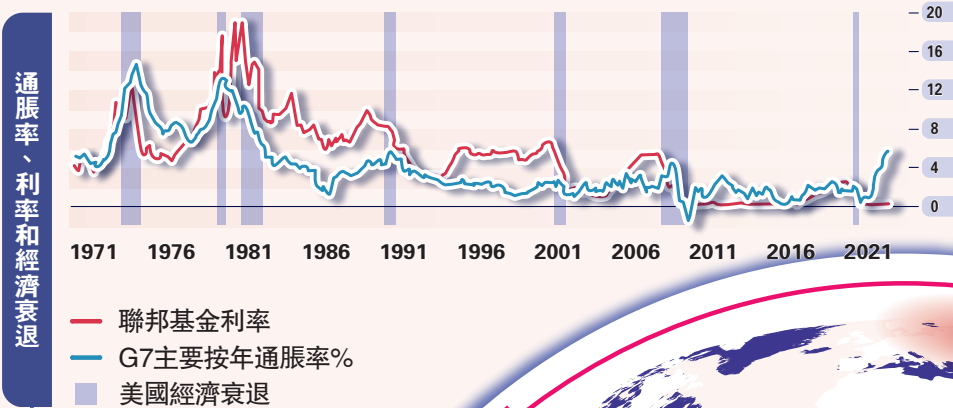


能源商品價格大漲 疲弱經濟雪上加霜



俄羅斯烏克蘭 刺激全球經濟

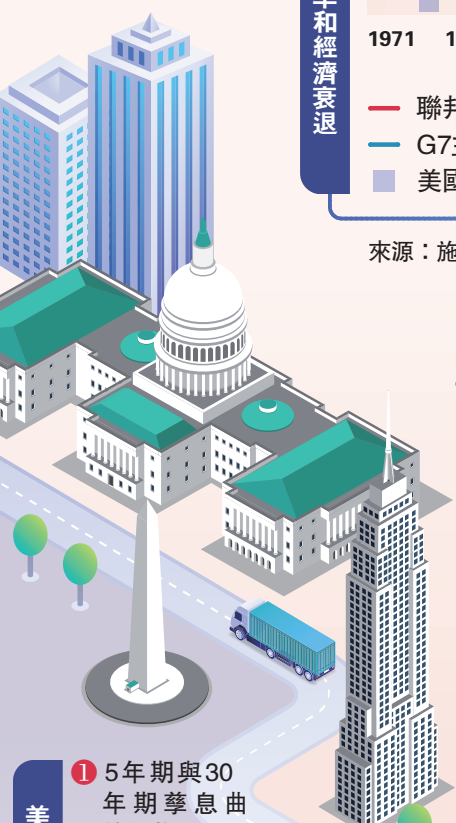
美狂加息恐步向衰退

制裁推高通脹

地緣衝擊②

俄羅斯與烏克蘭爆發衝突之下，西方國家提出經濟制裁俄羅斯，將令全球經濟受損，因為擬向俄羅斯施行原油禁運，登時刺激油價在早前大升至139美元，創下自從2008年以來最高位。能源和商品價格大漲，意味着美國經濟將無可避免地對高通脹壓力，甚至出現滯脹。事實上，近日有關美國將會陷入經濟衰退的預測甚囂塵上，除了美國多種國庫債券孳息出現倒掛外，投資者亦對美國經濟前景感到憂慮。

大公報記者 李耀華



美國滯脹四大警號與預測

- 1 5年期與30年期孳息曲線倒掛
- 2 2年期與10年期孳息曲線倒掛，是2年半以來首次，自2019年8月以來首次債息倒掛，息差約負3個基點，是美國經濟衰退的警號
- 3 波士頓聯邦儲備銀行前任總裁Eric Rosengren和高盛環球投資研究部和總經濟師Jan Hatzius均相信，聯儲局政策失誤而導致的經濟衰退危機增加
- 4 高盛總經濟師David Mericle相信，美國財政刺激措施逐漸消失後，經濟衰退風險亦會上升

大公報製表

低價資源難出口 破壞全球經濟整合

儘管俄羅斯國內生產總值(GDP)只及歐盟一成，但俄國受到經濟制裁的話亦會波及全球經濟。首先，雖然俄國並非全球主要消費國，也非世界工廠，但國內的金屬、農產品、化石燃料藏量相當豐富，若沒有這些原材料輸出，全球經濟的整合便會受到破壞。

