李順威：衰退股巿必跌乃「錯誤常識」

【明報專訊】市場智慧是大多數人的主流意見和傳媒頭條多數是錯的。2022年已經給人很多驚奇：（1）俄羅斯中斷天然氣供應歐洲，歐洲天然氣價急升，市場相信一個巨大的能源危機將會降臨。結果歐洲天然氣1個月合約2022年3月上升至335美元高位之後，在6月份已經下降至79美元。8月26日至340美元但在年底時候竟回到70美元水平。今年歐洲天然氣持續下降，最低是6月2日的23美元。

（2）俄羅斯入侵烏克蘭，石油出口國組織減產，市場擔心石油價格會飈升。結果油價最高在2022年3月上升至130.5美元，但在年底時候已經下跌至80美元，今年最低下跌至5月時候的63.64美元。（3）俄羅斯入侵烏克蘭，原先的估計這會是數日戰爭，俄羅斯會急速佔領烏克蘭。結果是專家大跌眼鏡。現在戰爭仍然未完結，俄羅斯更加在戰場上受到挫折。（4）「60/40組合」曾經被稱為全天候組合，升市跌市都不怕。結果該組合在2022年下跌21%，是1931年以來第二差的年份。

2023年也不是共識投資的好日子。今年已經接近一半，很多在年初流行的投資策略現在看起來真是冇眼睇。這包括看淡美國經濟、估計衰退來臨、看淡美國科技股、看淡美元、看好中國、看淡股票看好債券。結果是美國經濟仍然維持增長，就業市場持續強勁；美國科技股顯著上升，納斯達克指數升幅超過30%；美元反覆，但沒有怎樣下跌，美匯指數2022年底時候是103.522，現在是102.335，美元兌日圓更加上升8%；中國股市下跌超過20%；在諸多風潮之下摩根士丹利環球股市指數上升10%，債券只是上升1.4%。

人工智能浪潮推動科技股上升

簡單來說，市場對美國過分悲觀，對中國股市過分樂觀（看來是沒有使用人工智能來分析市場）。去年12月的時候，美國銀行基金經理調查顯示投資者估計政府債券將會是2023年表現最好的資產，而固定收入的投資比重達到2009年4月以來最高。但結果在今年首5個月美國國庫債券落後股市7%，是過去10年債券相對於股市第二差的表現。股市投資方面，標普500指數從2022年10月低位上升已經超過20%，進入一般人所謂的牛市。2022年時候科技股大跌，重蹈科網股泡沫爆破之後的一些覆轍。2023年開始以來很多人仍然繼續看淡科技股，相信熊市沒有那麼快完結。同時，投資者愛上了價值型股和防衛性界別。結果科技股相對於細價股持續上升。美國銀行風潮基本上只是造成一些噪音，完全不能改變科技股上升的趨勢，而人工智能浪潮更直接間接推動了科技股的上升勢頭。

利率市場也出現錯誤預測。原先市場普遍預期聯儲局今年會減息，所以利率期貨持續反映這個猜測。但聯儲局不斷否認這個減息可能，6月聯儲局決定暫停加息一次，但仍然否定今年減息的可能。市場之所以預測聯儲局減息的一個重要原因是看淡美國經濟，而支持市場看淡美國經濟除了經濟數據之外，就是利率曲線倒掛。市場一般認為曲線倒掛能夠預測經濟衰退，而利率曲線倒掛就是短期息率高於長期息率。短期息率上升是因為聯儲局加息，長期息率下降是因為市場預料聯儲局加息之後經濟會下滑，通脹亦會受到壓抑，長期債券息率會下降，尤其是相對於短期息率，因此會形成利率曲線倒掛。

結果利率曲線倒掛了，但市場苦苦等待的衰退只聞樓梯響不見數字來。美國就業市場維持強勁，使到2023年出現衰退的機會大大減少，聯儲局減息的機率也因此下降。由此可見，沒有任何指標是一定對的，一些普遍認為是對的指標也會是不準確的。此外，一個錯誤的「常識」就是衰退等於股票下跌。很多預期衰退的投資者因此看淡股票，結果衰退沒有來，股市也沒有下跌。還有一個值得一提的錯誤預測是市場波動，但波幅指數卻是持續下滑，由今年高位30.81下跌至於最近的13.5，比較去年高位38.94也是大幅下跌