

投資策略

信貸減少不是世界末日



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKai 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

我在2006年出版的書《末世尚遠》會有這樣的結論：「20世紀末展開環球經濟擴張以來，很多的政治家、經濟學者、傳媒評論者均發出嚴重的警告，經過這麼多年的縱情消費、投資和舉債，一場經濟大報應肯定就在前面。」

不過，很多理由可以質疑這末日預言……首先，末日預言家自上一世紀80年代中差不多每年都預測大裁決日的來臨，而他們每次的預言都證實是錯的。不過，他們變本加厲，一再警告世界經濟的不穩，既不接受其觀點已遭否定，反而強調只是金融或是政治的把戲，令世界不至崩潰，所以，揚言終極裁決來臨時，災禍會更大。

這些人不理解自由而具競爭力的經濟體最重要的優點，這就是鼓勵數以十億計聰明、具創造力和動力的人，尋求解決任何經濟挑戰。在具競爭性的世界經濟，時間會證明穩定才是常態，而非偶然。

四大趨勢支撐世界增長

這些末日預言家也沒有認清自上一世紀90年代初起，驅動世界經濟擴張的是什麼力量，這包括了以下四方面：

- 1、共產主義的失落，令30億名新消費者和生產者可享受資本主義的經濟好處；
- 2、自由貿易的擴展，令這些新的資本家可第一次參於世界經濟；
- 3、電子科技的發展，令通訊成本變為零；
- 4、金融的改革使消費者能自由管理自己的資產和借貸，這些自由過往只有跨國企業才能享有。

這些改變令世界經濟較前更穩定，例如把製造業由美國遷至中國，雖然會帶來龐大的貿易不平衡，但這過程亦令美國及一些已發展國加速了由製造業國家轉型至服務業，這令經濟更穩定，這穩定又減少了家庭在借貸上的風險，擁有更多的借貸能力，令家庭在經濟不明朗時仍可增加消費，例如在科網股爆破及911恐襲的時候。

我提出的環球經濟增長的四大支柱之一金融改革，近期好像出現動搖，這些日子金融的動盪引發了著名的投資大家索羅斯提出「全球正面臨60年來最壞的市場危機」(2008年1月23日英國《金融時報》www.ft.com/

cms/s/0/24f73610-c91e-11d0-9807-000077b07658.html)。

索羅斯的第一個觀點是這場危機不是典型盛衰周期，而是60年來消費信貸及各種借貸的過度增長的結果，這產生了銀行業濫借，資產價值過高，金融創新的後遺症可能要數年以至數十年才能清理，沉溺於借貸的經濟體，其銀行體系長期沉淪，則經濟必會受到摧毀。

索的另一觀點是要為60年的超級信貸周期撥亂反正，美國會較其他國家所受打擊更大，美元的霸主地位將會結束，世界經濟的重心將會轉至亞洲和中東的債權國家。

反擊索羅斯60年來最大衰退論

這兩個觀點都沒有錯，但有關轉變會是程度的問題，不會突然完全轉變，觸發嚴重的衰退，更不會是60年來最大的經濟危機。

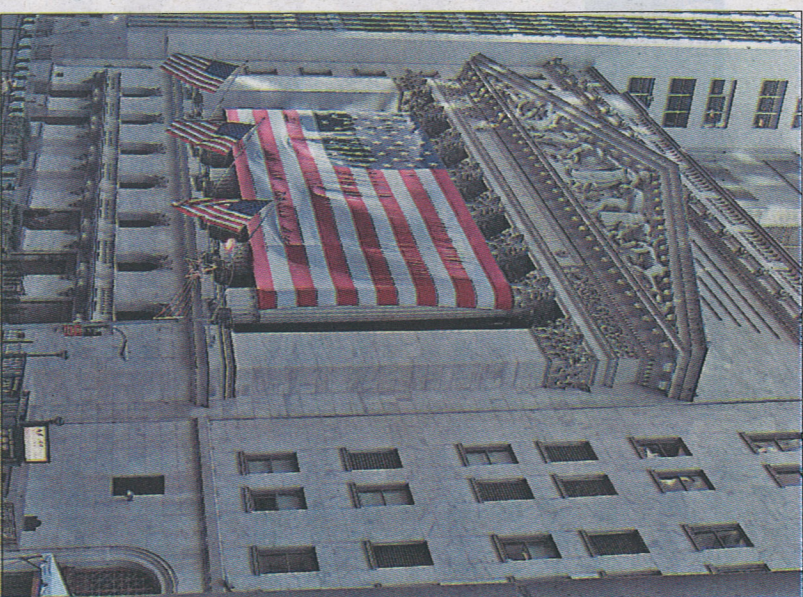
索羅斯的第三個也是最重要的觀點，是環球信貸急增與美國的消費潮這兩大超級周期背後其實是一個更大的政治與意識形態周期。過度的金融創新與消費源自金融開放，這背後的意識形態信念是市場永遠是對的，並會解決其自生的問題，索認為這種市場原教主義忽視了推動經濟盛衰的是一個他稱為反射(reflexivity)的過程，市場並不是由現實驅動，而是由投資者對現實偏頗的詮釋所左右，所以，價格是傾向會升得過多(當大家都很樂觀)或是跌得過度，而投資者追上追落時，他們也在改變經濟現實，以滿足他們的預期。這也是現時威脅世界的過程，對美國銀行系統失去信心，正在改變現實世界，導致衰退，後者又肯定了投資者對銀行業面臨巨大災難的憂慮。

我接受了索羅斯的「反射」論，銀行股確大瀉，按揭市場萎縮，這令人不禁懷疑金融的創新是否一場夢，近年的繁華是否只是投機的結果？若超級熊啤啤是對的，則我們是否面對大裁決日？索的分析若對，我們是否會面臨60年來最大的危機？

我不認為會是如此，成功有多種原因，60年的信貸長周期只是其中之一，我認為這也非是推動世界經濟的主因。正如前述，世界還經了其他三項十分重要的趨勢，這些趨勢及其結果，影響尤在，就算如索所言信貸的超級周期經已完成。

政府傾向救經濟衰退

索假設了任何巨大的繁榮期後，接踵而來的會是極度的崩潰，因為市場在升浪中會超升，在跌浪中會超跌，



一般政府都會認為多做的刺激措施，總好過做得太遲及太少為佳。圖為紐約交易所。

但這假設忽視了影響經濟和人性更大的力量。這就是理性。企業和勞動者基自利都會有本性創造財富，而非毀掉財富，人們選出的政府是支持而非打擊這過程。索指市場是會錯的，確有道理，純粹是市場原教主義，完全沒有對市場力量進行監管，這樣的世界會淪為索羅斯形容的瘋狂投機世界，不過，現實並非如此，就算是逢行市場自由的政治家也傾向減低衰退的衝擊多於限制過度的繁榮。

有時政府會錯的，沒有及時刺激經濟以免嚴重衰退，有時央行或政府也受到掣肘無法適時提供刺激措施，它們可能受制於高通脹或一些國際形勢，不過，一般政府都會寧枉勿錯，太多的刺激措施，總好過做得太遲及太少(上週聯儲局減息0.75厘及布殊政府推出1500億美元的復蘇方案，莫不如此)，這使世界經濟有自然的傾向能繁榮期較長，而放緩期較短及較淺。