

難說今次是最嚴峻的危機



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵：louis@gavekal.com

無可否認，自從去年8月，銀行股已經大瀉了很多，而最近跌速就更加厲害。保險股下跌的模式亦如出一轍。但是，如果你將它們的跌勢與以往的金融危機相比，將很難認同這是數十年才一遇的危機。

標準普爾500指數內的金融股，只是大約處於它們的20年平均股價。而美國的銀行股相對標準普爾指數而言，只是比20年平均水平低20%，它們的跌幅並不比1980年代末期和1990年代末期厲害（見圖）。

銀行股跌勢遜80及90年代

當然，長期淡友可能會回應說，這正是現時的危機中最令人恐慌的現象，因為股民仍然不願面對現實，更大的跌市還未出現。例如，去年秋季以預測花旗集團業績大倒退而成名的Oppenheimer基金的Meredith Whitney，上周就辯說，花旗集團的股價將會再下跌15%至50%，因為該公司將需要再度削減派發的股息。

我無意挑戰Meredith Whitney對花旗集團業務的了解（在這方面，我是她的擁躉）。但對於這樣看淡的預測，我卻有不同的看法。

若全世界表現最差的大銀行只是要削減或甚至取消派發股息，以重建資本充足比例，那麼我就會覺得，現時的危機仍然是溫和的，至少與1990年代日本和亞洲的銀行曾遇到的危機，或者拉丁美洲債務危機時歐美銀行的情況相比是如此。

當年，我們不只看到一些管理欠佳的銀行被迫削減股息來充實資本。我們甚至可以看到美國、歐洲和日本的國家銀行體系面臨無力償還債務，完全沒有希望籌集到足夠的新資本，以抵消未來幾年的虧蝕。

不要忘記，由1982年墨西哥和巴西拖欠債務直至1990年，所有美國銀行的不良貸款都高達其股本的倍半至兩倍！日本在整個1990年代的情形就更差了。但當日本因為銀行危機而有長達十年差不多陷於零增長時，美國在1983年至1988年這5年期間（美國銀行體系最不堪的時期）的經濟增長，卻比之前和之後的5年期都要強。

這些觀察反映了，市場對金融危機會有何反應，是有一些爭論性的意見。

「我們做了這行25年，從來未見過這樣的情形。」這是美林證券的David Rosenberg早前所說的。

回看過去35年或40年在金融市場的經驗，我們總是在以

現在的情況是否過去數十年最大的經濟危機呢？這個問題的答案本周可能會有分曉，因為我們可能知道美國當局有無能力拯救債券保險公司。但大多數市場人士在幾個月前已有看法——他們的答案當然是「是」。然而，如果你看看市場對一些金融股真正做了些什麼，你將會有截然不同的結論。



雖然自從去年8月，銀行股已經大瀉了很多，標準普爾500指數內的金融股，只是大約處於它們的20年平均股價；而美國的銀行股相對標準普爾指數而言，只是比20年平均水平低20%。圖為美國紐約證券交易所。（資料圖片）

往每次金融危機的最高峰時期，聽過幾近完全相同的說法。這些令人恐慌的言詞，往往都出自財經界內最出色的腦袋。

例如，前美國聯邦儲備局主席格林斯潘在1998年就形容，長期資本引發的危機，是他60年工作生涯中所遇過最大者。前美國財長魯賓當年挽救墨西哥的貨幣披索時，就聲稱行動是「委員會要拯救世界」，而且一點不像講笑。

