

B計劃成效未知 衰退風險仍在

國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

在上星期東京舉行的G7會議上，七國財長及央行行長確認了我對信貸緊縮情況嚴重的觀點。在2月底之前，將會是進行B計劃（接管出現問題的金融機構、改變監管法規等）的最後限期。但是，很多人都會問，B計劃是否足以解救經濟危機？

在過去數星期內，由索羅斯到巴菲特等商界奇才，均估不到現時的金融體系變壞得這麼快。明顯地，市場對債券保險商（Monoline Bond Insurers）的承保能力失望。倘這些債券保險商被證實無法承保相應的金融資產，金融機構所面對的風險，有可能會增加10倍，銀行及保險公司將會出現千億美元計的損失。

日本經驗 信貸蕭條影響深遠

我們仍然傾向相信，信貸危機將於未來數周被開始着手解決，金融市場的狀況到最後回復正常。我們必須指出，政客們的B計劃或會做得太少，令到一場經濟衰退無可避免。自從日本於90年代出現信貸爆發開始，我們對於信貸危機及全面債務型通縮需要留神，這不單是一個國家的問題，而將會是全球化問題。現時，金融市場正面臨兩個風險：

1. 美國的經濟衰退，有機會引發歐洲、甚至亞洲的經濟衰退。
2. 銀行的資本受損，令到信貸崩潰現象（Credit Implosion）出現，資金鏈斷裂。

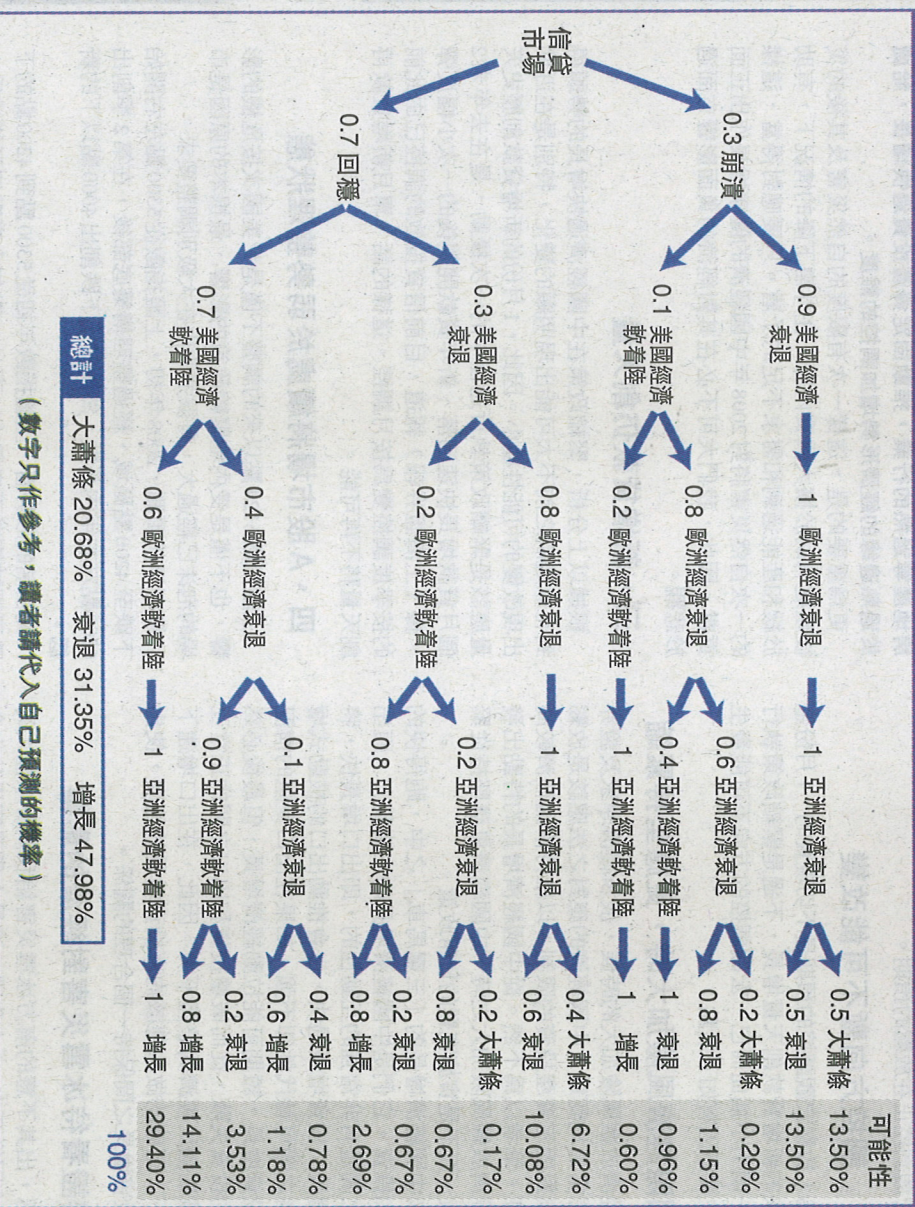
第二個風險較第一個風險更具破壞力。明顯地，信貸崩潰現象較有可能造成環球衰退。更糟糕的是，參考日本的經驗，它會令經濟衰退後的復蘇來得很慢。所以，現今全球最大的危機不僅是會令股票及債券價格大跌的經濟衰退，而是一個由信貸收縮造成，較諸1991/92年及2001更深的經濟衰退。

