

環球經濟衰退 與貨幣政策大角力



國際視野

Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

當一股不能抵抗的力量施加予一件不能移動的物件時，那會怎樣？這樣的問題從來沒有正確的答案。這是因為，在自然界，根本就沒有所謂無限大的力量，或者無限大的阻力；結果完全視乎那股力量比那件物件的阻力大，還是那件物件的阻力比那股力量大。

在現時的美國，那件不能移動的物件就是世界經濟，被全無先例的金融崩潰弄得癱瘓。然而，同樣有一股不能抵抗的力量，那就是全無先例的貨幣政策的刺激，不單只是零利率；更重要的是，潛在無限量的貨幣擴張，以及政府和私營企業債務的再融資。

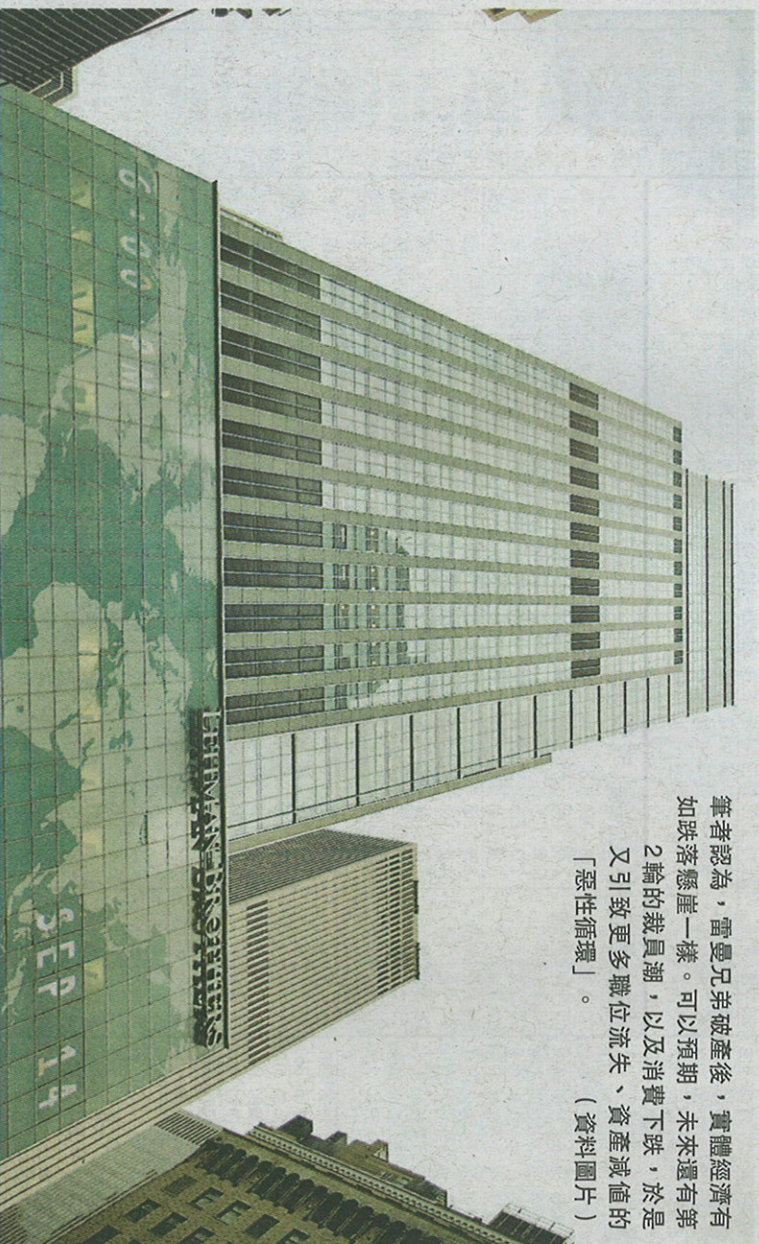
由信貸緊縮引發的全無先例的通縮壓力，以及由刺激性貨幣政策引發的全無先例的擴張壓力，兩者都完全超乎我們過去的經驗。何者的力量較大？沒有人能夠肯定，但現時美國聯邦儲備局已正式推出了不按常規的貨幣寬鬆政策，值得看一看通縮和通脹兩者角力時各自的「籌碼」。所有人都承認，全球銀行業潰敗及「去槓桿化」(deleveraging)真的是一個全無先例的金融危機，這也引致了消費活動和金融業出現嚴重的衰退。但是，在11月，很多市場的價格已經反映了這場災難的影響。最明顯的，就可以從投資級別的信貸評級信息突然大幅調升至歷史上的高水平看到（情形一如1932年般）。

