

危機的啟示

破與立均能賺錢



國際視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

對於已婚男士來說，其中一個苦惱就是，要身不由己觀看一些其實不太想看的冗長愛情電影。最近，我就不得不重看經典的愛情電影《亂世佳人》（《Gone With the Wind》）。除了要忍受呆坐3小時之外，我對片中大量的引經據典，也為之吃驚。

例如，片中的男主角 Rhett Butler（由奇勒基寶飾演），對他難以捉摸的愛人 Scarlett O'Hara（由慧雲李飾演）說：「當這過去後，我將要成為一個有錢人，因為我本來就是一個有先見知明的貪財之人。我以前和你說過，有兩種時機可以賺大錢，一是在一個國家建立時，一就是在其崩潰時。在建立時賺的是細水長流，在崩潰時則是賺快錢。記住我的說話，或許將來有一日會對你有用……」

這段對白說中了著名經濟學家 Joseph Schumpeter（約瑟夫·熊彼德）對資本主義看法的要點——資本主義就是「創造性破壞」（Creative Destruction）。

但這看法亦帶來了一個疑問——為何創造是一個如此慢長、刻苦和費煞苦心的過程，但破壞卻這麼快速？或許，這可以從另一個年邁經濟學家 Fredric Bastiat 的格言中找到答案——「經濟學就是所有有關你觀察得到和看不到的學問」。

市場突警覺希臘國債風險

多年來，投資者都沒有看到內部的矛盾，只是集中注視一小部分變數。然後，不知因為什麼原因，某些東西改變了，市場偏執狂地只看到一點（例如，在1990年代，日本的房地產的超高價。之後，電訊、媒體和科技（TMT）泡沫後科技企業銷售不斷下降。美國住宅樓宇按揭裝上的計時炸彈，引致次級按揭危機爆發。葡萄牙、愛爾蘭、意大利、希臘、西班牙等歐洲五國可能無法應付不斷上升的債務危機……）。就有如狗咬著骨頭，市場不會自行放棄，除非是被一些引起震驚的事件和政策嚇走或是感到滿意離去。

當然，要在經濟周期中的「破壞期」賺錢，對於絕大部分「思想正常」的人來說，是不恥的。正如現時，也有些批評認為，是一些「邪惡投機者」引致歐洲幾個弱國的主權債務壓力大升。當然，危機的真正原因是，債券投資者忽然發覺，希臘國債的風險原來

並不同德國的國債——這種認知改變了整個歐洲大陸的未來投資環境。

危機不能歸咎於投機

正如具影響力的太平洋資產管理公司（PIMCO）的美國債券經理 Mohammed El Erian 最近在《金融時報》撰文所寫：「希臘的投資特質出現轉變，由基本上的利率風險問題，轉變成信貸風險問題。這發生得很快，令人們難以有秩序地重整投資。」

在債券投資組合中，希臘國債原是一種低成本買歐元國債的途徑，有助提高債券組合的實質回報，但在投資市場出現突變後，成為潛在信貸風險偏高的選擇。我們認為，希臘的問題並不是因投機者的狙擊引發，而是因為投資者的看法出現突變。

市場現在已醒覺，歐盟的政治家組合了政治上好看但經濟基礎卻不穩固的制度，使某些國家注定最終要負債疊疊而萬劫不復。由於沒有一個泛歐洲的稅局，將財富持續地由歐洲的富裕國家，轉移至區內的貧窮國家，歐洲貧國的命運只會繼續處於「倒數」的情況。

當然，美國政府可以將自己監管銀行不力的責任，轉移至對沖基金和沽空者身上，我們可以估計，歐盟當局亦不會為歐洲五國現時的債務危機承擔責任，而只會再把危機的出現歸咎於對沖基金。

在現時這個「加速創造性破壞」的世界，破壞和創造兩方面，都有機會賺快錢！當市場近來過分地集中於「破壞」部分時，其實仍然可以在「建立期」中賺很多錢。

歐洲危機 成投資亞股機遇

這只是重申我近年不斷宣揚的一個核心信念——歐洲現時面對的問題大部分都是結構性的（一個貨幣組織令每個成員國都像穿上束衣般綁手綁腳，加上人口老化，「福利國家」的高昂開支，不能配合後工業化經濟的勞工法例……），而亞洲現時面對的問題只是周期性的問題（如食品價愈趨升，商品價格高企企令企業利潤率下降……）。

因此，我繼續相信，亞洲股市在出現較大的跌市時（例如，自去年11月中以來，中資H股已下跌了超過20%；台股則自今年1月中以來，下跌了14%），都提供了一個好機會讓大家重新部署資金，以及參與一個國家的「建立」，若希臘、西班牙和葡萄牙的債務危機發展至如亞洲金融風暴時的泰國危機，更可能是買股亞股的時機。

亞洲金融風暴當年曾在美國引發一個消費旺盛的周



由於沒有一個泛歐洲的稅局，將財富持續地由歐洲的富裕國家，轉移至區內的貧窮國家，歐洲貧國的命運只會繼續處於「倒數」的情況。（資料圖片）

期（因為低利率、低入口價、商品價格便宜等等）。歐洲的債務危機會否對亞洲產生同一效應呢？我個人認為，亞洲的消費股投現時的回跌，正是入市的良機。