

狂買商品 恐引發泡沫危機

中國花外儲的道德風險



國際視野

Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

每個人都知道，用別人的錢時，通常都不會像用自己的錢那麼精打細算。這正是為何市場關注，當世界各國財政預算中與刺激經濟有關的計劃一旦終止時，將會造成一批「大白象」工程及其他浪費。其中，經濟合作及發展組織（OECD）成員國就特別令人憂慮，因為它們的國債對GDP比例已經失衡，再沒有多少空間去作槓桿性的舉債。

相對來說，亞洲國家的財政預算就受控得多。即使中國龐大的刺激經濟計劃，也僅比原先5年計劃的支出大了一點，只是將之推前了。可是亞洲的其他新興經濟體亦同樣有很多「別人的錢」——龐大的外匯儲備。

外匯買資源 印度韓國仿效

因為亞洲國家領導人堅持用低估的貨幣增加出口來推動經濟增長，所以造成大批美元流入，尤其是中國。事實上，歷史上以往從未有其他國家的外匯儲備，相當於現時中國儲在中國人民銀行的2.4萬億美元。這是遠遠超過建議用來應付流動性危機而必須保留的水平。而且，中國並下是擁有一擁有過多外匯儲備的亞洲國家。

因此，在這些國家內，一些特殊利益集團想對龐大的外匯儲備分一杯羹，也就不足為奇了。而善意的國家領袖則想到，可以將外匯儲備用在一些國家戰略利益上。例如，中國就將一部分的外匯儲備用於收購資源，這明顯令印度和韓國緊張起來。所以，印度的石油部現正向政府要求，運用一部分的外匯儲備來收購石油資產；韓國財政部長本月較早時亦表示，韓國政府可能會設立一個基金來購買原材料。

若是自己錢 投資決定不一樣

我有興趣知道的，是若這些錢是在個人手中，是不是會用在同一方面。這不只是一個學術問題——若中國放手讓人民幣升值，人民幣將可以輕易比現水平升值20%至50%。這樣，中國的公民和企業將擁有強得多的購買力，他們會否運用這購買力去買商品，或者收購海外的能源資產？

當然，在某些情形，企業會作對沖，或者垂直整合，而個人則可能會作投機買賣。但是，可以合理假設的是，私營企業對於這類投資，會比中國政府謹慎得多。例如，中國政府在非洲、亞洲和拉丁美



▲▶當外匯儲備增長至這個程度時，如何管理它就變成一個道德風險的問題。政府或要求國營銀行向不稱職的國營企業批出大批貸款，結果要以外匯儲備來填補這些壞帳，有如中國在2000年時的情形。



洲好些政治不穩定但資源豐富的國家都有投資。若是私營企業，即使願意作出這些投資，亦可能會要求較高的回報。

國營的中國海洋石油有限公司（CNOOC）（0883）剛剛宣布與澳洲達成一項價值可能高達800億美元的天然氣採購協議，這金額將是全世界同類協議中最大。可是，由於協議中的天然氣採購價沒有以油價作基準，兩者的價格走勢未必一致，令天然氣的長期採購價和油價相比可能會變成偏高。這就是積極的私人投資者未必會做的。

公帑填壞帳 2000 年有前科

當外匯儲備增長至這個程度時，如何管理它就變成一個道德風險的問題。例如，一國政府會很容易要求其國營銀行向不稱職的國營企業批出大批貸款，結果要以外匯儲備來填補這些壞帳，有如中國在2000年時的情形（這亦被視為中國對金融業的一次徹底檢查和整頓，之後無疑在銀行業引入了較佳的風險管理常規）。兩年前，中國成立了自己的國家——即高調地購入摩根士丹利的股份，以及在美國私募基金百仕通集團（Blackstone）上市時入股。不幸地，這些投資都是在全球金融危機之前。當全球的金融股都崩潰時，中投公司剛剛購入的資產

自然大幅貶值，令中國的網民對有關當局非常不滿。自此之後，坐擁3000億美元外匯儲備的中投公司，即改為增加它在符合國家戰略利益的資產的投資，或許就是希望這較易被一般百姓接受。換言之，中投是代表全國花錢，保護國家免受貪婪的資源壟斷者牽制。

泡沫爆破 剩下大批貶值資產

中國的龐大資源預算（這也獲得國營銀行和國營的資源性企業支持），正引發了其他國家爭相效尤。風險當然是，這些「其他人的錢」快速地使用完，而又沒有足夠的盡職審查，潛在性地推高商品的價格。這可能會拖慢全球經濟增長，最終令商品泡沫爆破。那時，這些國家所得到的，將不是能源安全，而是一批快速貶值的資產。

總括來說，我相信這些錢由個人來運用會比較好，尤其是消費被認為是亞洲經濟增長的下一個驅動力。然而，我也是一個現實主義者，要讓每個人都看到他們自己那一份外匯儲備是沒可能的。退而求其次，我只能希望，一些政府投資旗艦小心翼翼地航行，不去引發另一個商品泡沫（在北京奧運前，我們已經見過了類似的泡沫）。