



21年來最貴—

《石油效應》預測神準



石油效應
史帝芬·李柏,
唐娜·李柏著;李隆生譯
聯經 / 9307 / 280元
ISBN 9570827319 / 平裝

文字工作者 ◎ 陳秋玲 整理

國內油價漲聲四起，民生物資也紛紛上揚，連上半年獲利頗佳的壽險業都將石油上漲當作影響投資獲利度的重要因素，讓散戶型投資人對國際政治經濟的動向不能大意。重要的指標是今年5月雅典發生恐怖攻擊，石油漲破每桶40美元，6月更漲到近21年的高點，破42美元，高油價時代已來臨。

美國李柏資產管理公司總裁史帝芬·李柏和妻子唐娜·李柏共同在《石油效應：能源危機來臨，該如何投資、如何選股？》表示，成為精明的投資人，從科學到經濟，再到國際關係，甚至華盛頓的政治，都需要知道。他們歷數近30年來石油油價對整體經濟造成的影響，90年代多為20美元，2000年底，油價每桶25美元，已是歷史新高。在後石油時代，除了尋找其他能源替代，如何面對通貨膨脹，也是投資的重要考量。他們提出幾項投資組合，讓投資人在通膨時代保住資產，進而獲利。

油價即將高漲，剩下的問題是到底會多快和多突然？會造成經濟和金融市場的嚴重

不景氣？還是只會造成高揚和上漲的通貨膨脹？油價可能在2010年以前上漲到每桶超過100美元三位數字。當油價上升，節省能源的努力或許可以暫時壓抑上漲的趨勢。但留意1980年代，油價上漲10餘倍，才使我們認真節省能源。在任何的情況下，中國大陸會成為大量石油的消費者，造成全球對石油需求的居高不下和高油價。

2003年2月20日，《紐約時報》報導，在全美許多地方，汽油價格突然大幅上漲。從2002年底開始，汽油價格每加侖上漲了0.29美元，許多駕駛人突然間必須為每加侖付出至少2美元，感到切身之痛。汽油價格的上漲，歸因於和伊拉克的戰爭、委內瑞拉的罷工，以及貪婪的石油公司趁火打劫。這個世界正在很快地趨近於需求和滿足需求能力間巨大不相稱的狀態。基礎經濟學教導我們當需求超過供給，價格便上升。油價將毫無疑問在未來的10年大幅上揚，會一直上漲直到我們開發出可行的替代能源，並致力推廣它的廣泛使用。

上升的油價將產生幾種效應：第一，極可能導致全面的通貨膨脹，因而增加不確定和造成金融市場的不穩定。如果油價漲得愈快、愈突然，市場就會變得愈不穩定。第二，當油價上漲，人們將會盡一切可能去削

減石油消費。長期而言，唯一解決石油危機的辦法是全面使用替代能源。

我們不會認為油價將在一夜之間大幅上漲，但如果通貨膨脹率如我們所預期的高於4%，油價看起來在2010年以前，就會達到三位數，每桶100美元將會是一個下限。這代表在加油站的售價，每加侖將趨近10美元。我們也必須了解，油價並不會直線上升。油價的上升首先導致經濟成長步調放緩，然後引導出節省石油的各種努力。這兩個效應將會產生短暫的效果，卻不能長期壓抑油價的上漲。是什麼原因造成全球短暫地嘗試減少石油的使用？答案是在之前7年內，油價漲了10倍，美國在1980到1982年間發生經濟衰退。因此未來人類如果要透過大量節省能源來抑制油價和其他石化燃料的漲勢，前提是面臨許多動盪，油價也必須至少上漲到每桶100美元以上。

中國大陸是全球主要經濟體中成長最快的國家，這代表不久之後，中國大陸將成為甚至比美國還要重要的全球成長引擎。像世界其他主要經濟體一樣，中國大陸正經歷明顯的轉型。但不同的是，中國大陸並不是從製造業轉向服務業，而是從農業轉向製造業，這代表隨著經濟轉型，石油在運輸和其他目的的使用量將快速增長，導致石油消耗量迅速增加。目前中國大陸使用的能源只及美國的一半，假如中國大陸人平均油耗只增加到全球的平均水平，石油消費將加倍，和目前的美國處於同一水平。如果中國大陸再繼續成長和工業化，最終的石油使用量將遠超過美國。

至於希望在世界其他地區可以發現大油藏，也是癡人說夢。北海的某些區域一直被認為極有可能存在豐富的油藏，但廣泛的探

勘證明了並非如此。根據地質學家對蘊藏豐富石油地域特性的精細了解，似乎不可能還有哪個地方有巨大的油藏，卻還沒被我們注意到。全球的經濟蕭條和三位數的油價將成為人類的宿命，投資人和消費者應該對未來的三位數高油價做好準備，一個新世界將要來臨。

