



■每當貴金屬價格大跌之後，市場投資法則亦往往為之一變；更有甚者，貴金屬顯著跌價，往往觸發某國某地陷入經濟衰退甚或蕭條。

(法新社圖片)

市況異動 屢現暗湧



> 跳出思維定式 > John Mauldin

在量寬或於今年年底收場的「威脅」下，近期債息顯著回升。市場早已預期利率水平將重拾正軌，看來貝南奇有意把此一任務留給其繼任人完成。雖然在個人層面，利率回升對任何投資者（包括筆者在內）都絕非好消息，但若終能回復常態，即使過程難免波折，也始終是造福整體經濟前景的好事。

有鑑於此，本欄今期樂於為讀者推介加夫（Gave）父子兩位就相關課題合撰的專題文章《形勢不妙》（*Bad Omens*）。文章中以此一點尤其值得注意：「若環球股市拋售現象可歸咎於美國債券急升100個基點，一旦實質利率再升50個基點，就難以估計市場怎能消受。」雖然美國投資者未必注意及此，但近日國際投資界的一片「腥風血雨」，已由股市蔓延至其他市場。世界各地央行但求穩定大市，爭相採取量寬措施，卻適得其反，種下禍根。風雨飄搖之際，任何足以暫收一時之效的手段都派上用場。

即使量寬終有盡時已是人所共知的現實，因而亦早應在市場意料之中，但貝南奇僅僅暗示會縮減買債規模，市場就已反應過敏，以致聯儲局理事紛紛公開表示，該局當會審慎從事，誰也不敢造次云云；這種近乎歇斯底里式的表現，實在令人忍俊不禁。

由此可見，今年夏季市場波動在所難免，而在市場波瀾再起的前夕，加夫父子對現況的剖析別出機杼，尤具參考價值。

以下為財經研究中心 GaveKal 創辦合夥人兼行政總裁路易·加夫（Louis Gave）及創辦合夥人兼主席夏爾·加夫（Charles Gave）合撰的文章。

今年5月底，我們曾就環球股市短期前景發表過一篇文章，以期引起相關討論。自此之後，各新興市場名副其實，由於歷練尚淺，因而未能在危機中順利過關。以美元計，巴西股市本年至今已下跌35%，而中國股市估值則降至2008年環球金融危機時期的水平。

至於歐美股市，同樣難逃跌

市厄運；惟有日本股市獨力支撐大局，仍有估值具吸引力的股票，經濟活動亦見旺盛，流動性增長相當可觀。不過，日本在當前環球經濟困境中，是否就因而堪稱一枝獨秀？下文將逐一檢視各國股市頗堪憂慮的種種迹象。

大市轉勢有望？

自從1997年亞洲金融風暴以來，環球經濟幾經連串通縮衝擊，導致聯儲局及其他央行變本加厲，在調低利率的同時，不斷擴充貨幣基礎。

每次銀根放鬆，均造就部分資產類別備受追捧的優勢，例如上世紀90年代的科網、媒體與電訊股（TMT）；千禧年代中期的房地產股及金融中介機構；千禧年代末期的商品、定息工具及新興市場。

每次資產價格飆升過後，均隨即出現大跌市，令人不禁心生疑問：到底各新興市場經濟由盛轉衰的迹象，是否只是歷史重演？近期債券與股票之間的互動現象，是否足以顯示通縮衝擊已成過去，而名義GDP增長將從此加快步伐？大市

又是否面臨結構性轉振點？

綜觀環球股市近期表現，下列四方面的現象尤其顯出大市形勢不妙：

一、跌多升少趨勢

【圖1】顯示基於全球20大股市表現的擴散指數走向，可見今年以來上升或下跌的股市數目。灰色條形若處於正20水平，即表示投資者在環球各大股市有所斬獲；若指數為負20，股市表現全線不濟則無所遁形。數字處於負數水平，無非反映出環球各大股市中跌勢較升勢普遍而已。

圖中紅線代表標普500指數表現。自1992年以來，各地股市跌多於升的現象共錄得14次，其中10次期間，標普500指數跌幅至少達10%；餘下4次期間，標指跌幅則介乎0%至10%。從當前形勢觀之，標普500指數近6個月來已錄得雙位數字升幅，大大偏離常態。

