

共產主義乃新資本主義？



國際視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

「共產主義就是新的資本主義。」這句戲言近期在辦公室中流傳，這是因為，比較中國大陸與美國及其他西方國家處理今次金融危機的手法，的確令人覺得，雙方好像互換了位置般。在亞洲，一般來說，我們多數看到各國政府減稅、解除一些管制措施，增加彈性。但在西方，我們卻看到，在一片反商界的情緒中，政府對某些行業的介入愈來愈深，甚至去到微觀管理的程度。看看一些近期的例子：

利用稅制「榨取富人」

在英國的最新預算案中，憑藉的是向高收入階層加稅；而美國的奧巴馬政府亦有同樣的計劃。當然，這樣做有其風險，因為一些受消費和投資萎縮打擊最深的人，將不再是富人。

另外，奧巴馬正考慮改變讓企業遞延納稅的法例，這將會對美國企業全球化造成打擊——若美國企業不是在海外取得龐大的盈利，美國的經常帳赤字將不可能維持下去，後者在過去10年間一直對環球經濟起着像潤滑油般的作用。現在究竟是不是好時機去作這種改動？歐洲貨幣聯盟（EMU）中的大成員國，如德國和法國，就正在向一些受創較深的小成員國（如愛爾蘭等）施壓，要它們加稅。

「妖魔化」商界以及加強審查

一直都有一些嚴厲的批評針對金融市場的參與者，其目的是要向企業施壓，令它們行事時，要將公眾利益放在股東利益之前。因此，我們最近看到奧巴馬在全國電視發表演說時，批評一些「投機者」要為佳士拿破產負責。因為持有債券者不願意作出「犧牲」，以保留佳士拿及其代理商的職。

當針對商界的批評在美國愈來愈普遍時，在歐盟，歐洲央行行長特里謝卻試圖限制人們對政策制定者進行批評，告訴歐洲央行管理委員會的成員不要作公眾評論，唯恐歐洲央行內的爭吵更加公開。這個「言論禁制令」禁止歐洲央行管理委員會的成員，對歐洲央行「落後於形勢」的政策行動公開表示憂慮。（歐洲央行的某些政策和行動，一向被市場批評為「落後於大市」或「落後於經濟狀況」，如息率政策等。）

更高度的監管

現在有不時修改法令的隱憂。美國金融服務委員會幾乎每個星期都會提出一個新建議（關於新的商業規則的），不論是關於信用卡的市場推廣慣例，關於「銀主盤」的，還是關於銀行高層的薪酬待遇套餐的。特別是對沖基金，更是衆矢之的、四面楚歌。上月底，歐盟便提出了一套約束法例。這套法例將對槓桿化定下幾乎沒有意義的上限（即使很低的槓桿比例也會受其難）。

以上所有都和亞洲的政策制定呈相反的走勢。在亞洲，政策制定者正在減輕企業的負擔，希望商界善用這些刺激措施，來達至經濟增長。所以，印尼和南韓都在減稅，中國則正在解除一些管制，包括貨幣上的。

而且，亞洲國家普遍正在加強合作；但在西方，保護主義卻在萌芽。例如，中國大陸和台灣之間的聯繫交流，便出現戲劇性的解凍。最近甚至出現了一宗高調的入股交易計劃——中國移動（0941）計劃斥資177.7億元新台幣，入股台灣的遠傳電信12%，但台灣當局表示，首波開放大陸資金來台投資不涉及電訊業，暫不會審查此案。而中國、日本、南韓和東南亞



在處理金融危機一事上，美國與及西方國家都向商界採取了更嚴厲的監管措施。圖為美國總統奧巴馬。

（資料圖片）

國家亦同意，將「清邁倡議」的應急基金規模擴大至1200億美元，並在年底前履行這項貨幣互換安排。

我承認，這些趨勢不能只看表面，必須正確地看。例如，中國經濟由國家控制的程度仍然很高，這樣在很多方面都可以令制定經濟政策較容易。（中國大陸的銀行在今年第1季應官方的指引要求，而大量批出新的貸款；但美國的銀行則繼續緊握資金不借出，不理會政府的呼籲，儘管曾經獲得政府注資。）

中國運用資本效率正提升

當然，正如我上周在這專欄中強調，很多投資者非常擔心內地的游資突然增加得這樣厲害，將會引致大規模的資金錯配。無疑，中國在運用資本方面，效率的確不好。但重要的是，其趨勢是效率愈來愈高，還是愈來愈低？我所有的分析都說服我，中國在運用資本和資源方面，效率正愈來愈高，雖然和最理想的情形仍有很遠距離。

只要這個趨勢持續（但沒有保證），這可能比某一個時間的確實效率數據更重要。這也回答了人們擔心內地銀行的不良貸款增加的問題——不良貸款肯定會有，但只要經濟增長的結構性驅動力維持強勁，由這

些不良貸款引致的損失，將會被業務增長抵消掉。當然，風險是當經濟增長率大幅下跌時，由業務增長去抵消這些過度貸款造成的損失，代價便會大很多。中國的經濟增長有一天也會遇上轉頸，但我相信這個風險不會在短期內出現。

每當我強調，中國制定的政策是令人驚奇地正面，以及中國的經濟增長將反彈得遠比大多數市場論者預期的為快時，我經常都聽到人說，中國的貪污問題很嚴重，這增長模式不能持續。不錯，中國的貪污問題確實嚴重，正如其他發展中國家一樣。關鍵是，中國的貪污問題是否達到「竊國」（kleptocratic）和破壞經濟增長的程度，例如好像非洲般；還是只是好像19世紀快速發展時的美國般。基本上，我覺得像後者多一點。我曾經接觸過的投資者大多數都表示，中國的貪污問題沒有印度和俄羅斯那麼嚴重，做生意相對容易得多。

現時的趨勢是明顯的：在亞洲，營商環境正在改善。但在西方，政府干預以及反商界的情緒則正在增加。這也有助解釋，為什麼亞洲的「風險溢價」正在下跌，以及為什麼亞洲的股市跑贏其他地方，並可能繼續如此。