

《信報》專欄〈文人經略〉

製造業縮皮無符 真·淡友單挑美股

執筆之時，油價距離 30 美元大關不足一個大洋，港股與港樓亦順利進入食粥模式。現時唱淡已是紅海市場，尤以油市、港股和新興市場最為就手。穩陣者固然看風使舵，見淡唱淡，想輸都難；好友底則在恒指大跌一成後揚言先跌後升，先贏一半。兩派盡用市場光譜，各有粉絲。筆者自去年第三季起乃真·淡友，不好意思踢擦鞋仔波；但心想既然未被挾死，不如有風駛盡慳，今回一於向難度挑戰，嘗試單挑美帝、唱淡美股。

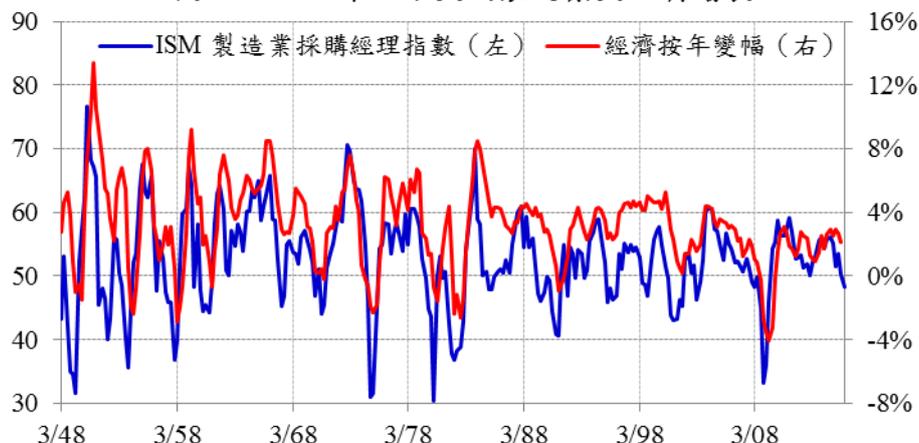
唱淡美股屬高風險行為。道指過去一百二十年來，七十八升四十二跌，升市佔六成半，何況美國是目前唯一有條件推行政策正常化的主要股市。更重要的是，美股與油價相關性不高（詳見去年 8 月 20 日本欄「股市食粥定食飯 還看油價四十關」）；聯儲局官員甚至認為，油價跌對家庭消費和實體經濟有利。因此，除非如筆者上月所言，油價大跌觸發高收益債市大冧，拖累美股，否則要憑藉油價下跌做美股世界，如意算盤未必打得響。

不過，去年下半年美股由升轉跌，可能是一個轉捩點。2008 年金融海嘯後美股連升六年，很大程度上是聯儲局水淹空軍使然；去年美股升勢斷纜而基本因素差得多的歐、日股埋單卻照升如儀，反映聯儲局正式收水而歐、日央行繼續放水的政策分歧威力。若然今年聯儲局按照官方劇本加息四次，美股在欠缺央行水喉射住的情況下，究竟是回升至水浸期高位的機會大（其實升幅僅約一成），還是繼續向下調整的機會大？筆者斗膽押注後者，聯儲局中途轉軌則另作別論。

當然，好友可以美國經濟持續復蘇為由，採取 1994 年和 2004 年兩次加息的相同策略，買起美股。不過，要注意的是，在那兩次加息週期中，聯儲局均於經濟復蘇起約三年後開波，可謂食正最風光的一浸；今輪開波加息時間卻處於經濟復蘇的第七年，以一般八至十年週期計已屬下半場中段。若然美國經濟週期將近埋尾，市場要不在餘下時期突然吹起新一輪泡沫，重現 2000 年的盛宴，要不爆發新一輪危機，重蹈 2008 年的覆轍。以全球基本因素和資產市場計，後者出現機會顯然較高。

