

2014 全球貨幣市場與投資市場之趨勢分析

自 2013 年 Q4 以來，美國貨幣市場似乎正處風平浪靜的階段，各個領域運轉正常，也看不出哪裡會出問題。不過，存在一些投資者不應忽略的重要風險。2014 年據個人研究觀察，提出以下的預期分析：

- 一、寬鬆貨幣政策將維持，不過寬鬆程度有所降低，持續時間也略微減少；在美國經濟帶領下，全球經濟取得溫但穩健的增長。
- 二、歐元區狀況進一步改善；通貨膨脹率小幅上升，同時新興市場經濟體增速放緩；無風險債券市場繼續走軟，公司債價差收窄，同時股市維持走高傾向，不過上漲勢頭可能減弱，人們應據此進行押注。
- 三、美國股市 2013 年取得的強勁上漲出乎絕大多數人的預料，目前就連一些堅定看跌的基金經理也開始評估市場進一步大幅走高的可能性。市場總體觀點是，到目前為止，個人投資者尚未參與這輪上漲，在這些人入市前，股市不會見頂。不過，一項針對以往泡沫形成的有趣行為研究發現，自認為是外行的投資者在經歷兩次泡沫破裂的打擊後就會不再入市。而專業投資者則會第三次進入市場，原因是認為這一次自己能夠做到及時脫身。目前是否是第三次泡沫期呢？
- 四、處在極高水平的企業利潤率為美國股市本輪上漲提供了支持。企業之所以能取得如此高的利潤水平，很大程度上歸因於美國政府維持赤字以及勞動者無力要求加薪。隨著美國政府赤字縮減，同時就業增長加快，企業利潤相對於國內生產總值(GDP)的比例將開始下降。如果企業利潤下降速度快於 GDP 增速，投資者可能開始考慮部分股票高企的估值是否合理。
- 五、隨著經濟增長加快，債券收益率上升速度也會加快。這將減少未來收入流的現值，進而壓低估值倍率。

六、也可能出現的情況是，美國經濟像日本那樣步入長期通貨緊縮軌道，從而增長將放緩。如果投資者對於美國聯邦儲備委員會(Federal Reserve, 簡稱：美聯儲)應對這種局面的能力或意願失去信心，同時美國政府被證明不願使用財政政策促進增長，股市可能出現下跌。

七、投資者對於歐洲央行(European Central Bank)“竭盡所能”捍衛歐元的能力給予了很大信任。不過，竭盡可能的含義包括實施一些仍受到德國等歐元區核心國家反對的干預舉措，尤其是大規模購買歐元區主權債務。歐洲央行的這一承諾可能最終受到考驗。

八、日本股市

日本股市的投資者對安倍經濟學醫治日本經濟頑疾（尤其是通貨緊縮）的能力給予了信任。在日圓走軟的推動下，日本通貨膨脹已經上升。不過，除非消費物價的上漲能推動薪資提高，否則通貨膨脹的上升難以自我持續。如果薪資無法提高，反而會增加通貨緊縮壓力，並可能引發股市大幅回落。若通貨膨脹的上升確實被證明可能持續，日本國債價格可能大幅走低，而這無疑會導致其他日本資產市場出現波動。

九、過去幾年，新興市場一直享受著通脹下降和經濟增長，這催生了本幣升值、資金大規模流入及通脹尚未進一步回落等良性循環。不過，這些情況行將結束，而對於印度、土耳其和巴西等國來說，好日子已然過去。新興經濟體已經失去了在近期水平實現無通脹經濟增長的能力。越來越多的海外投資者已經不再那麼熱衷於支持巨額經常項目赤字。匯率水平正在下降，通貨膨脹正在上

升，經濟增長也正在放緩。投資者再次發現這些國家面臨著政治風險。之前的良性循環可能很快會變成極為惡性的循環。

十、主要發達經濟體的主權債收益率很可能隨著美國經濟強勁增長而進一步上漲，畢竟美國國債是全球債券市場的基準，不過主權債收益率上升速度則由美聯儲掌控。然而，如果投資者開始質疑美聯儲在較長時間內維持超低利率的政策，特別是在薪酬增速開始隨著就業市場的好轉而迅速加快的情況下，那麼美國國債則將面臨被急劇拋售的巨大風險。這將嚴重波及到全球債券市場和其他資產市場。美國經濟復蘇的動能並沒有看起來那麼強勁（見上文第四條）。那麼結果就是，債券價格大幅上漲且主權債收益率進一步下跌。

十一、歐洲央行捍衛歐元的承諾使得歐洲主權債市場息差急劇收窄。歐洲央行的承諾尚未徹底經受考驗（見上文第五條）。投資者永遠不應低估決策者為了追求短期選舉優勢而做出毀滅性選擇的意願，也不應高估在報酬最終遞減的情況下人們在很長時間內肩負巨大經濟成本的意願。歐元區危機尚未完全結束。

十二、高收益債息差無疑已經出現泡沫，投資者似乎認為，全球央行總是會捍衛公司利益，公司債絕不會再次違約，因此他們一直在追求高收益。美聯儲理事會成員 Jeremy Stein 曾在發表講話時對這些風險予以警告。此外，他還指出，儘管央行可能試圖通過宏觀審慎政策來遏制市場的過分行為，但有時效果並不好。在這種情況下，為確保投資者領會到這一信息，利率則需上升。

美聯儲未來可能對公司債和息差採取更加強硬的立場，這將令讓投資者吃驚。

十三、 公司盈利能力下滑或經濟增長疲弱（見上文第三條和第四條）可能還未導致公司違約幾率上升。這就提醒投資者，要求資產風險溢價可能是明智的。

十四、 有關大宗商品市場未來情勢分析

大宗商品市場與中國息息相關。只要中國形勢一片大好，大宗商品價格就很可能獲得良好支撐。目前外界的普遍預期是：中國將引導經濟軟著陸，並將設法從投資和出口主導的經濟增長轉向內需主導的增長，利率將正常化且中國信貸擴張勢頭將會得到遏制。這表明外界對中國決策者充滿信心，儘管中國此前滋生了巨大的投資和房地產泡沫，而且過去的中央規劃原則被證明存在缺陷。如果中國經濟出現硬著陸，則將對大宗商品市場造成沉重打擊，進而重創澳大利亞和加拿大等大宗商品生產國。

十五、 有關房地產市場未來情勢分析

寬鬆貨幣政策在全球範圍內推高了房地產市場價格。一些房地產市場、特別是澳大利亞和加拿大等大宗商品生產國的房地產市場的泡沫似乎極為明顯。其他地區，尤其是倫敦，則有來自於中國和其他新興市場的大量熱錢流入。利率政策正常化、中國經濟硬著陸、甚至是通貨緊縮壓力都可能導致其中一些市場泡沫破裂。

趙夫子

2014/1/4