經濟崩潰迅速蔓延全球

沒有預計到的，是製造業現時所受的打擊——消費活動，以及非金融業所受的打擊有如金融業。在雷曼兄弟公司破產之後，實體經濟有如在地震後一樣。我們可以預期，還有第2輪的裁員潮，以及消費下跌，於是又引致更多職位流失、資產減值，如此類推。

這是每次經濟衰退時都會出現的正常惡性循環。但是，只是在雷曼兄弟公司破產之後，這個惡性循環才「認真」全速運轉，直至最近，市場價格才完全反映。這次金融海嘯對非金融活動的打擊之深，還沒有被經濟預測反映出來。

另一個雪上加霜的原因，是經濟崩潰的全球化現象。直至幾個月前，很多投資者和政府決策者可能仍然以為，出現經濟衰退的，只是一些過分槓桿化及經歷了金融和樓市



筆者認為，雷曼兄弟破產後，實體經濟有如跌落懸崖一樣。可以預期，未來還有第2輪的裁員潮，以及消費下跌，於是又引致更多職位流失、資產減值的「惡性循環」。（資料圖片）

大升的國家，如美國、英國、愛爾蘭、北歐國家和西班牙等。但這個錯覺現在已被完全粉碎了，因為德國、法國、日本和中國的經濟全部碰壁。

因此，一方面，全球經濟真的被通縮壓力弄得癱瘓。但另一方面，我們又正在推行一些全無先例的刺激經濟政策。然而，當與客戶談及這些時，我發覺，他們對於中央銀行和政府透過貨幣和刺激經濟政策推動全球經濟增長的能力十分懷疑。這意味着，對大多數投資者來說，他們已預期貨幣和財政措施沒有什麼效用；若貨幣和財政措施真有效，那也是意外驚喜。

市場未完全理解刺激經濟政策

個人認為，金融市場對於宏觀經濟刺激政策的兩個方面並未完全理解。

第一，很多投資者告訴我們，貨幣和財政措施已經用過了，但都失敗，沒有發揮到什麼作用。這說法是錯的。政府和中央銀行幾個月前已經開始承諾，將運用一切手段和資源，推動全球經濟增長。但直至上星期聯儲局宣布之前，這些承諾都只是一些說來增強自信心的說話。要由今個月開始，這些說話才漸漸轉變成行動。

而且，就算是貨幣和財政寬鬆措施已全面推行，仍然需要6至18個月，才能讓市場完全感受到。這些刺激經濟措施對實體經濟有何影響，以及何時產生影響，是很難預測的。但我可以有信心地說，這些刺激經濟措施是史無前例的巨大，所以某程度來說，它們的效果也是巨大的。

這情形就有如4年前的南亞海嘯。我們知道，發生了一次大地震，將會出現海嘯；但我們卻不知道，陸地何時會受波及，以及那一處會受波及。某程度來說，聯儲局現時計劃的龐大貨幣和財政寬鬆措施肯定會「登陸」，屆時將會有如現實的海嘯般，「席捲」擋在面前的一切。

第二，市場上的傳統想法認為，過分悲觀的通縮預期，

將會令貨幣和財政刺激措施的效果比正常為弱，甚至可能完全起不到作用。我却相信會出現相反的情形——市場愈相信會出現通縮，貨幣和財政刺激措施的作用就愈強。在正常時期，像聯儲局上周宣布的「數量化放寬」政策（即減息已接近減完，所以只好再發行貨幣去收購資產）這類貨幣擴張措施，會有一個嚴重的限制——害怕會刺激起人們對通脹的預期。

但現在，人們對通縮的預期那麼強，聯儲局和其他中央銀行推行「數量化放寬」政策時，反而沒有後顧之憂，不擔心對債券市場構成影響。換句話說，中央銀行只需一味印鈔票，政府亦可以沒有明顯限制地舉債。因為投資者的情緒被通縮的恐懼主導，不會擔心津巴布韋式的不負責任通脹出現。

資金要到實體才有經濟活動

事實上，聯儲局確實希望金融市場和普羅大眾開始憂慮通脹。首先，如果資金從債券和貨幣市場上撤走，那只能走去實體資產方面，如股票、物業、企業債券、商品及其他，這樣便會產生經濟活動——這正是中央銀行希望出現的。

其次，如果消費者開始憂慮通脹而非通縮，他們就會提早執行而不是延遲他們的消費計劃。基於這些理由，聯儲局（及其他中央銀行）並不擔心會刺激起人們對通脹的預期。

總括來說，即將出現的貨幣寬鬆政策（美國及隨後的其他主要經濟體）的規模，不單只是全無先例的，甚至更是沒有明顯上限的。經驗顯示，在自然界，不能抵抗的力量通常都會壓倒表面上不能移動的物件。差不多所有人造的東西，都會被海嘯或者火山爆發（的岩漿）捲走。因此，我相信，聯儲局最終會在克服通縮以及引發另一次經濟擴張周期這些主要目標上取得成功。