二、銀價跌勢未停

可惜近期表現不濟而令投資者損手的投資環境，並不限於股市。事實上，大部分「黃金好友」近月來應已重新發現，貴金屬根本不宜視作投資避風港。

話說回來，從【圖2】可見，銀價下跌幅度超過三成的情況不算常見，近百年來只出現過11次而已。值得留意的是，每次銀價大跌都標誌着國際金融制度經歷重大變化。

長話短說，每當貴金屬價格大跌之後，市場投資法則亦往往為之一變。更有甚者，貴金屬顯著跌價，往往觸發某國某地陷入經濟衰退甚或蕭條；而美國亦幾乎例必陷於經濟衰退。唯一例外在於1983年至1984年間，當時拉丁美洲經濟蕭條並未有連累美國經濟衰退，反而導致石油價格崩潰。

三、跌市不限金股

假設某退休基金投資取向保守，其中資產分配如下：環球定息產品40%、環球股票40%、環球各大對

沖基金（Bridgewater、Man-AHL、AQR等）10%、黃金5%、私募基金5%。

除卻其中非流動的私募基金以外，短短數周之內，這隻假想退休基金中的資產就會錄得5%至15%的整體損失。

面對滿盤皆輸的局面，上述假想退休基金會否：1) 增加投資風險，進一步吸納損失慘重的資產類別（亦即新興市場股票）從而「溝貨」；抑或2) 減低風險，而乘着近期孳息升勢而採取防範負債風險（或減低投資組合波動）策略？今時今日，在風險值（value-at-risk）措施、資本資產計價模型（capital asset pricing model；簡稱CAPM）、保障資產委員會（Cover Your Assets boards，簡稱CYA）當道的大前提下，為減低風險作好部署自然不在話下。

四、通脹期望日降

事實上，上述例子的假想退休基金若是加重定息產品比例，這種做法亦屬無可厚非。畢竟美國以至世界各地對通脹的期望已迹近插水，可見定息票據的實質孳息率，已遠遠超出名義利率近期升勢所暗示的水平。

通脹期望大降的趨勢亦反映在【圖3】中所見形勢，因為自從1997年亞洲金融風暴以來，每當美國通脹期望跌至低於1.5%水平（亦即通縮衝擊重臨）之際，美國股市難免受壓。

臨界點已迫在眉睫固然堪憂，同樣令人關注的是，通脹期望大降，加上名義利率趨升，美國Baa級公司的實質債券孳息之高，已達2009年初環球債市嚴重超賣時期以來的空前水平【圖4】。

當然也有論者會提出近期債券孳息趨升現象並不足慮，不過是債市泡沫洩氣的副作用而已；要了解有關詳情，讀者不妨參考GaveKal

屬下GK Research發表的《2012年第二季度策略圖錄——環球債券孳息之謎》（*Quarterly Strategy Chart Book 2Q12-The Global Bond Yield Conundrum*）。

可惜近期的局勢發展卻顯示，罔顧孳息趨升的觀點未免輕率，皆因絕大部分資產類別在債券價格跌勢下，一概表現欠佳。事實上，若環球股市拋售現象可歸咎於美國債券急升100個基點，一旦實質利率再升50個基點，就難以估計市場怎能消受。

鑑於債市與股市當前表現懸殊，不難想像活地阿倫（Woody Allen）這位鬼才導演會作出這樣飽含機鋒的評語：「當前大勢已面臨重大抉擇關頭：要不任由孳息升勢把我們引向絕望深淵，要不任由孳息跌勢把我們推向死亡。但願我們能夠作出明智抉擇。」

前路暗湧翻騰

綜觀目前環球形勢，可總結出大市正面臨的隱憂如下：

- 作為近十年來世界經濟增長火車頭的中國，其經濟增長已顯著放緩。
- 國際貿易出現衰退迹象。
- 經濟合作與發展組織（OECD）的按年工業生產值已呈負數。
- 隨着失業率持續飆升，而稅收又不斷大幅減少，葡萄牙、希臘、意大利等南歐諸國重現政局不穩現象。
- 在實質利率逐漸攀升的同時，全球各地的短期利率卻已低無可低。
- 環球股市估值普遍遠未至於嚴重受壓境地，也許只有「金磚五國」（BRICS）例外。
- 摩根士丹利資本國際指數（MSCI）現已跌至僅低於其6個月移動平均線的水平。

• 環球股市擴散指數已亮起黃燈。

美國當前企業利潤正處於史上新高，在美元持續升值情況下勢將受壓。近十年來美國企業利潤實拜國外盈利所賜，而在環球貿易增長，加上美元強勢影響下，盈利增長將難以維持。

經濟增長乏善足陳，日本以外的市場利潤普遍下降，實質利率逐漸回升，以至「金磚五國」以外市場估值缺乏吸引力等情況所造成的憂慮，也許都會因環球股市的升勢而一一克服。正所謂有志竟成；英國苦候七十七年終能如願以償，由英國球手重奪溫布頓男單冠軍殊榮。

