

美股升勢停 錢將何處去

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

早前的總統大選為美國人提供了一個簡單的選擇。一是削減政府開支及將錯綜複雜的稅制合理化（這有點像英國現今或瑞典 90 年代的做法）。另一個選擇是增加資本增值稅，以及向最富有的 2% 人口提高入息稅，以支持政府開支（這比較像日本過去 20 年的做法）。

在這次大選之後，我們現在知道，美國有風險跌入類似日本的陷阱——不斷增加國債來處理過度槓桿化的問題。從美國大選的結果看來（即奧巴馬勝出），大多數選民都接受效法日本的做法，我們可以預期，美國股市在大選之後會受到一些打擊（我估計可長達 4 年）。

美不致跌入日本式衰退

我記得，很多年前，完全沒有人認同瑞典的結構性改革。相反，很多地方的投資者，包括我在內，卻再次投資在東京的股市上，以及訂閱《日經周刊》，嘗試計算出日本最新一輪的改良式「凱恩斯主義」會產生什麼影響。

現在，答案很明顯——經過多次迴光返照式的反彈之後，日本股市其實仍然處於長期的結構性熊市。（雖然諾貝爾經濟學獎得主、美國經濟學家克魯明已經多次強調，投資者可能會輸清光，但整體來說，日本人仍然繼續生活得十分安逸，並沒有真正的危機感）。

美國會否出現同樣的情形？在很大程度上，日本經濟迷失 20 年，並不是美國的範本——因為不論是美國的股市還是樓市，都沒有好像 1990 年時的日本股市和樓市那樣嚴重的泡沫。

而且，美國確實受惠於一些具體的結構性的競爭優勢。例如，美元作為世界性的儲備貨幣；在經濟合作與發展組織（OECD）的成員國之中，美國的能源成本最低；在世界上所有高增長和高利潤的行業中領先，包括高等教育、醫療保健、



從美國大選的結果看來，大多數選民都接受效法日本的做法，可以預期，美國股市在大選之後會受到一些打擊，估計可長達 4 年。圖為奧巴馬成功連任，發表講話。

（資料圖片）

資訊科技、媒體娛樂、金融等等。

不過，話得說回來，美國股市近幾年一直都明顯跑贏其他發達國家的股市。這是否可以持續？

大選過後 投資者沒有好期待

當美國宣布推出第三輪量化寬鬆措施（QE3）之後，投資者紛紛入市。根據摩根士丹利最近一份報告，長短倉股票對沖基金的淨股市投資比率和總股市投資比率都達到今年的高位。

很明顯，市場以為美國聯儲局的寬鬆貨幣政策，將會有助資產價格上升。雖然這沒有發生，但投資者堅信，在美國大選之後，政治上的變數會結束。

現在，選舉已成過去，除了加稅之外，投資者卻沒有什麼好期待，股市再升就要寄望年底的粉飾櫥窗。但之後又有什麼還可以期待呢？

事實上，當美國政府承諾要提高資本增值稅和高收入人士的入息稅，觸發近期表現最佳的多隻股票（蘋果、IBM、亞馬遜等）都出現拋售現象，股市在年底出現反彈的可能性有多大？

投資者憂改革稅制 提早沽貨

隨着投資者擔心美國修改稅制，而提早減持表現最好的股票，在未來幾個月，最佳的美股投資策略很可能就是「道指狗股理論」（Dogs of the Dow Theory）。

（編者按：「道指狗股理論」是指美國基金經

理 Michael O'Higgins 在 1991 年提出的跑贏大市投資策略。其具體做法是，投資者每年年底從道瓊斯指數的成分股中找出 10 隻股息率最高的股票，新年伊始買入。一年後再找出 10 隻股息率最高的成分股，然後賣出手上持有但不在新名單中的股票，買入新上榜的股票。只要每年年初和年底都重複這種做法，在大多數情形下，都可以獲得跑贏大市的回報）。

但這不是世界末日。過去幾年，美國股市都跑贏其他國家，即使現時出現回落，也是正常的調整。問題只是，那個市場會跑贏美國？

日本的政治癱瘓正悄悄地將該國一些最大的出口商推至懸崖邊。歐洲是一片混亂，法國一旦出現經濟衰退，大有可能觸發投資者恐慌。至於東南亞股市的估值，早就已經不大令人信服。

中國新決策者 應可穩住經濟

因此，經過一輪淘汰之後，我們又回到中國。至少，中國搖車邊也不斷有一些好消息。若果中國的新一批領導人好像我們相信那樣逐步推行金融改革，那麼中國的股票、固定收益產品和貨幣最近跑贏其他國家，將僅僅是個開始。

如果中國的決策者採取穩定的貨幣政策和強勢的貨幣，而西方的財政政策則被加稅和削開支主導（好像法國總統奧朗德和美國總統奧巴馬那樣），那麼資產之間相對價格變化將可以相當大。