

低息反礙歐美經濟復蘇

國際
視野Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

在西方世界，每個國家的政府官員都在想盡辦法令經濟恢復增長。由於財政開支愈來愈受到債市的限制（如歐洲），以及政治氣氛改變的掣肘（如美國），重擔便落在中央銀行身上。因此，若經濟合作及發展組織（OECD）成員國的中央銀行重新採用超低利率，以及更多的量化寬鬆措施，也就不足為奇了。但這是不是會有效呢？

除了人口增長之外，一個經濟體的增長通常是來自生產力的提升（勞工或資本的生產力提升）。換言之，經濟增長可能來自：

1. 更合理的人才組織

我們的根據經濟學家李嘉圖（David Ricardo）有關競爭優勢的理論，稱此為「李嘉圖式增長」（Ricardian Growth）。

舉例說，做手術的報酬比打字高，外科醫生就會請秘書代他負責所有打字工作，讓自己盡可能保留多一些時間來做手術，即使他有能力打字快過秘書。當這種專業分工出現時，經濟增長就會大大加速。但是，當這種專業分工完成時，經濟就有可能停滯不前，除非有以下情況的出現……

低息利新興國基建發展

2. 新發明

由新發明引發的經濟增長，是一種截然不同的增長。新發明能夠引發新的需求，引致新產品、新的管理技巧和新市場出現。

同時，新發明亦能夠令舊產品或舊公司被淘汰（例如，今天人們只會使用電郵，或者頂多用傳真機，誰還會用Telex電傳？）。這正是奧地利經濟學家約瑟夫·熊彼得（Joseph Alois Schumpeter）所說的「創造性破壞」（Creative Destruction）。以其性質來說，「熊彼得式增長」並無極限，因為

人類隨時都可能有新發明。

那麼，低企的實質利率，與「李嘉圖式增長」和「熊彼得式增長」有何關係？

以「李嘉圖式增長」來說，若經濟還是處於發展初階，基礎建設的缺乏阻礙了資源的合理組織和分佈，那麼低的資金成本確實會有助經濟增長。無可否認，這正是大部分新興市場現時的情況。這也是投資者為何對印度、巴西、中國、土耳其、印尼等國家的增長前景這麼看好的原因。當資金成本下降，建設鐵路、高速公路、電網等等便變得可行。這可以從很多外在客觀數據看到。

以中國為例，全國有31個省份（和自治區），但90%出口都是來自9個省份。若將這個局面扭轉，其餘22個省便要與全球經濟整合，或者和國內的經濟整合。由於缺乏公路、鐵路和空運，中國大多數省份一向都是以閉關自守、自給自足的方式發展，直至近年才有所改變。但當然，現時正在快速改變。

因此某程度上，你可以說低資金成本有助引發近幾年中國令人震驚的基礎設施建設。而這些基礎建設又有望釋放出新一輪「李嘉圖式增長」以及隨之而來的生產力提升。

但是，同樣的情形會否出現在西方世界？在已經擁有一級基建的經濟體，低利率還能夠引發什麼「李嘉圖式效應」？或許本人較為愚



根據「李嘉圖式增長」分析，若經濟還是處於發展初階，基礎建設的缺乏阻礙了資源的合理組織和分佈，因此低的資金成本確實會有助經濟增長，這亦解釋投資者看好巴西、中國，以至印尼等國家的增長前景的原因。圖為巴西某間汽車製造廠。

鈍，真的未能想到。

因此，從單純的「李嘉圖式增長」觀點來說，現時低利率環境對新興市場的「李嘉圖式增長」有幫助，但對發達國家來說，幫助卻有限，甚至有可能壞處多於好處！

因為若發達國家的低利率幫助了發展中國家加速基建，那麼發達國家的低利率不但沒有在本國內引發「李嘉圖式增長」，反而還令到商品價格上升（因為新興國基建需用大量商品）。而商品價格上升一般又意味着，更多財富由發達國家轉移至發展中國家，由私營經濟轉移至國有企業（如沙地阿拉伯的石油、阿莫科、委內瑞拉、伊朗、俄羅斯等國家）。這兩種效應都會令發達國家的經濟增長率受壓。