全球經濟運作的秩序在過去數十年來相互依存，例如資源豐富國家(如俄羅斯等)為其他經濟體提供廉價原材料，生產成本得以大減，同時大增生產力和利潤。

可是，在新冠肺炎肆虐前，上述關係就已出現轉變，因ESG(環保、社會、公司管治)日益受到人類及企業的關注，希望資源供應商更具社會責任，要求供應鏈透明度增加。其後疫情肆虐全球，世人對企業ESG的需求有增無減，加上俄烏衝突擾亂經濟

秩序，加速全球經濟整合局面步向終結。

因為西方國家現階段不僅希望把生產工序遷回國內，而且亦關注高度依賴他國的能源、食品等原材料供給。例如英國民眾日益傾向發展核子能源和開採頁岩油。此舉肯定令保護主義再度抬頭，經濟大整合的時代將一去不復返。

此外，全球經濟整合一旦嚴重受阻，各國便要承受高通脹的代價，原因是不能再獲得例如俄國等的廉價糧食和能源，雖然日後通脹率並不會經常處於8%至9%，但亦難再僅在1%至2%的境況。

英國國家統計局的數字顯示，受訪者中有35%的生活開支，已超出可支配的收入。與此同時，各國中央銀行亦不會坐視高通脹不理，而會積極加息，結果勢令市民的生活負擔加重。

俄羅斯石油一旦遭到西方國家全面禁運，高度依賴俄羅斯能源的歐元區，最容易爆發滯脹危機，儘管美國亦非可以完全免疫。高盛分析師估計油價每上升20美元，歐元區國內生產總值(GDP)便會減少0.6個百分點，再假如俄羅斯停止輸出天然氣，GDP便會額外再減少2.2個百分點。換言之歐元區今年預期取得的4%增長率便會付諸流水。

投資者看淡前景 債息倒掛

至於美國方面，相信加息或是加稅都未必能避過滯脹的風險，尤其是在俄烏衝突爆發後，此威脅更有增無減。從近日多種債券孳息曲線倒掛，便可見一斑。首先是5年期與30年期孳息曲線倒掛，即是短期債券孳息曲線比長期孳息曲線要高，令息差變負數，意味着投資者預料未來經濟增長轉弱，所以投資長期債券追求高息回報，亦導致長債價升而息降。相比之下，因投資者估計短期內通脹不斷高企，聯儲局會繼續加息，令短期債券的吸引力下降，債價下跌，孳息便因此而抽高，最後出現倒掛。

除了5年期和30年期孳息曲線倒掛外，2年期與10年期孳息曲線倒掛，是兩年半以來首次，自2019年8月以來首次債息倒掛，息差約負3個基點。這個倒掛，更被投資者認為是美國經濟衰退的警號。如上所述，當投資者對經濟前景失去信心後，便會加大投資長期債券作避險之用，因而令短期債價下跌，孳息急升，而長期債價則上升，孳息下跌，最終出現倒掛。

據三藩市聯儲局於2018年的報告，自1955年以來，2年期與10年期美債孳息曲線在每次衰退之前都會出現倒掛，經濟衰退大多發生在倒掛出現的6至24個月後。例如上次2年期和10年期孳息曲線在2019年8月和9月出現倒掛後，美經濟於是在2020年便陷入了衰退。

美國經濟一旦出現衰退，而通脹又居高不下時，便會出現所謂滯脹的局面。高盛早前一份報告中提到，超高通脹將會在今年帶來風險，尤其是在美國方面，隨著俄烏衝突將造成全球進一步商品供應鏈受阻的危機，聯儲局一旦加息過度，便會令滯脹風險上升。

聯儲局決策一直落後形勢

波士頓聯邦儲備銀行前任總裁Eric Rosengren和高盛環球投資研究部和總經濟師Jan Hatzius均相信，聯儲局政策失誤而導致的經濟衰退危機增加，Rosengren更認為，聯儲局一直落後形勢，所以為了抗衡通脹，便需要加快加息，而當加息步伐愈快，衰退風險亦隨之愈高。

高盛總經濟師David Mericle則相信，美國財政刺激措施逐漸消失後，經濟衰退風險亦會上升。雖然俄烏衝突不會直接導致美國經濟衰退，但是，流動性收縮加上消費者和企業投資信心下跌，最終會釀成經濟衰退，並最終出現滯脹。



