

美國中期選舉 經濟現轉機



國際視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

最近，有一名客戶觀察到，「主流的交易就是靠邊站」。筆者認為，這的確總結了今個夏天的情況，也是我們大部分客戶的心情。

誠然，有很多東西要消化：
一、經過過去3年較艱難的日子，人們對工作或事業存有憂慮；
二、變幻莫測的經濟數據；
三、新風險的出現（例如歐洲多國的主權債務風險）；
四、環球經濟增長不再由美國帶動，而是新興市場。

主流趨勢「靠邊站」

無怪乎這麼多投資者都想找避險之所，不論是相信法定貨幣能企鵝而購買國債的（美國的兩年期國庫券的孳息率已跌至0.48厘的歷史低位），又或者買金（這類人在通縮時也懷疑紙幣能否保值）。

上星期，敝公司出了兩份研究報告，指出：
一、環球經濟增長現時的疲軟，已經完全反映在債市和股市上；

二、美國第2季的經濟增長，顯示了消費者的最終需求較預期為強。

我們認為，這兩份研究文件都是以事實為本、內容簡單易懂。然而，因為某些原因，這兩份研究文件似乎觸發了一些讀者的情緒化反應。有些事件是和上文提及的觀察有關——現時，我們的讀者大部分都抱觀望態度，說實的，他們都因靠邊站而感到不是味道。

投資者避險 偏向聽壞消息

但他們有這種觀望，是因為那種「每月都要有絕對回報」的想法作祟，他們不能接受自己有任何「行差踏錯」的投資決定。所以，一旦選擇於避險，他們會偏聽，傾向接收壞消息多於好消息。

無可否認，近來的確有很多壞消息，很難看到一個持續

的牛市可在現時的資金條件下誕生。的確，全球大部分地區的貨幣供給量增長充其量都是微不足道的，而大部分發達國家的貨幣流通速度亦非常有限。

這樣缺乏資金增長的情況，或許有助解釋為何在過去12個月，一些發達國家的股票回報大致上只和固定收益產品的回報相若（這樣的情形並不是人們預期在經濟復蘇之中出現的）。另一個令人憂慮的發展，是勞動市場的緩慢復蘇步伐。上星期美國的新申領失業救濟金人數驟升，再一次突顯了這現象。

美國料不會步日本後塵

為了概括我們的立場，和投資者面對的挑戰，我相信，應該簡短扼要地敘述近來的事件及可能的結果：

一、2008年，我們經歷了一個極大的信貸危機。當時，市場參與者（投資銀行和商業銀行、對沖股票基金、私募股票基金）的財政槓桿比例，以及企業的營運槓桿比例（低失業率、高庫存和資本開支計劃），都是處於歷史高位。這引致一個快速和痛苦的「雙重去槓桿化」過程——資產是不按價值來劈價出售（例如，印尼國債的孳息率可高達20厘），企業要削減某些領域的業務，庫存要大幅削減，全球貿易額自從1930年代以來首次出現收縮。

二、面對這麼殘酷的衝擊，絕大部分政府都覺得，它們一定要讓人們看到它們有採取行動，一定要在這個危機時，大幅增加政府開支來刺激經濟。

三、但不幸地，大幅增加政府開支引致了經濟增長出現結構性的下跌，後者又會引致低利率（正如日本的情形）。

四、在較弱的發債主權國中，銀行的信貸危機轉化成主權債務危機。這至少引致一些歐洲國家要勒緊褲頭，要相當嚴厲地削減開支。（其他，自從承認增加政府開支不是解決方法，反而是問題之後，歐洲多國的股市和貨幣都跑贏大市，尤其是英國。）

五、在美國這類市場，債券的孳息率低，並不表示債市投資者過於自滿。這反而是顯示，投資者認清了容許政府不時干預，最終會引發滯脹。

以上的時間線將我們帶到今天最重要的問題——美國是



經濟政策，往往是美國選舉時的重要議題之一。11月的國會選舉中，料共和黨佔上風。共和黨傾向主張大力削減政府開支，如是者，美元將回升，資產價格料會回升。圖為美國總統奧巴馬日前到西雅圖商店視察民情。（資料圖片）

否正在步日本的後塵，要一直靠政府維持龐大開支，才能避免陷入通縮和蕭條？我認為不是。主要原因是，美國的政治制度要比日本的反應快得多。若某一政黨將美國的經濟弄至貼地，是絕對沒有可能連續執政20年。我們在紐約、波士頓，甚至是芝加哥的客戶都認同這點。

政府愈多干預 通縮風險愈高

在11月的國會選舉中，民主黨勝出的機會將很微。新選出的共和黨眾議員和參議員，既不會只是名義上的共和黨人（Republican In Name Only, RINO），也不會是那種鄉村俱樂部的共和黨人。新選出的共和黨國會議員可能十分「激進」。美國政府的開支可能會被砍得很兇，若是這樣，美元將會回升，資產價格同樣亦會回升（不論是房屋

還是股票）。經濟增長速度將會加快，長期利率將會漸漸回復以往的正常水平。

這將我們帶到了現時的迷局：一方面市場反映了美國會步日本後塵（經濟上迷失了20年），但另一方面，近期的民意測驗卻預示11月的國會中期選舉之後，美國的政策將會有一次大逆轉。這令我們想到三種可能性：

- 一、民意調查結果是錯的；
- 二、現時的金融市場看得太負面了；
- 三、那一黨勝出選舉不太重要，因為美國歷來都是處於兩黨互相制衡和平衡之中——共和黨不會加稅，民主黨則不會削減開支。

壞消息是，我們今天沒有答案，而好消息則是幾個月後局面就會明朗。