

Staff:

Mindy L. Ying, MBA
President & CEO

Arthur T. French, CFA, CIC
Chief Investment Officer

Craig A. MacLeod
Chief Operating Officer &
Chief Compliance Officer

Mark A. Keelling, CFA, CIC
Senior Portfolio Manager

Sonny C. Lin, CFA
Portfolio Manager

Adrian C. Moravcsik, CFA
Director of Business
Development

Lily L. Ku, CFP®
Financial Planner

Alan K. Chuang, CPA
Investment Representative

Jinny Brown
Investment Representative

Michael C. Yu
Operation &
Research Analyst

Devon M. Chan
Operations Analyst

Offices:

Southern California:
2540 Huntington Dr.
Suite 105
San Marino, CA 91108

Tel: (626) 286-4029
(888) 295-4419
Fax: (626) 286-0624

Northern California:
333 Gellert Blvd.
Suite 121
Daly City, CA 94015

Tel: (650) 758-0132
Fax: (650) 758-0131

www.PILLARPACIFIC.com

~ 經濟遲緩時的相應投資對策 ~

投資人情緒(investor sentiment)與資本市場表現的確切關聯性，雖然很難計量化地去分析(quantitatively analyze)，但兩者之間的相互關係(correlation)卻是不言而喻的密不可分。影響投資人情緒下滑導致信心不足的原因有千百種，不過最近一篇研究報告的序文一針見血的點出其中幾個原因：其一、由於日本央行重新議息，各地作手(trader)急於將手中日圓套利交易(Yen carry-trade)平倉，進而導致各地銀根緊縮，壓迫到股市。其二、房市泡沫化給股市所帶來的衝擊。其三、金融業由於種種原因不得不緊縮信用，也導致企業無法正常地從銀行貸得維持企業運轉的資金。其四、不斷創新高的原油價格導致物價的高漲，進而影響消費。還有其五就是當今金融財經報章雜誌頭條的當紅炸子雞，停滯性通貨膨脹(stagflation)。

在之前的季報裡，除了停滯性通膨外，我們或多或少地對其它幾種造成當今投資人信心不足的原因都作過一些討論，所以在這一期的季報裡，我們將著重於停滯性通膨的探討。除了將試著讓讀者了解停滯性通膨形成的原因外，我們更進一步地要討論如果真的要面對停滯性通膨時，投資人的投資組合又該如何因應。所謂停滯性通膨，乃是指一個經濟體，通常為一個國家，其物價普遍性和持續性地上揚，但其經濟成長卻停滯不前的現象。這種現象通常會讓一國的經

濟政策陷入兩難，因為其央行如果想藉由降息以增加貨幣供給，進而解決經濟成長趨緩的問題時，通膨的問題將加劇。反之，若以升息來降低貨幣供給，進而達到抑制通膨的效果時，經濟成長將更為趨緩，甚至導致失業率急速上揚。因此在理論上央行並無法透過貨幣政策同時解決兩個問題。

美國上次陷入停滯性通膨的危機是在一九七零年代，其形成的原因大致上可分為兩個：一是由於一九六零年代末期因執行“武器與奶油兼顧”(guns and butter)的經濟政策而產生的巨額國債，二是在一九七零年代初期為因應石油輸出國家組織(OPEC)油價高漲而採用的寬鬆貨幣政策。我們知道，經濟政策基本上是在有限的稀缺資源(scarce resource)中取與捨的政策，當我們花費越多的國防支出(武器)時，我們能夠用來購買提高我們生活水準之消費產品(奶油)的金錢就越來越少。同樣的道理，花在石油上的錢越多，能用於消費的錢也就越少。如果要兩者兼顧，國家唯有透過舉債或印錢來因應，但在這同時，通貨膨脹的危機已悄悄形成了。

如果拿當今的現象跟上次相比較，不可諱言的兩者有其相似度。政府現在的財政支出雖然因兩場戰爭所帶來的大把國防預算而日益升高，但為了保持民眾現有的生活水準，不得不採舉債代替加稅

