

美股結束13年結構性熊市

國際
視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區
研究部主管

當股市幾乎每天都創出新高時，一種令人不安感似是難以避免。畢竟，投資者到達山頂之後，很自然的就會開始預期，之後會有好一段時間走下坡。但是，在字面上，我們應該怎樣形容這個上山落山的比喻呢？看淡的分析員經常聲稱，在股市高峰之後，往往是大跌市的來臨。

例如，美國股市在2007年10月創出新高之後，很快就累積大跌了57%。而對上一個高峰，則是在2000年3月出現，之後亦累積下跌了37%。而再對上一個高峰，則是在1987年8月出現，同年10月19日星期一，華爾街即出現有史以來最大的股災。道瓊斯指數在一天之內重挫了508.32點，跌幅達22.6%，創下自1941年以來的單日最大跌幅。6.5小時之內，紐約股市就損失了5000億美元，相當於美國當年GDP的八分之一。

當然，這些先例聽起來顯然嚇人。但是，當仔細一看，就會發覺這樣的先例實際上不意味什麼。沒錯，股市每次創出高峰之後，看似都會出現大跌市，但其原因卻是修辭（semantics）上的問題，而不是甚麼金融或經濟問題。

長時間橫行 鋪路創新高峰

顧名思義，高峰就是之前要上一個斜坡，之後要落一個斜坡。若果之後不回落，那算是什麼高峰呢？取而代之會是突破更上一層樓，翻看以往的創新高記錄，股市都曾經過一段長時間的橫行，這是為創新高而不是為大跌市而鋪路。

具體來說，在過去100年間，美國的標準普爾500指數或其前身，就有8次經過長時間的窄幅上落後，而創出新高。這裡所說的「創新高」，我們定義為比之前的最高紀錄要高出至少3%或以上。這8次「創新高」的時間分別是：1924年12月，1954年9月，1963年9月，1967年8月，1972年5

月，1980年7月，1982年11月和1989年7月。

所有這些新紀錄，之後都被下一個新紀錄超越，並沒有突然其來的顯著大跌市。最長的3次熊市和窄幅上落是在1908年至1924年，1929年至1954年，以及1973年至1982年，都是為下一次大升市而鋪路。

1924年創新高之後，標準普爾500指數上升了兩倍。1954年創新高之後，又上升了3倍。1982年創新高之後，更上升了幾乎9倍。

科網股盈利追上高預期 美日經濟亦好轉

過去一星期的美國股市，突破了過去13年的窄幅上落，是否可以產生類似上述的壯觀效果？這個問題只有事後孔明的答案。但有幾個理由相信，過去一星期的股市表現，標誌著自2000年3月互聯網泡沫爆破以來的結構性熊市的結束。

第一個理由純粹是時間效應。當股價好像1990年代後期那樣出現過高時，它們都會透過價格和時間來調整。好像微軟、英特爾和亞馬遜的股價，在2000年3月科網泡沫最高峰時是貴得荒謬，但其收入和盈利經過13年來的增長，最終也追上了當年的高預期，它們的股價現在已經變得相當便宜。

第二個理由，則是美國和日本的經濟周期和政治情況看來出現好轉，中國和亞洲大部分地區的經濟增長亦可能穩定在尚算不錯的水平，而歐洲南部經濟停滯不前對世界的影響，則可能不會超過1990年代的日本。這一切都不是確定的，但華爾街的表現表明，周期性情況出現好轉的可能性要大於惡化。

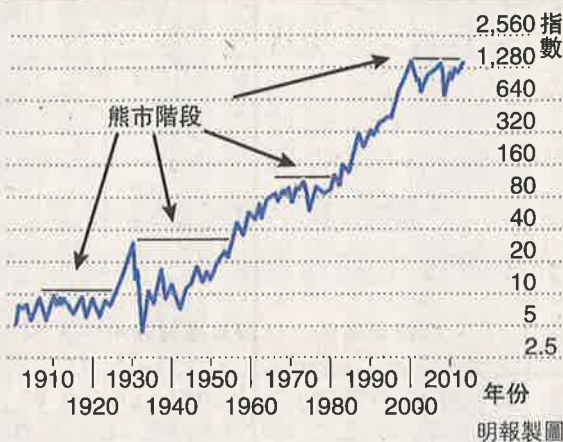
第三個，債券市場已經前所未有地興旺了15年，似乎不太可能繼續興旺下去。

商品黃金前景不佳 股市為唯一選擇

因此，投資者正面對一個進退兩難的局面。他們不能再留守在債券市場上收取微薄的固定收益，因為在現時實質利率為負數的環境下，他們實際上等於蝕錢（除非全世界出現大通縮）。那麼，投資者應該如何部署資本？

商品？這看來並不是一個好主意。因為中國的經濟增長正在轉型至投資沒有那麼密集的形式（這是

標普500指數四次熊市整固後迎來牛市



經過過去十年大幅增加產能投資的結果）。

黃金？過去幾個月的情況顯示，這是一條絕不平坦的道路。更何況，黃金是一種負收益的資產（投資者必須付款來儲存黃金）。對於儲蓄者來說，就只剩下股市。

最後，還有上周討論過的結構性力量的動態平衡問題。現在，大家都充分認識到投資者在2008年金融海嘯之前忽視了的長期挑戰和風險，例如人口老化、債務不可持續地增加、醫療費用不斷上升、實際利率為負數等等。

等牛市明確才入市 往往太遲

但身處危機年代時，同樣很容易忘記了那些在危機之前令投資者和商界領袖感到鼓舞的長期機會。例如，全球將會增加以十億計的消費者和勞動者，環球經濟正在圍繞資本主義和自由貿易而重組；還有電子科技、生物科學以及非傳統能源提供的新產品、新服務和效率。

沒有人可以肯定地說，長期趨勢是否真的轉向這些促進增長的力量。但可以肯定的是，市場往往跑在經濟學家和投資分析員之前，早已察覺到一些結構性變化。當牛市的原因變得很明顯時才入市，通常都已經太遲了。