至於索羅斯，對於1987年的「黑色星期一」的首個反應，就是令人心寒的一句：「這是1929年（美國經濟大蕭條時期）！」

當然，這些極端的反應可能是有理由的。例如，可能每次金融危機真的比對上一次嚴峻。但若以「小人之心」來猜度，這些提升高恐慌感的評論還有兩個可能性更大的原因。

首先，對於大部分投資者和銀行家來說，即使是最富經驗的一群，也只有25年或30年的經驗。相對經濟發展史來說，這只是一個相當短的年期，只相當於兩至三個經濟循

環。因此，人們每一次都被新一個經濟循環的情況嚇怕，覺得情況之嚴峻乃前所未見，並不令人意外。

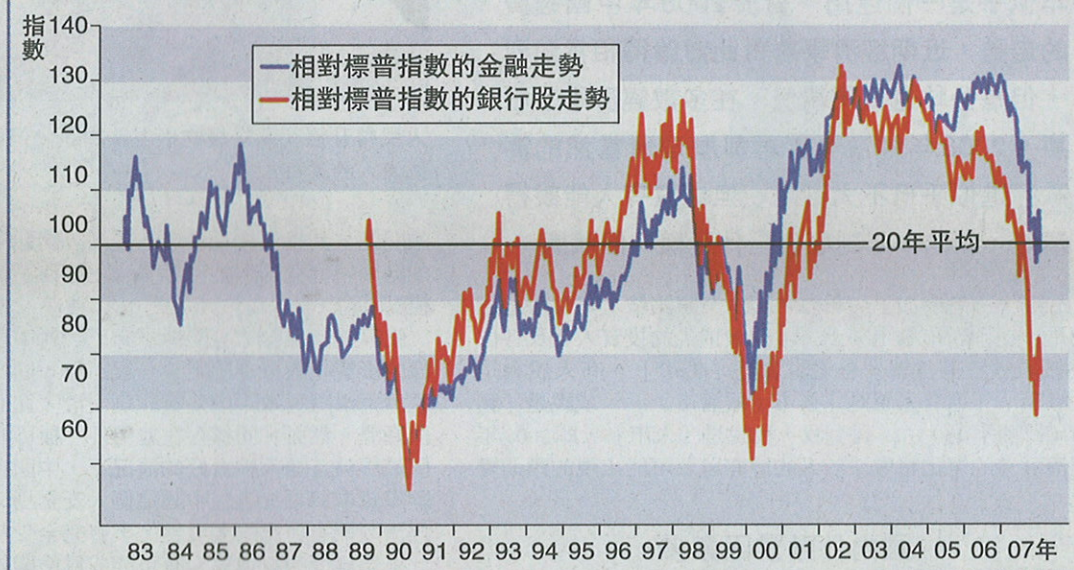
更有趣的是第二個可能性；當我們回看歷史，或者思考經濟循環的根本現象，就會發覺，以往每次出現金融危機或熊市時，都是一個入市的機會。事後孔明的觀察總可看到，世界末日不會出現。

人性是不願見衰退

但是，如果每個人都知道以往的金融危機或熊市是入市機會，那麼熊市根本就不會出現，除非大多數投資者都相信，這次的金融危機有別於以往，比以往的都更加嚴峻。如果人們相信，這只是一般的金融危機，那他們就會入市而非拋售，那危機根本就不會出現。換句話說，要讓金融危機出現，即使是不太嚴重的，根本就要人們廣泛相信，這次的情況比以往的要嚴峻得多。

以市場心理學來說，「這次危機有別於以往」這句說話其實和「這次有別於以往」相差無幾，而後者卻是牛市高

美國銀行股與金融股相對指數的走勢



峰期大家經常聽見的。

只不過，長期淡友只會打擊今次牛市比以往的更健康的說法，而堅持今次這個熊市比以往任何熊市更糟糕的信念。

當然，在某些時間內，這是正確的。例如，在1990年代日本泡沫經濟爆破時。但是，一般來說，這種對極度和漫長熊市的恐懼，相對期望牛市延續的想法來說，是過分感性和不夠理性的。

因為經驗和經濟理論相當清楚地顯示，希望賺取利潤的人傾向維持資本主義式的經濟繼續擴張，但卻沒有人（除了少數短期沽空者）有同等強烈的動機希望經濟長期衰退。再者，現代混合型經濟的政府和中央銀行，對於需求管理和羊群心態的問題有較多的了解，並且有明確的動機去推動增長（而非推動經濟不景）。這不是說經濟不景或大蕭條永遠不會出現，因為市場動力可能會暫時崩潰，而政府也可能會犯上大錯誤，甚至經常如此。但是，持平來說，打賭經濟衰退會長期延續，是違反市場和人性。