不過，正如莎劇《王子復仇記》（*Hamlet*）中篡位國王克勞地（Claudius）那句名言：「不幸的事總是接踵而來。」（when sorrows come, they come not as single spies, but in battalions），對於當前大市面對的如潮暗湧，也許亦應作如是觀。

作者為著名投資分析專家，其前沿思考（Thoughts from the Frontline）是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。

John Mauldin 擁有極強洞察能力、擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。

《信報》為大中華區唯一刊載 John Mauldin 投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯，「跳出思維定式」及「前沿思考」分別於每周一、周五在《信報》（精華版）及信報網站 www.hkej.com（全文）刊出。

圖1 標普500指數與各類環球股票擴散指數對比

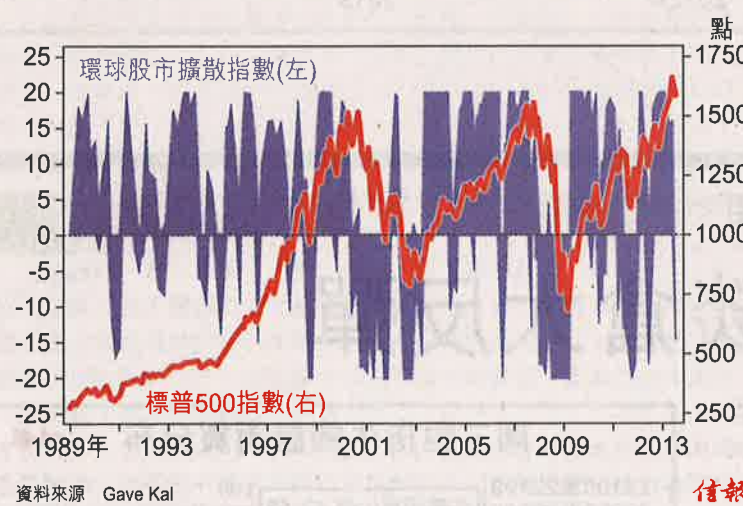


圖2 銀價調整通脹後按年變幅

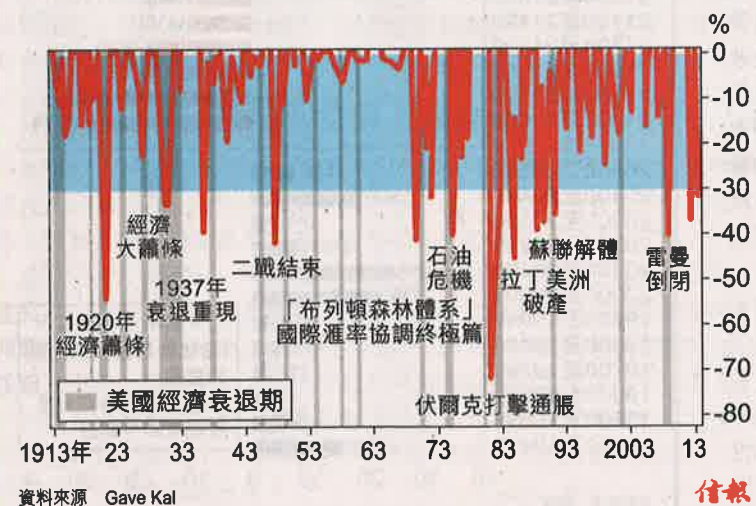


圖3 標普500指數與5年期美國抗通脹國庫券(TIPS)的通脹打和點

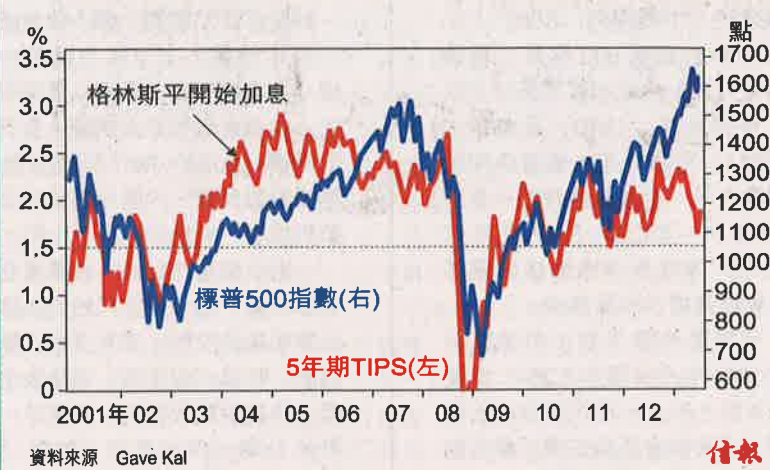


圖4 美國Baa級公司債券實質孳息急升