人為低息 熊彼得式增長難現

至於「熊彼得式增長」，則經常被稱作「力量的黑暗面」，因為通常一個人的新發明（例如傳真機），往往意味着另一個人的舊發明（如電傳機）要被淘汰。通常，

這種「黑暗面」還會干擾政府。

第一、是因為它好像沒有人情味似的；第二、因為受到威脅的特殊利益團體可以十分有組織，以及大聲疾呼、大叫大喊（如美國鋼鐵業、日本建築業、法國農業……），給予政客最需要兩樣東西（選票和金錢）；第三、是因為政客通常都以為，他們可以運用法例和措施來控制「黑暗面」的能力。

但不幸地，試圖削弱「黑暗面」的影響，只會扼殺創造力。保護主義、市場規範以及其他志在阻止競爭的措施不但不能保護就業，反而還會阻礙將來的發明和經濟增長。

低利率亦一樣——若資金成本是人為地維持於低水平，那麼「創造性破壞」就無法出現。當資本和勞工的運用效率低企，卻又不肯放手交予其他更有成效的用途，整體經濟的增長率便會被拖低。

正如日本在過去20年間所顯示，讓「僵屍」（銀行）苟延殘喘，並不會帶來健康的經濟以及較高的經濟增長率。

人債分配比例 宜小心考慮

關心
你財

城安

shingon.mingpao@gmail.com

上周五恒指衝破21800點的阻力位，再加上接連數天如騰訊控股（0700）及港交所（0388）等的藍籌好炒股表現突出，感覺上有炒家止蝕平短倉，亦令城安後悔過早在三周前於21000點作波幅減持部署，但是城安偏向逆向思維，揀股上亦選上這兩隻缺乏競爭對手，但早前給太多人看淡的騰訊及港交所，追回一些回報。

美州政府削減開支 恐礙消費

上月底城安在20500點也曾回購波幅減持部署（只嫌太早再減過），並在本欄提到「長線投資組合上減持債券，部分已轉為澳元及港元現金」，一旦信息反彈下以較低價格回購債券，當中很可能在本周可套牢近5%的買賣差價。

其實，上周的股市上升，主要是日本先作出半量化寬鬆的匯市干預，之後又有人民銀行較正面評價經濟展望，及市場過分憧憬周二晚美國會預告最新量化寬鬆政策，再加上資金繼續從美國長債流出。不過，上周五晚美國的9月份消費者信心初報指數又大遜預期，應該是州府緊縮財政的逐步影響，好像邁亞美便公布了約12%的減薪。減薪當然會影響消費及經濟前景，但卻不反映在市場過於重視的就業數字，大家不要對後市過分樂觀。

這數周談論債市投資，其實不少坐擁巨資的外國退休基金都奉行債券佔整個長線投資組合近半數的持倉模型。

債市與股市關係愈來愈密切，好像金融海嘯便是從按揭債券市

場衍生，以下先分享兩個債券投資心得：

（1）債券與股票不同，一般有到期日及升幅有限，所以趁着經濟周期或市場波幅買賣債券是穩妥的增添回報方法；

（2）債券最重要的條款是發行人及派息模式，雷曼迷債以結構性產品充當債券是根本錯誤，銷售上不提雷曼也屬重要走漏。城安5年前已持有和黃（0013）公司債券，當時想過若最壞情況下李首富的旗艦資不抵債，城安也甘願接受相關損失。

香港的債市發展呆滯不前，銀行、散户及政府皆有責任。銀行不支持債市發展，因為債市可去除銀行的中介人功能，而且投資者若長線持有債券，也會減去銀行在短線產品買賣上的利潤。

散户則熱中於炒股可致富這個美夢，但事實上成功個案相對有限，大部分人以債券賺取穩定回報是上策。政府則推廣及發展不力，好像香港已多時沒發行長年期外匯基金票據，以致港元長債市場缺乏深度。

金管局可作人債雙邊報價

城安在內地的銀行網站，便曾發現中國國債的買賣服務，份數又細而差價又小。政府要多加心思在香港的人民幣債券市場發展，若果銀行不可靠便要另作安排，好像金管局便可在交易所上為人債作持續雙邊報價，既可深化市場又可令員工走出象牙塔。

香港是有發展人債離岸市場的機遇，好像這陣子內地重量級機構便在香港發行人債，外資亦有麥當勞及傳聞中的世銀。不過，倚賴銀行銷售往往出現以往對銀行最有利的一人一手，缺乏Critical Mass又不利二手市場發展，在位者要小心考慮。

（筆者為證監會持牌人士，持有騰訊及港交所）