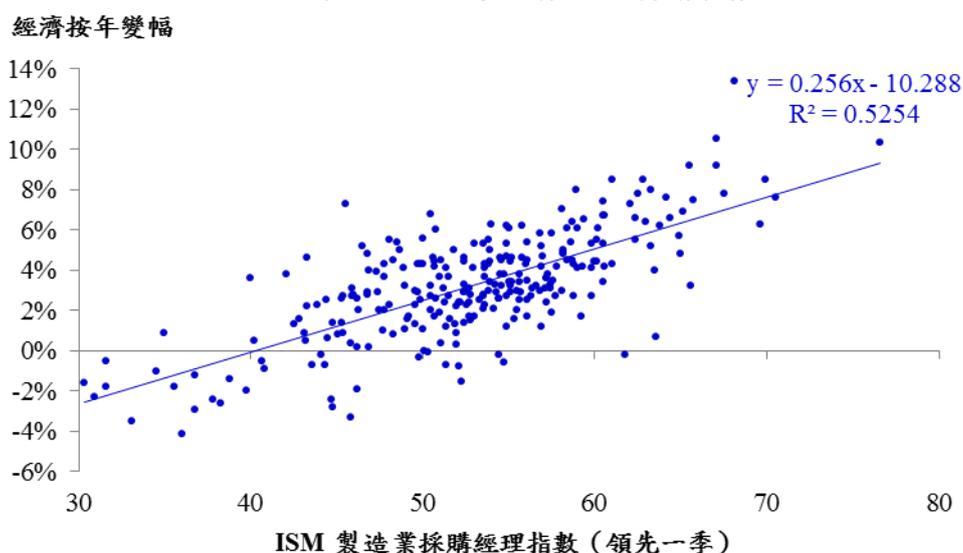
從美國管理供應協會（ISM）編製的製造業採購經理指數看，同樣得出類似的猜測結果。圖一及圖二所見，過去七十年來，這個指數準確地刻劃了美國經濟增長的軌跡，而且領先約一季。在 1994 年和 2004 年兩趟，聯儲局均於指數由 50 下方衝上 60 高位的過程中開波加息，理據充分；既然基本因素良好，市場自然將加息視為聯儲局對經濟走強的背書，因而出現了「加息股市升」的現象。

圖一：1948年至今美國製造業與經濟增長



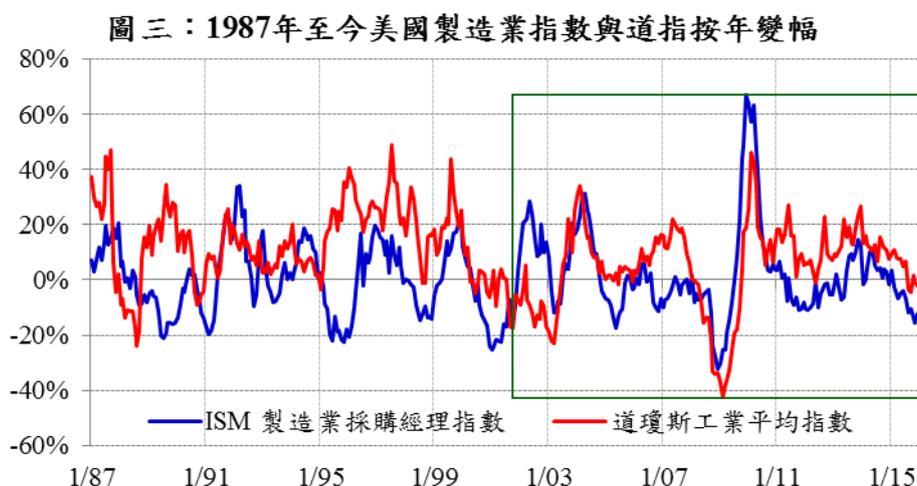
今趟呢？上週公佈的最新指數顯示美國製造業已連續兩個月陷入收縮，而且12月的收縮幅度進一步擴大；換言之，聯儲局今趟是於美國製造業由盛轉衰的一刻加息，驟眼看還以為是順週期操作。

圖二：1948年至今美國製造業與經濟增長散點圖



事實上，ISM 製造業採購經理指數對上一次連續兩個月收縮，已是海嘯期那些年的事兒；自從經濟擺脫衰退後，過去幾年只有2012年11月試過單月出現收縮（48.9）。結果呢？當時聯儲局似有先見之明，搶先一個月宣佈推出QE3，一個月內將指數推回50的盛衰分界線之上，然後一直未有再陷收縮，直至去年美國加息前一個月。

製造業採購經理指數除了預示經濟走勢，對股市也同樣有啟示；兩者按年變幅在2001年底經濟開始見底回升後的相關性明顯高於從前，而且走勢愈趨一致（圖三綠框），反映近十餘年雖然新經濟當道，但製造業採購經理指數的啟示作用不減反增。



上週一晚上數據公佈時，美股淡友正在聞「燒灰士」之「火羅」味而起哄；小時圖所見，市場渾沒在意美國製造業連續兩月收縮且愈縮愈多的消息。既已真·唱淡，在盯實此岸之餘，何妨強行多押一注彼岸火燒後欄，挑拒美股？

何文俊
環球金融市場部