時今日顯然與 70、80 年代的情況迥然不同。因為身處高效益行業中的眾多大企業仍呈現出繁榮的境況，有一些甚至獲得難以想像的高利潤。在這樣一個情景下，先前提到的政策組合是可能發生的。如此說來，現在至少還有一個有力理由可以擡起我們的希望。