

環球缺錢 商品急挫

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

19世紀的著名經濟學家 John Mills 曾有一句名言：「恐慌並不會摧毀資本。恐慌只是揭示出，資本投入無效的專案後帶來的破壞。」
(Panics do not destroy capital. They merely reveal the extent to which it has previously been destroyed by its betrayal into hopelessly unproductive works.)

長久以來，我都相信，熊市的主要作用，是將領導股市的一批股票，換成另一批。這也是為什麼當這次熊市來臨時，我們應該尋找未來會跑贏大市及最適應新宏觀環境的板塊。

過去10年的榮景，是由三個因素形成。第一，是美國聯儲局採取了過分寬鬆的貨幣政策，以及美國政府採取了軍事與經濟發展並行的政策。第二，是德國樂意為希臘、西班牙、葡萄牙、意大利等南歐國家提供低成本融資，讓它們得以享受到一個消費高峰期。第三，是中國大陸處於前所未有的資本投資高峰期。但是，這一榮景快將走到盡頭。

在美國，聯儲局已接到共和黨的要求，要停止讓美元貶值。自從眾議院議長博納 (John Boehner) 致函聯儲局主席伯南克後，美元就一直回升，而金、銀、紅酒等對通脹敏感的資產的價格則一直下跌。儘管美

國政府知道，它催谷美元上升的能力有限。(這也許解釋了美國財長蓋特納為何甚熱中於見到歐洲可以像美國過往般印鈔撐經濟。)

在歐洲，過去18個月的故事，就是德國的私營銀行和保險公司不再願意資助南歐。因此，歐盟絕望地嘗試以公共買家取代私營企業，來購買歐豬國家 (PIIGS) 的債務。當然，沒有人會用自己的錢來購買這些債務。唯一的方法，是使用別人的錢，或者發行新的、不勞而獲的貨幣。

至於中國大陸，除了私營建築開支放緩，在檢討安全和貪腐問題的雙重壓力下，政府用於擴建高鐵的開支亦顯著放緩。經過9月27日上海地鐵的追尾事故之後，檢討安全問題的壓力只會進一步增大。

因此，綜合以上三方面的因素，現時正在成形的宏觀經濟環境與2000年之後的，可說是截然不同。以上述的趨勢為準，我們將可以看到美元在一段較長的時期內轉強，商品價格則持續下跌。這將會令美國的跨國企業以美元計算的盈利減少，但對歐洲和亞洲的出口商來說，卻較為有利。

最近有客戶向我們表示，環球經濟和企業盈利的結構和成分正在發生變化，也許還相當徹底。一些漫不經心的觀察者以為，憑着過去十年的經驗，便可了解世界經濟以及世界運作。但現在這一切確實起了變化。

熊市標誌領導股將執位

一個很可能的理由是，目前的熊市並非完全是美國就業數字，或者歐洲債務危機，甚或是中國固定資產投資放緩的問題。相反，當前的熊市，乃標誌着領導股開始執位。以此來看，已持續多年的商品牛市，看來非常脆弱，岌岌可危。

7月底和8月間，當其他風險資產大跌時，商品初時還顯得有點支撐。但是，9月對持商品的投資者可

說十分之殘酷，標準普爾 GSCI 商品指數在上月有雙位數字的跌幅，並跌至今年的新低。原材料的價格近期表現欠佳，我認為，有三個可能的解釋。

商品價大瀉 流動性始增加

第一個以及最明顯的解釋，自然是中國的游資開始減少。事實上，大多數數據都顯示，中國的經濟增長有所放緩。由企業庫存和應收帳款上升，到地產商開始拖欠貸款利息，以至挖掘機銷量銳減。當然，這種放緩是不足為奇的，因為令實力較弱的地產開發商破產，並從股市清除泡沫，至少是過去1年的官方的政策。

但是，將官方收緊游資，以及明確打擊貪腐 (看胡錦濤在中共建黨90周年的演說的重點，以及前鐵道部長劉志軍今年2月被逮捕) 結合起來，所有迹象都指向，中國的固定資產投資正在放緩。

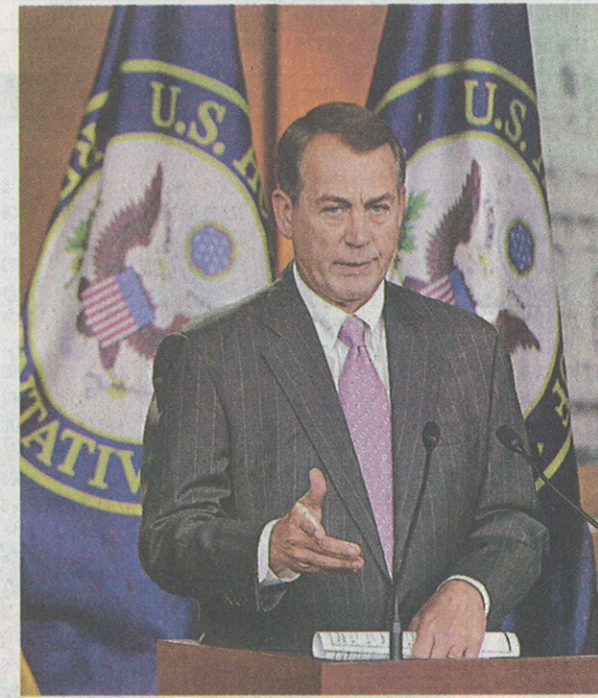
共和黨警告 伯南克難再開水喉

其次，現時有許多迹象顯示，我們正處全球的流動性緊縮中。從歷史上看，要結束流動性危機，都不難以下兩種方式。第一，是透過大規模擴大美國消費者的資產負債表以及美國的經常帳赤字。另一種方式，則是透過商品價格大瀉，特別是油價。

當然，這一次可能會有些不同。但話得說回來，亦可能沒有不同。石油和商品可能再次被證明是環球經濟和流動性周期調整的一個關鍵變數。

第三個可能的解釋是較為暫時性的——美元可能已經出現了轉勢。事實上，我遇到的大多數投資者的普遍看法是，貨幣已成爲一場鬥醜的比賽，每間中央銀行都好像在爭相參與，美國聯儲局則在帶頭。

但是，我必須承認，自從眾議院議長博納致函給聯儲局主席伯南克，要求他停止讓美元貶值以來，美元就一直回升，金價就一直下跌。我們對此甚感興趣。



美國眾議院議長博納 (圖) 致函給聯儲局主席伯南克，要求他停止讓美元貶值以來，美元就一直回升，金價就一直下跌。(法新社)

這封信，以及共和黨明顯試圖限制政府開支，是否標誌着美元以及美國的消費和投資轉勢？

關於這一點，有趣的是，上周公布的美國8月份核心資本商品的訂單增長得強勁，大大提高了人們對美國經濟增長轉危爲安的期望。

不管怎樣，若我是正確的，我們現正進入中國固定資產投資增長較慢的階段，而流動性危機尚待解決，美元則處於上揚。對於商品來說，現在這樣的宏觀環境不是太有利，這是顯而易見的。