

環球重整平衡 主宰長線投資

生產消費國角色互換 私人投資取代政府



國際視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

經過2008年的金融危機之後，我們都知道，世界運作的方式有些地方需要改變。事實上，過去18個月的全球經濟增長都可說是靠公帑來推動。若要擺脫這種模式，很多不平衡的地方都需要改變，個人認為，有以下三大方面。

減債以維持寬鬆政策

1. 生產者和消費者。生產者和消費者之間的貿易需要大幅轉換，不止是跨越太平洋的貿易要互換角色，在歐洲本土之內亦需要。若非如此，將不可能有持續的增長，全球可能還要再經歷10年的經濟衰退和主權債務違約問題。

2. 現在和將來。另一項需要重新平衡的，就是財政政策和貨幣政策之間的關係。政府需要大幅減少債務，作為抵消其影響的方法，便是繼續維持超寬鬆的貨幣政策，以及收窄一般借貸和「無風險」的主權債務之間的息差。這種財政政策的轉變，以及政府和企業的相對借貸成本的轉換，可以視為現在和將來之間的轉換。

3. 公共和私營。當公帑枯竭時，私人資金就必須介入和接管某些政府以往負擔的服務。

若上述重整平衡的工作有秩序地展開，我相信，未來10年將可以看到由私人投資帶動的強勁經濟增長，以及非常可觀的生產力增長；要做好這些重整工作，卻將是艱巨的任務。

在歐洲，避免通縮和主權債務違約是最大的挑戰。相比之下，在美國要應付的卻是通脹，但這場仗幾乎可以肯定會獲勝，因為聯

儲局的寬鬆貨幣政策看來是帶來強勁的經濟增長，而非通脹。

風險的差異反映法定貨幣制度（Fiat Money）的性質。法定貨幣制度是現在與未來的兌換率，貨幣的價值來自擁有者相信該貨幣將來能維持其購買力。美元是全世界最穩定和可靠的貨幣，乃基於一個統一的經濟體，以及過去200年美國的政治統一，歐元則相反。因此，當法定貨幣制度的信心備受考驗，美元（及英鎊、日圓、瑞士法郎等）可能會通過考驗，但歐元則不一定。

逐步調整 擊退雙底衰退

假設上述重整平衡的工作逐步展開，對投資者來說，這有什麼意義？首先，這將意味著，貨幣和財政政策刺激的力量，會戰勝信貸緊縮帶來的通縮力量。環球經濟將由衰退變成擴張，不會有實質的雙底衰退風險。由2009年3月開始的股市、樓市和企業信貸反彈，並不是熊市中的迴光返照，而是一個可以持續多年的牛市周期的開端。

未來牛市四大特點

但要記着，這次牛市周期和以往的在四方面有著顯著分別：

1. 全球財政和貨幣政策的重整平衡，將引致前所未見的利率環境。因為政府大幅削減財政赤字，令中央銀行將短期利率維持在超低水平的時間遠比預期為長。這種史無前例的寬鬆貨幣政策，將引發市場對通脹的憂慮和恐慌，但這些憂慮絕大多數都可以被證明為過慮。

2. 環球經濟的重整平衡，意味環球經濟增長將首次由新興市場的基建投資帶動，而非由美國人的消費帶動。

3. 美元會轉強，但環球的游資會減少，因為美國會停止透過其經常帳赤字（包括商品貿易和無形貿易）輸出資金。因此，儘管全球經濟增長比預期中強勁，商品價格和新興市場股市卻會受壓。

4. 企業的資產負債表比以往任何一次經濟

衰退的末期都要健康。經濟合作及發展組織（OECD）成員國的需求，將主要由企業投資和出口帶動，因為政府會緊縮開支，個人消費則因為急劇加稅和家庭減債而了無生氣。

驟眼看來，上述四個因素現時好像已出現了。但我認為，這四個不尋常的特色，將繼續主導經濟政策和投資決定好幾年。可是，在很多投資者的腦海中，這四個趨勢現時卻變成對經濟擴張和財政復元的四大憂慮：

好事可被視為壞事

1. 政策錯誤。在歐洲，財政政策正收緊得比預期更加激烈，但歐洲央行拒絕以適當的「量化寬鬆」來支持這種財政整頓。

若歐洲央行頑固地維持這立場，將引致通縮、主權債務違約或歐元解體，或者三者全部出現！另一方面，美國的政客卻反對削減財政赤字（只要那涉及削減福利和加稅）。若他們頑固地維持這立場，將會引致通脹、過早加息或債市恐慌，或者三者全部出現！

2. 中國經濟增長放緩。中國作為新興市場之首，讓很多人寄予厚望，但現時中國的經濟增長卻有放緩的跡象，還有地產泡沫爆破的問題。

3. 美元太強。美元肯定是轉強了，但是否變得太強、太快？雖然美元轉強有助歐洲的出口，但這同時亦會增加歐元解體的恐慌。強美元亦會從新興市場吸走游資，加劇全球的不平衡。

4. 經濟增長太緩慢。企業的資產負債表健康，意味着投資增長和生產力的增長都強勁，但很多投資者卻有相反的看法。傳統智慧說，政府和消費者減債，比企業盈利增長更重要，令經濟增長十分緩慢，這又會引致財政整頓更加痛苦。

短期來說，任何基金經理想要做到不錯的回報，就要判斷上述四種憂慮那些是正常，那些是過度。這亦是我們的小公司短期內努力研究的焦點。若有進展，將會在本欄和大家分享。



環球經濟的重整平衡，意味環球經濟增長將首次由新興市場的基建投資帶動，而非由美國人的消費；圖為美國消費者在喬治亞州一家超市內購物。

牛市未來四大特點

若重整平衡的工作逐步展開，這將有多重意味，而由2009年3月開始的股市、樓市和企業信貸反彈，並不是熊市中的迴光返照，而是一個可以持續多年的牛市周期的開端，這將有以下四大特色：

1. 短期利率續低

超低水平短期利率的維持時間遠比預期為長。

2. 新興市場帶動經濟

環球經濟增長將首次由新興市場的基建投資帶動。

3. 美元轉強，但環球的游資會減少

因美國會停止透過其經常帳赤字（包括商品貿易和無形貿易）輸出資金。儘管全球經濟增長比預期中強勁，商品價格和新興市場股市卻會受壓。

4. 企業負債表健康

經濟合作及發展組織（OECD）成員國的需求，將主要由企業投資和出口帶動，因政府會緊縮開支，個人消費則因為急劇加稅和家庭減債而了無生氣。