白宮無視高通脹源頭

財經觀察 李耀華

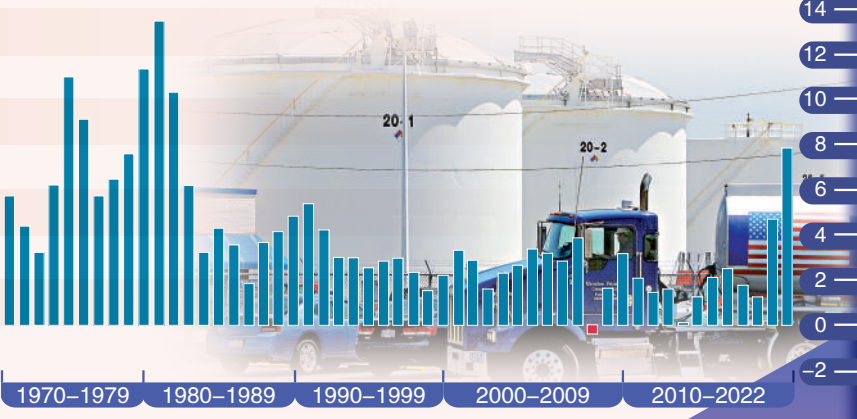
新冠疫情令供應鏈受阻，推高全球通脹率。美國人現在普遍仍不滿意拜登政府，因為未能有效地解決通脹問題，究其原因，俄羅斯烏克蘭地緣局勢衝突，大幅推高石油等能源價格，因此未來美國通脹升勢將更凌厲，還有更重要一點，拜登政府甚為「堅離地」認識通脹，錯誤以為美國產生龐大的通脹壓力的成因，皆因美國大型企業壟斷各行業，導致產品售價偏高和勞工工資偏低。

白宮一項研究指出，美國家庭因此每年付上5000美元的代價。因此，拜登提出了數十種新措施，包括對流動電話公司維修守則，甚至對大型企業的併購作出新規管等。白宮首席經濟顧問布萊恩·迪斯表示，正是美國企業目前加強整合和缺乏競爭而歪曲市場秩序。為此，拜登約在7個月前成立競爭委員會。可惜的是，相信拜登及麾下官員均捉錯

用神，有關措施難以紓緩美國目前7.9%(40年以來最高)的通脹危機。此外，商界亦反駁美國經濟競爭力減少的指控，並準備就此事與拜登政府對簿公堂。

同時，白宮「遠水」政策，不能解決目前美國通脹的「近火」困局。通脹問題源於新冠肺炎疫情，令電腦晶片、服裝、傢俬等供應鏈受遏。同時，消費需求在各國政府推出破紀錄金額的救市措施後，導致價格急升，俄烏衝突更可說是推波助瀾。

白宮又相信，美國企業不斷兼併，令個別公司日益獨霸市場，亦是導致通脹壓力上升的主因。然而，這個觀點同樣值得商榷，就美國航空業來說，經過業界一輪整合後，消費者反而更受惠，雙程機票售價的平均價格由2010年至2020年間，平均大跌100美元。因此，一些商界組織相信，當着通脹高企之時，消費者並不希望只看到政府僅僅加強規管措施，而能直視問題並找出解決方法。



滯脹年代 美債吸引力遜股票

俄烏衝突有機會令美國眼前40年新高通脹率再攀高峰，並威脅帶來滯脹！不過，資深投資策略師卻認為，滯脹對於美國股市來說，反而會是最佳的時機。

英國國家經濟和社會研究學會一項統計顯示，俄烏衝突令供應鏈進一步受阻，激發起全球通脹急升，全球經濟產值減少1萬億美元。Yardeni研究中心總裁Ed Yardeni對此認為，基於美國聯儲局遏抑通脹的措施唯有加息一途，但可能引致經濟衰退，因此聯儲局寧願持續高通脹，也不願大幅加息導致經濟衰退，所以對

股市而言，通脹急升便是最有利的。

同時，由於通脹持續，利率又不斷向上，對於債券的投資回報大受影響，因此資金料將會繼續流入股市，忽略債市。Ed Yardeni認為，俄烏衝突觸發全球新一輪冷戰，令經濟全球化受損，通脹率亦因此攀升，對於固定收益資產如債券等是不利的。投資者當着高通脹之時，將熱切追求高回報。以目前2厘的美國10年期國債孳息，吸引力絕對不大。Ed Yardeni相信，債券孳息率最少2.5厘，才會吸引投資者，因此，債市在滯脹的年代，將不如股市般受歡迎。