

留現金 待美國確認非衰退

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

上星期，聯儲局的舉動固然不能令所有人開心，特別是那些視這反映伯南克不再托市的人。股票被拋售，標準普爾500指數過去一周下跌6.5%，乃8月初以來最大的單周跌幅。但是，卻有一類人可能可以鬆一口氣，那就是歐洲貨幣聯盟（EMU）成員國的國民。

畢竟，若世界需要歐洲的危機緩和，南歐洲變得較具競爭力，以及商品價格回跌，現時欠缺政策令美元貶值的情形，就必須有些轉變。在我看來，若要歐洲走出危機，唯一的方法就是要美國聯儲局採取強美元政策。在此情形下，歐洲的出口可以抵消一些必要的財政整頓的影響，而較低的商品價格將會給予西班牙、意大利、希臘一線生機。

強美元將給南歐一線生機

當然，若美國在同一時間亦陷入經濟衰退，那麼西班牙人就會說：「心領了」。這明顯就是市場的憂慮。有些投資者明顯感到，聯儲局好像變得束手無策。但實情是，可以透過貨幣政策來做的東西，差不多都已經做了。

與去年不同的是，今年有較大的通脹風險。而且，若通脹預期失控，聯儲局也不能逆轉政策，因為它最近才承諾過，近乎零利率的政策（Zero Interest Rate Policy, ZIRP）將會維持多兩年。再推量化寬鬆政策，

又會增加通脹風險，而成效卻有限。

但是，我們也不能說，聯儲局什麼都沒有做。雖然沒有創造新的資金，但聯儲局將4000億美元撤出短期的國庫券，轉移至較長期的債券，就等於向長期利率施加壓力，迫使它下調。長債的孳息率確曾因為這新消息而下跌。透過減少市場上的長期國庫券，以及拉平國債孳息率曲線，聯儲局的目的是，阻止銀行和企業以借入短期的錢來購買長期的國庫券獲利，希望它們會對私營企業增加借貸。

但現在的問題是，美國經濟能否在今年底前加速增長，而毋須進一步的貨幣政策（雖然可能有進一步的財政措施）。若成功的話，我們就可以重回牛市，甚至歐洲也無問題。

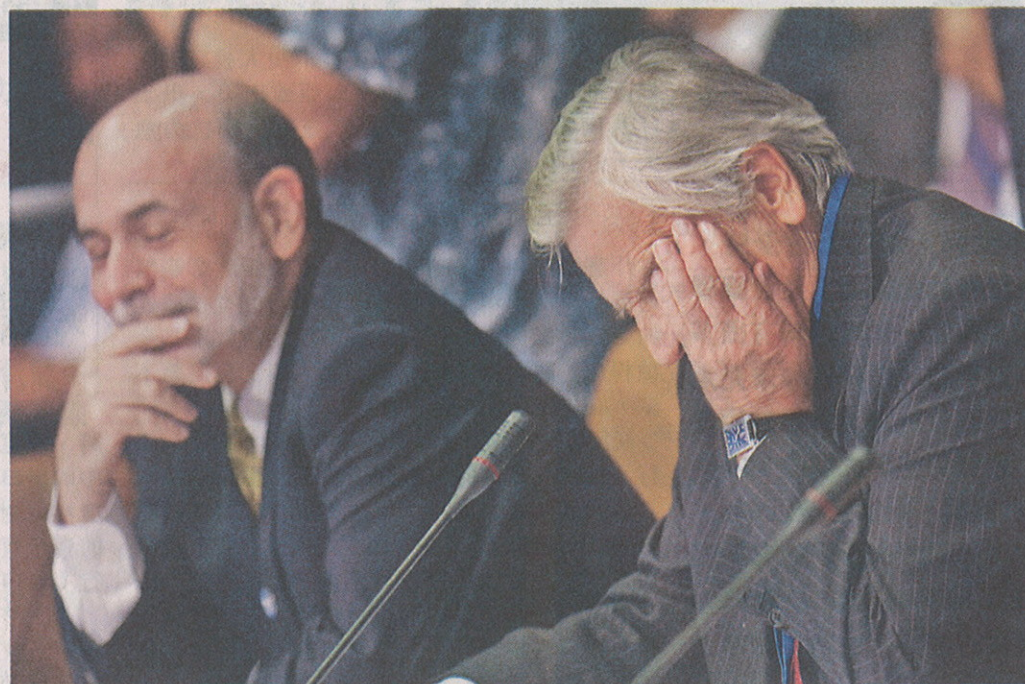
倘年底前美加速增長 牛市可重臨

美國若不能在未來3個月產生較亮麗的數字，衰退的動量將不能停止，美國或歐洲將不再有什麼安全網，對世界其他地方也有負面的影響。在此意義之下，前景只有黑或白，而沒有灰色地帶。

以半杯水的觀點來看近期的事件，或許有人會爭辯說，近期的發展顯示了，瘋狂和經常地操縱市場終歸會停止。聯儲局已經承認了「量化寬鬆貨幣」的限制。因此，美元正開始重回比較合理的水平。油價看來會有相當大的調整，正如很多商品一樣。而歐元亦差不多到了它的重要關頭。近期股市的拋售潮，說不定可能是歷史上其中一個收集優質股票的好時機。

作為樂觀主義者，對於有意見認為，這可能只是黎明前的黑暗，我會抱開放態度。但問題是，無人能夠肯定這一點。很少投資者會在這樣的情形下冒險增持，除非有人能夠回答他，美國是否正走向衰退。

不幸地，這一變數亦正在感染亞洲市場。我說不幸地，當然是因為亞洲的基本因素仍然十分良好。當大多數亞洲經濟體仍然和經濟合作與發展組織（OECD）成員國的增長周期掛鉤時，我們卻發現有些脫鉤現象。



伯南克（左）「不再托市」，上周各地股市大幅下跌。圖右為歐洲央行行長特里謝。（法新社）

換句話說，亞洲的經濟仍然會跟隨美國和歐盟上落，但在這些同步的波動下，大家的結構性增長速度差別卻愈來愈大，以亞洲的增長較領先。

熊市結束時仍持現金 才是投資天才

另外某程度上，中國大陸有其自主增長的驅動力，其信貸和大興土木的周期與世界其他地方不盡相同。而且，中國十分強健的資產負債表意味着，它為其他新興市場的基建及工業發展計劃提供融資（以及設備和服務）的能力愈來愈強。這一能力看來不太受美國和歐盟發生的事件限制。若真的有限制，那就是，直至近期，內地都無意放鬆貨幣政策（主要是因為通脹還未回落）。

但實情是，我或者任何人對中國及亞洲其他地方的中期前景的信心有多大並不重要。若美國在未來12

個月出現經濟衰退（或者歐洲出現重大的違約事件），亞洲市場亦將會跟隨下挫，儘管它有較高的增長前景（近期亞洲貨幣被大舉拋售，正提醒了人們這一現實）。之後，亞洲市場將會以快得多的速度復蘇。但若亞洲也出現類似2008年至2009年的跌市，就未必如此樂觀。

這正是大部分投資者都抱觀望態度的原因，即使有些人覺得前面可能有重大機會，但仍不願入市。若美國在下月公布的經濟數據較強，全球衰退可以避免（不管歐洲發生什麼），股市重新上升的綠燈將會開啓。

但當然，現在還未到那個時候。所以，我提醒大家一句投資格言：「投資天才的定義是，在熊市結束時手中仍然有現金的人。」在現階段，小心謹慎仍是最佳的行動。