另外，通貨膨脹的惡化導致股市本益比的下跌。當通貨膨脹率上升，多數公司的實質報酬率下跌，股價將會不振。在通貨膨脹時期，投資人應避免和市場同步的股票（例如標準普爾500指數）。相反的，應選擇那些和通貨膨脹/能源價格同步的類股，特別是房地產。在通貨膨脹時期，不要採取長抱策略。要在通貨膨脹資產和通貨緊縮資產間進行必要的轉換。

爲了在通貨膨脹升溫時代成功投資，兩個基本法則必須銘記在心。第一個是只買獲利成長足夠快的公司，強勁到足以補償高通貨膨脹時本益比全面下跌的情況。這不可避免地限制你只能投資那些足以和通貨膨脹抗衡的公司，那些少數能從通貨膨脹獲益的公司。你特別應該將注意力集中在那些根基於房地產的公司，以及獲利可隨著商品價格上漲而同步走升的公司。此一法則和你的直覺多少有些相反，它告訴你當通貨膨脹來臨時，應該避掉某些最堅實和管理最佳的公司，因為它們的股價可能不佳。第二個守則是放棄長抱股票的策略。當處於通貨膨脹時期，你還是必須時常注意趨勢的改變——是否面臨通貨緊縮的陰影。你必須能夠在兩組投資中做移轉：一種主要是用來對抗通貨膨脹；另一種則較適合通貨緊縮。

所有事情都與通貨相關。當談到股市中重要的變數本益比時，通貨膨脹扮演了一個



更為複雜的角色。我們留意到當處於高通貨膨脹的時期，所有股票的本益比都會變小，換言之，高通貨膨脹時，投資人對公司的獲利持較懷疑的態度，他們調低盈餘的價值。這樣的心態在高通貨膨脹時期常造成對股市較廣的影響，以及決定何種股票得以在通貨膨脹時期有較佳的表現。了解這些機制將是你面對即將來臨的高通貨膨脹時期，一張通往成功投資之路的門票。

盈餘成長是投資人非常注意的事情，也是驅動本益比變動的力量。另外，本益比也受到公司風險程度的影響，也就是公司成長的穩定程度。然而，一般說來，公司的成長率愈大愈好。在 1990 年代的美好時光，投資人敏捷地注意每份盈餘報告，即便一家公司的實際獲利僅低於預期 0.01 美元，投資人仍會大量賣出手中持股；反之，如果實際獲利只高出預期一點點，股價則急漲。這些現象反映了對盈餘成長不健康地過度關注，也帶來了許多問題。不過，至少可以了解盈餘成長對投資人評價公司股票的關鍵地位。

最後，必須了解盈餘成長包含了兩個部分：一個實質部分，加上一個通貨膨脹部分。實質盈餘成長導因於對成爲一家較好和較成功的公司所付出的所有努力，例如開設更多的分店、開發新的市場、導入創新產品、增加市場占有率、減少成本、增進效率。通貨膨脹型盈餘成長就顯得非常被動，來自於通貨膨脹造成成本上升，再引起售價提高（售價上升不會僅剛剛好反映成本增加，通貨膨脹的特性爲售價調高較成本增長來得快）。雖然會因公司和產業的不同而有一些差異，例如有些公司較容易轉嫁升高的成本，另一些則必須先自行吸收成本的上漲，但是通貨膨脹引起的盈餘成長率，會約

略等於物價整體的通貨膨脹率。

通貨膨脹時代使得本益比的預測更加不準，是另一個造成本益比在通貨膨脹時期下降的因素。在低通貨膨脹時期，企業得以有自信的前瞻和合理期待可以成功實施他們的成長計畫，投資人也能信任這些企業計畫。然而處於高通貨膨脹時期，很難知道接下來會發生什麼事，時間顯得急迫，利潤較不確定，每件事都可能瞬間有所改變，這造成投資人更爲憂慮。因此，這會導致本益比承受更多下降的壓力。面對一個通貨膨脹升高的時代，成長率不再是一個足夠的指標來篩選投資標的，股價多會因此經歷掙扎，努力避免減頂。在通貨膨脹時代，投資人要求愈來愈小的本益比時，過去推升股價上揚的成長率將不再有作用。

買什麼？在通貨膨脹時期，絕對應該避免投資任何只能和大盤有相同表現的系統。有兩類相關的股票將會受益於通貨膨脹與能源危機，產生令人驚異的盈餘成長。第一類公司的商品利潤和通貨膨脹相調和，這些抗通貨膨脹的公司包括石油、其他能源和金礦公司。第二類包括那些得以利用即將到來的能源危機，因而產生獲利的公司，那些會因應由於石油缺乏和我們長期對石化燃料的耽溺所帶來各種問題的公司。除了可以同時歸屬於此兩類型的石油公司外，還包括了國防工業公司、替代能源公司、保險公司。

由於政府可能採取緊縮措施（例如提高利率）以因應日增的通貨膨脹，通貨膨脹加劇會導致更進一步的不確定性。不論政府如何小心地實施這些緊縮政策，都可能無法避免對市場造成傷害，亦即引致通貨緊縮的發生，投資人應該停止長抱。 