來因應。寅吃卯糧(deficit spending)給了人們短暫的錯覺，好像我們可以同時擁有武器與奶油，但是實際上經濟學的定律不是那麼簡單就可以被推翻的，戰爭所帶來的花費是真實的，雖然短期內可以稍稍拖欠，但是終究我們還是要面對的。不僅如此，近來為了因應的排山倒海而來的金融危機及替一些汲汲可危的金融機構舒困，各國央行莫不往市場掖注了大筆的資金。過多的貨幣投放量往往會造成流動性過剩(excess liquidity)，我們知道，貨幣均衡實際上對應著合理的物價水平。當我們說流動性過剩，即貨幣超發時，物價水平有可能會普遍上漲，從而產生出通貨膨脹的危機。

雖然有些人認為此次的通膨危機乃是由於投機客炒作原物料期貨價格所致但我們並不這麼認為。通脹的定義有很多種，但基本上包括兩個方面：第一，流通中的貨幣出現膨脹狀態，即貨幣貶值。第二，一般商品和勞務的價格普遍地、持續地上漲。我們要特別注意普遍性和持續性，這兩個概念將有助於我們把通貨膨脹和其他的物價波動現象區分開來。投機客的炒作通常只能在非常短的時間點內影響到價格，充其量是增加點價格波動外，並沒辦法對於物價普遍性和持續性的長期上揚或下跌產生實質的影響，所以也無從導致通貨膨脹的形成。我們認為，這次原物料價格的上揚，無論是原油、貴重金屬或農作物，除了一大部分的原因是美元大幅的貶值外，由於一些新興國家需求大幅增加導致供不及需也是原因之一。

既然我們面對於可能處在停滯性通膨的危機下，思考因應之道並調整投資組合乃當務之急。借鏡於一九七零年代的教訓，一些在停滯性通膨的危機下表現得較好的公司通常有兩種特性，要不是公司有著雄厚的資產就是公司有自生增長(organic growth)的能力。有豐富原物料存貨的公司可藉由物料價格的上漲而獲利，而有自生增長能力的公司可以完全通過

公司現有資產和業務，而非通過兼併收購方式來滿足日漸增長的市場需求，進而達到利潤的增長。反之，表現不好的公司通常都是需以固定利率融資於他人的行業或是需仰賴於浮動利率取得週轉資金的企業。同樣的，零售業在停滯性通膨中通常也表現得不盡人意。在債券方面，當有通貨膨脹危機時，由於反應將來現金收入購買力減弱的原因，長期債券的價格通常會下跌得比較大。

主流媒體的報導通常都比較極端，這會給我們一種經濟的衰退或復甦都發生得很快的錯覺，實際上並不是這樣的。當今市場上需要消化掉的過剩情形並不是一天兩天的就形成的，事實上它是經年累月堆積起來的。所以同樣地，市場也需要一定的時間來消化。在這過程中雖然我們認為聯準會在其主席柏南基的帶領下有發揮其應有的功能來保持金融市場的完整與穩定但是到事情完全告一段落還需要一定的時間。但由於證券市場往往會事先預期經濟的回溫，我們認為此刻在相關類股作適宜的佈局，其獲利的可能性可能遠大過於其潛在的風險。

在文章的最後我們還是要不厭其煩向讀者強調**投資是一件需要以長遠的眼光來長期審慎從事的工作**。在過程中，雖然我們希望永遠都是牛市，但不可避免地我們還是會經歷到幾個熊市。我們深刻地了解到投資人在熊市時，尤其是看見自己的財產在縮水時，本能反應上都會想要對投資組合作些調整，例如增加債券的比例，減低股票的比例等。可是以長期投資的角度來看，因為股票市場的波動或驚悚的新聞標題來“被動地”調整投資組合是一項錯誤的決定。因為長久下來投資人無異是在低股價的時候賣股票而在高股價的時候買股票。正確的投資應該是透過對市場的通盤了解，再依據現今經濟環境對個別類股不同的影響來隨時隨地“主動地”在類股間作調整。我們相信，在這種認知與實行下，長期下來，投資成果會是可觀的。