雖然這真是個大危機，但同樣地環球市場有一些利好因素把經濟朝好方向拉動，這些利好因素包括亞洲前所未有的增長、B計劃所帶來貸款政策及財政政策鬆綁、中東的大量儲蓄等。故此，正如大好友對忽略經濟衰退有風險，大淡友忽略利好因素亦面對風險。

投資者要考慮4問題

雖然這真是個大危機，但同樣地環球市場有一些利好因素把經濟朝好方向拉動，這些利好因素包括亞洲前所未有的增長、B計劃所帶來貸款政策及財政政策鬆綁、中東的大量儲蓄等。故此，正如大好友對忽略經濟衰退有風險，大淡友忽略利好因素亦面對風險。

經濟衰退機率圖



問題，需要問問自己：

1. 信貸市場是否會於未來幾個月崩潰？
2. 美國經濟是否會步向衰退？
3. 美國經濟衰退的話，歐洲是否會跟隨？
4. 亞洲是否會繼續成為環球經濟增長動力，還是被其他地方的衰退拖累？

最核心的難題是，以上事件均互相影響。舉例說，如果信貸市場崩潰，環球市場衰退的機會便大增。但如果信貸市場穩定下來，美國還不會陷入衰退？我們相信歐洲大有可能隨美國陷入衰退，但是亞洲會怎樣呢？如果美國能避免衰退，歐洲經濟卻轉壞，你又怎樣看？以涵蓋環球經濟體系的複雜模型或可解釋上述的難題，但據我的經驗是這類模型的答案往往欠啟發性。

經濟衰退可能性多變難測

由於我不夠智慧去運用這些複雜模型，故我決定以一

個較簡單的方法去分析問題。上述4條問題，基本上都可有「是」與「否」這兩個答案。投資者可根據自己的經驗，去給予每條問題「是」與「否」發生的機會率。大部分讀者都會對金融市場崩潰的發生，心中有自己一個主觀的機會率，雖然這機會率，會隨後市的發展而改變。

同樣道理，投資者可按現時的經濟數據，去推斷美國經濟衰退的機會率。但是，由於這取決於信貸體系是否崩潰，故投資者會難下判斷。此外，多數人均能估計若信貸市場崩潰及美國經濟衰退同時發生，歐洲會怎樣。但既然信貸市場崩潰，反而美國經濟能夠應付而不衰退，投資者便難以分析了。

一個樹狀的機會率圖（見圖）可幫大家將解答上述難題。將你認為以上四件事發生的機會率寫在樹狀圖上，當中的風險計算便一目了然，容易分析。這個機會率圖可幫大家去分析這個複雜及混亂的世界。