

石油泡沫爆破 有利亞洲資產

國際
視野



潘迪藍
GaveKal
Dragonomics
資深經濟師

我們經常不厭其煩地指出，沒有兩個經濟泡沫是完全相同的。首先，泡沫可以哄抬起某些東西的資產價值，因為它令人們覺得那些東西「稀缺」（最典型的例子，包括土地和房地產、鬱金香、黃金等）；或者那些東西能夠帶來龐大的生產力提升（例如運河、鐵路、電纜、能源等）。

這種區別很重要。因為在第一種情況下，那個經濟體的土地（或者黃金、鬱金香）不會多過最初；但在第二種情況下，那些生產性的資本（Productive Capital）卻仍然可以增加，不論是來自現時的擁有者，還是新的擁有者。

就以1990年代末期的泡沫為例：當科技、媒體、電訊股的泡沫爆破時，消費者仍然可以繼續使用廉價的通話費和數據傳輸費。這因而帶來了更高水平的生產力（例如印度和菲律賓的電話客戶服務中心），更高的經濟增長以及生活水平。

泡沫之間的另一關鍵區別，在於它們的資金來源：

1. 如果一個泡沫是向銀行融資，當泡沫爆破時，那些銀行的資本將會消失，貨幣流通速度將會大跌。

2. 如果一個泡沫是透過資本市場融資（例如企業債券、垃圾債券、股票等），就只是那些擁有過高估值的資產的人受打擊。

如果他們以槓桿持有這些資產，那麼這些資產就會轉移至財務較健全的擁有者。否則，那個泡沫就會到此為止。

好泡沫爆破 反利好市場

因此，從經濟增長的觀點來說，最差的泡沫就是那些由銀行提供融資的非生產性資產（例如黃金、土地、鬱金香……）的泡沫。最好的泡沫（即不大損害經濟增長的）就是那些透過資本市場融資的生產性資產的泡沫。

因此，1980年代末期日本的經濟泡沫以及2000年代中期美國的房地產泡沫，都是「壞」的泡沫。因為它們主要都是出現在房地產，並且由銀行融資。

相對來說，1990年代末期美國的科網泡沫，則是一個較好的泡沫。因為它主要是出現在科技界（電訊設施和運算能力擴展得太多），並且是由資本市場融資（垃圾債券和股票等）。

為什麼我們再一次提出這種區別？因為，到了現階段，只有最頑固、最死硬派的石油支持者，或者黃金擁躉，才不承認商品泡沫已經爆破。

正如我們以往說過一次又一次，當求過於供時，商品價格往往好像電梯般直線上升；但當隨後供過於求

時，商品價格又會好像電梯般直線下跌，以一些高效率的生產商來說，售價甚至可以下跌至接近生產成本。直至供應出了問題，一個新周期才會開始。

因此，大宗商品泡沫的爆破，引發了以下問題：

1. 泡沫究竟是否出現在生產性資產方面？

我們的答案是絕對有。事實上，近幾年，全球生產便宜和充足的能源的能力大增，無可否認就是更有生產力的發展之一。

2. 泡沫是透過銀行融資，還是透過資本市場融資？

我們的答案是或許兩者都有。的確，看到一些國家高收益債券市場的表現，以及銀行股的相對表現，市場參與者顯然是愈來愈擔心，債務重組正蠢蠢欲動。

否則，我們很難解釋，美國的能源公司債券以及相近排名的美國企業債券之間的利差，為何會出現自從2001至2002年經濟衰退時期以來的高位。那時的油價，是每桶低於30美元。

這又帶出一個問題，大宗商品泡沫爆破，對金融市場來說，是好事還是壞事？以下是一些關鍵事實：

1. 當能源業板塊近年已貢獻標普500成分股的資本開支的三分之一時，在未來幾個月，因擱置新項目，標普500成分股的資本開支數字可能會令人失望。

2. 因此，這可能意味着，未來幾個月的信貸增長數字亦會令人失望，即使大宗商品價格轉弱，對西方和亞洲的消費者來說是一個極好的消息。

3. 疲弱的資本開支與疲弱的信貸增長，加上疲弱的

消費者物價指數（受商品價格下跌影響），有可能令央行採取超寬鬆或十分寬鬆的貨幣政策。即是說，我們不太可能看到歐洲央行現任行長德拉吉會重演前行長特里謝在2008年7月的加息舉動。

4. 與此同時，當市場接受商品已經大幅跌價的現實時，我們很可能會看到更多破產個案、基金倒閉、銀行不願意借貸，以及其他短期的市場混亂事件。在某程度上，這些事件會觸發利差擴大，企業（特別是美國企業）融資以追求更高的每股盈利增長的能力將會受到削弱。

低油價令利率下調 支持亞洲資產價格

總結來說，我們重申，在油價下跌時，應該在能源密集型的東亞和南亞經濟體增加持貨，即日本、中國大陸、印度、台灣、菲律賓、泰國等。

事實上，在這些經濟體，企業透過財技來追求盈利增長的程度一向較低，因此企業盈利令人大失所望的風險較低，大多數股票都由實力較強者擁有。相對來說，在西方國家，高槓桿的對沖基金和散戶投資者因為對近期的商品價格判斷錯誤，卻可能會被迫拋貨。

此外，疲弱的能源價格對於亞洲的貿易平衡和內銷增長，亦會有即時和明顯的幫助。最重要的是，大宗商品價格下跌開啟了大門，令印度、中國和菲律賓等國家的短期和長期利率真正下調。當然，低利率對於亞洲資產的價格將會產生支持作用。